

**ANKARA ÜNİVERSİTESİ
FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL FİNANSMANI YÖNÜNDEN
GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI**

Lale HEPER BARAN

GAYRİMENKUL GELİŞTİRME VE YÖNETİMİ ANABİLİM DALI

**ANKARA
2020**

Her hakkı saklıdır

TEZ ONAYI

Lale HEPER BARAN tarafından hazırlanan “**Türkiye’de Gayrimenkul Finansmanı Yönünden Gayrimenkul Sertifikaları**” adlı tez çalışması 14 / 01 /2020 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oy birliği ile Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı’nda **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Danışman : Prof. Dr. Harun TANRIVERMİŞ 
Ankara Üniversitesi Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı

Jüri Üyeleri:

Başkan : Prof. Dr. Harun TANRIVERMİŞ 
Ankara Üniversitesi Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı

Üye : Prof. Dr. Avni BİRİNCİ 
Atatürk Üniversitesi Ziraat Fakültesi Tarım Ekonomisi Bölümü

Üye : Doç. Dr. Erol DEMİR 
Ankara Üniversitesi Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı

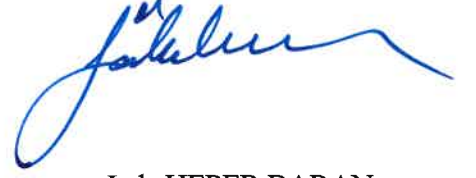
Yukarıdaki sonucu onaylarım

Prof. Dr. Özlem YILDIRIM
Enstitü Müdürü

ETİK

Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü tez yazım kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez içindeki bütün bilgilerin doğru ve tam olduğunu, bilgilerin üretilmesi aşamasında bilimsel etiğe uygun davrandığımı, yararlandığım bütün kaynakları atıf yapılarak belirttiğimi beyan ederim.

14/01/2020



Lale HEPER BARAN

ÖZET

Yüksek Lisans Tezi

TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL FİNANSMANI YÖNÜNDEN GAYRİMENKUL SERTİFİKALARI

Lale HEPER BARAN

Ankara Üniversitesi
Fen Bilimleri Enstitüsü
Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Harun TANRIVERMİŞ

Gayrimenkul, dünyanın hemen her yerinde uzun vadede değerini koruyan ve getiri özelliğine sahip bir yatırım aracı olarak görülmektedir. Gayrimenkul yatırımları, gelişmiş ülkelerde sermaye piyasası araçlarıyla sağlanabilirken, finansal piyasaların gelişmediği, finansman yöntemlerinin sürdürülebilir olmadığı ülkelerde doğrudan yatırım şeklinde gerçekleştirilmektedir. Gayrimenkul projeleri ve kentsel dönüşüm projelerinin gerçekleştirilmesinde en önemli sorun ise kaynak yetersizliği olmaktadır. İnşaat ve gayrimenkul sektörünün ekonomik büyümeye katkısı da dikkate alındığında, yüksek sermaye gerektiren gayrimenkul yatırımlarında uzun vadeli ve düşük maliyetli finansman modellerinin geliştirilmesi, ülke ekonomileri için zorunlu hale gelmektedir.

Çalışmanın konusunu, Türkiye’de sermaye piyasalarının gelişmesiyle birlikte gayrimenkul yatırımları ve kentsel dönüşüm projelerinin uygulanmasında yeni bir finansman modeli olarak sunulan gayrimenkul sertifikaları oluşturmaktadır. TOKİ öncülüğünde Park Mavera III Projesi üzerinden uygulama alanı bulan model, hem bir finansman yöntemi, hem de yatırımcılar açısından alternatif bir sermaye piyasası aracı olarak incelenmiştir. Çalışmada, modelin yasal çerçevesi ve işleyişi, olumlu yanları ve riskleri ortaya konulmuş, proje üzerinden ihraç ve uygulama süreci değerlendirilmiştir. Gayrimenkul sertifikası getirisi, seçilen farklı yatırım araçlarıyla dönemsel karşılaştırmalar yapılmak suretiyle incelenmiş ve yatırımcının bu süre içindeki durumu değerlendirilmiştir. Ayrıca üç temel değerlendirme yaklaşımı kullanılarak alternatif bir proje değerlemesi yapılmış ve bu uygulamada ihraç fiyatının yüksek belirlendiği sonucuna ulaşılmıştır. Çalışma sonuçlarına göre ihraç fiyatının yüksek belirlenmesi ve yeterli tanıtımın yapılmamasının, gayrimenkul sertifikasına olan talebin düşük olmasına neden olduğu ve bu durumun ikincil piyasayı da olumsuz etkilediği saptanmıştır. Sonuç olarak gayrimenkul sertifikaları hem proje geliştirici, hem finansman sağlayan yatırımcı, hem de sermaye piyasası yapımcılarını ilgilendiren çok yönlü bir uygulama olduğundan, her safhasında gayrimenkul geliştirme ve yönetimi uzmanlarının istihdamının gerekliliği ön plana çıkmaktadır.

Ocak 2020, 195 sayfa

Anahtar kelimeler: Konut finansmanı, gayrimenkul finansmanı ve yöntemleri, gayrimenkul sertifikaları, gayrimenkul projeleri, kentsel dönüşüm projeleri ve Park Mavera III Projesi.

ABSTRACT

Master's Thesis

REAL ESTATE CERTIFICATES IN TERMS OF REAL ESTATE FINANCING IN TURKEY

Lale HEPER BARAN

Ankara University
Graduate School of Natural and Applied Sciences
Department of Real Estate Development and Management

Supervisor: Prof. Dr. Harun TANRIVERMİŞ

Real estate is seen in almost every part of the world as an investment instrument that maintains its value in the long term and has a return capability. While real estate investments can be provided with capital market instruments in developed countries, they are realized as direct investments in countries where financial markets are not well developed and financing methods are not sustainable. The most important problem in real estate and urban transformation projects is the lack of financial resources. Considering the contribution of construction and real estate sector to economic growth; the development of long-term and low-cost financing models in real estate investments requiring high capital has become compulsory for national economies.

The objective of the study is real estate certificates that presented as a new financing model for the implementation of investments in real estate and urban regeneration projects with the development of capital markets in Turkey. The model, which has been applied through the Park Mavera III Project under the leadership of TOKİ, has been analysed both as a financing method and as an alternative capital market instrument for investors. In this study, the legal framework and the functioning of the model, positive aspects and risks have been put forward and the process of export and implementation has been evaluated through the project. The return on the real estate certificate was examined by making periodic comparisons with the different investment instruments selected and the investor's status within the investment period was evaluated. In addition, an alternative project valuation has been made by using three basic valuation approaches and it has been concluded that the issue price was determined to be high in the application. As a result of the study, it was seen that the high issue price and the lack of adequate publicity caused the demand for real estate certificates to be low and this situation had a negative effect on the secondary market. Consequently, real estate certificates are a multi-faceted application that concerns both the project developer, the financing investors and the capital market makers, the necessity of employing real estate development and management experts at every stage comes to the forefront.

January 2020, 195 pages

Key words: Housing finance, real estate financing and models, real estate certificates, real estate projects and urban transformation projects and Park Mavera III Project.

TEŞEKKÜR

Tez çalışmalarımı yönlendiren, öneri ve yardımları ile desteği ve bilgisini esirgemeyen danışman hocam Ankara Üniversitesi Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı Başkanı Prof. Dr. Harun TANRIVERMİŞ, lisans ve yüksek lisans öğrenimim süresince bizlere feyz olan çok değerli hocam Prof. Dr. F. Nihan ÖZDEMİR SÖNMEZ, katkılarından dolayı Doç. Dr. Yeşim TANRIVERMİŞ ile Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi Anabilim Dalı'nda görev yapan, üzerimde emeği olan tüm değerli öğretim üyesi hocalarıma en derin duygularla teşekkürlerimi sunarım.

Akademik alandaki önerileriyle bana daima yol gösteren can arkadaşım Dr. Tuğçe ŞANLI, her konuda yardımlarıyla yanımda olan sevgili arkadaşım Özlem GÜNDÜZ, tez çalışmamdaki önemli katkılarından dolayı İlhan YILDIRIM ve uzun soluklu yüksek lisans programı süresince beni anlayışla karşılayan çalışma arkadaşlarıma teşekkür ederim. Bütün yaşamım boyunca her konuda en büyük desteğim, canım annem Hülya HEPER, uzaklardan beni hep izlediğini bildiğim babam Ahmet HEPER başta olmak üzere, kıymetli aile bireylerim Hale HEPER GÜNEN, Serkan GÜNEN, biricik yeğenlerim Arda ve Zeynep Berra ile tez çalışmamın son düzlüğünde yanımda olup bana güç veren sevgili eşim Mehmet BARAN; bana olan sevginiz, inancınız, sabrınız için hepinize çok teşekkür ederim.

Lale HEPER BARAN

Ankara, Ocak 2020

İÇİNDEKİLER

TEZ ONAY SAYFASI

ETİK.....	ii
ÖZET.....	iii
ABSTRACT	iv
TEŞEKKÜR	iv
SİMGELER DİZİNİ	ix
ŞEKİLLER DİZİNİ	xi
ÇİZELGELER DİZİNİ	xii
1. GİRİŞ	1
1.1 Araştırmanın Amacı ve Önemi	1
1.2 Araştırmanın Kapsam ve Sınırlılıkları	4
1.3 Önceki Çalışmaların Değerlendirilmesi ve Literatür Özeti	5
1.4 Materyal ve Yöntem.....	8
2. GAYRİMENKUL İLE İLGİLİ GENEL TANIM VE KAVRAMLAR	10
2.1 Gayrimenkulün Tanımı	10
2.1.1 Gayrimenkulün temel özellikleri	10
2.1.2 Gayrimenkulün etkileşim alanları.....	13
2.2 Gayrimenkul Piyasaları.....	14
2.2.1 Gayrimenkul piyasalarının tarafları.....	17
2.2.2 Gayrimenkul piyasalarının özellikleri	18
2.2.3 Gayrimenkul piyasalarında alt piyasa oluşumu	19
2.2.4 Gayrimenkul piyasalarına etki eden faktörler	20
2.2.5 Gayrimenkul piyasalarında arz ve talep dengesi	22
2.3 Gayrimenkul Değeri	23
2.3.1 Gayrimenkul değerine etki eden faktörler	24
2.3.2 Gayrimenkul değerlemede temel yaklaşımlar	27
3. GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE FİNANSMANI.....	31
3.1 Yatırım Kavramı.....	31
3.2 Gayrimenkul Yatırımları	32
3.2.1 Gayrimenkul yatırımlarının olumlu yönleri.....	35
3.2.2 Gayrimenkul yatırımlarının riskleri	36

3.3 Gayrimenkul Finansmanı.....	37
3.3.1 Gayrimenkul finansman kaynakları	40
3.3.2 Gayrimenkul finansmanında kullanılan yöntemler	42
4. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL FİNANSMANI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN GELİŞİMİ.....	50
4.1 Konut Sorununa Yönelik Politikalar	50
4.2 Konut Politikası Uygulama Araçları.....	55
4.2.1 Kurumsal olmayan kaynaklar	55
4.2.2 Kurumsal kaynaklar	57
4.3 Konut Finansman Sistemi (Mortgage)	61
4.4 Gayrimenkul Finansmanında Kurumsal Yatırımcılar ve Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası Araçları	68
4.4.1 Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO).....	70
4.4.2 Gayrimenkul yatırım fonları (GYF).....	77
4.4.3 Kira sertifikaları.....	81
4.5 Gayrimenkul Sertifikaları.....	85
4.5.1 Gayrimenkul sertifikalarının tanımı	86
4.5.2 Gayrimenkul sertifikalarının yasal çerçevesi	87
4.5.2.1 Gayrimenkul sertifikalarına ilişkin tanım ve kavramlar	88
4.5.2.2 Gayrimenkul sertifikaları ve ihracına ilişkin genel esaslar	89
4.5.2.3 Gayrimenkul sertifikaları uygulamasında düzenlenen raporlar.....	92
4.5.2.4 Edimlerin kullanılması	93
4.5.2.5 Projenin gecikmesi ve/veya gerçekleşmemesi durumu	94
4.5.2.6 İhraçtan elde edilen fonların kullanım şekli.....	95
4.5.3 Gayrimenkul sertifikalarının olumlu ve olumsuz yönleri	95
4.6 Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının karşılaştırılması	98
5. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SERTİFİKASI UYGULAMASI: PARK MAVERA III PROJESİ	100
5.1 İhraç Sürecinin İncelenmesi.....	100
5.1.1 İhraççıya ilişkin bilgiler	100
5.1.2 Yüklenici firmaya ilişkin bilgiler	102
5.1.3 Park Maveria III Projesine ilişkin bilgiler.....	103
5.1.4 Değerleme raporunun incelenmesi	106
5.1.5 Gayrimenkul sertifikası ihracına ilişkin bilgiler	109
5.2 Gayrimenkul Sertifikası İhracının Değerlendirilmesi.....	115

5.3 Proje Değerlemesi.....	122
5.3.1 Pazar yaklaşımı	123
5.3.2 Gelir yaklaşımı	130
5.3.3 Maliyet yaklaşımı	132
5.3.4 Proje değerlendirme sonuçlarının analizi	135
6. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	138
KAYNAKLAR	147
EKLER.....	154
EK 1 İhraca Konu Bağımsız Bölümler İçin Değer Takdiri ve İhraççı Tarafından Belirlenen Satış Fiyatı Karşılaştırması ile Talep Edilen ve Gerçekleşen Asli Edim Listesi.....	155
EK 2 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Kat Konumu Değerlendirmesi ve Katsayıları	161
EK 3 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Blok Konumu Değerlendirmesi ve Katsayıları...	162
EK 4 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Yön / Güneşlenme Değerlendirmesi ve Katsayıları	163
EK 5 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Cephe / Manzara Değerlendirmesi	164
EK 6 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımına Göre Proje Değerlemesi (Ticari Birimler).....	165
EK 7 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımına Göre Proje Değerlemesi (Konutlar)	167
ÖZGEÇMİŞ.....	195

SİMGELER DİZİNİ

%	Yüzde
‰	Binde
m ²	Metrekare

Kısaltmalar

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ADNKS	Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi
AŞ	Anonim Şirket
AVM	Alışveriş Merkezi
BAĞ-KUR	Esnaf ve Sanatkarlar ve Diğer Bağımsız Çalışanlar Sosyal Sigortalar Kurumu
DPT	Devlet Planlama Teşkilatı
GEDAŞ	Gayrimenkul Değerleme ve Anonim Şirketi
GYF	Gayrimenkul Yatırım Fonu
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
GSYİH	Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla
INTES	Türkiye İnşaat Sanayicileri İşveren Sendikası
IVSC	International Valuation Standards Council
İDMK	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymet
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTMK	İpotek Teminatlı Menkul Kıymet
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KDV	Katma Değer Vergisi
KFE	Konut Fiyat Endeksi
KHK	Kanun Hükmünde Kararname
KYÜYÜP	Kollektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
OYAK	Ordu Yardımlaşma Kurumu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SSK	Sosyal Sigortalar Kurumu
SWOT	Strenghts Weaknesses Opportunities Threats

TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TKKOİ	Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi
TL	Türk Lirası
TOKİ	Toplu Konut İdaresi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
UDS	Uluslararası Değerleme Standartları
USD	United States Dollar



ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 2.1 Kullanım amacına göre gayrimenkul sınıflandırması.....	13
Şekil 3.1 İpotek bankacılığı yönteminin işleyişi.....	46
Şekil 3.2 Gayrimenkul piyasalarında köpük / balon oluşumu	49
Şekil 4.1 TOKİ konut üretiminin proje niteliğine göre dağılımı	59
Şekil 4.2 Türkiye’de konut kredilerinin tüketici kredilerine oranı	61
Şekil 4.3 Türkiye’de konutların inşa edildiği yıla göre dağılımı	63
Şekil 4.4 Yapı izni sayısı bakımından ülkeler.....	64
Şekil 4.5 Türkiye’de enflasyon oranının değişimi	64
Şekil 4.6 Dünya’da ve Türkiye’de ipotek kredilerinin GSYİH’ye oranı	65
Şekil 4.7 Küresel GYO piyasasında ülkelerin büyüklüğü	73
Şekil 4.8 Türkiye’de GYO sayısı	75
Şekil 4.9 Türkiye’de GYO’ların portföy dağılımı	75
Şekil 4.10 Türkiye’de GYO’ların piyasa içindeki ağırlığı.....	77
Şekil 4.11 Küresel kira sertifikası ihracının yıllara göre gelişimi.....	82
Şekil 4.12 Küresel kira sertifikası ihracında ülkelere göre dağılım	83
Şekil 4.13 Gayrimenkul sertifikalarında zaman çizelgesi.....	93
Şekil 5.1 İstanbul ili Başakşehir ilçesi uydu görünümü.....	103
Şekil 5.2 İstanbul ili Başakşehir ilçesi mahalle sınırları	104
Şekil 5.3 Park Maveria III Projesi’nin yer aldığı parselin imar durumu.....	105
Şekil 5.4 Park Maveria III Projesi’ne ait görsel	106
Şekil 5.5 Park Maveria III Projesi asli edim talebi dönemsel dağılımı.....	114
Şekil 5.6 Park Maveria III Projesi asli edimin bloklara göre dağılımı.....	115
Şekil 5.7 Asli edimde konut tiplerinin toplam içindeki dağılımı	115
Şekil 5.8 Park Maveria III Projesi gayrimenkul sertifikası borsa fiyatı değişimi	118
Şekil 5.9 Konut fiyat endeksi yıllık yüzde değişimi	119
Şekil 5.10 Gayrimenkul sertifikası getirisinin diğer yatırım araçları ile karşılaştırılması	121
Şekil 5.11 Gayrimenkul sertifikası ve diğer yatırım araçlarının dönemler itibariyle getiri durumu	122
Şekil 5.12 Park Maveria III Projesi ihraca konu olmayan konut satışları.....	124
Şekil 5.13 Konut ve ticari emsallerin konumları	127
Şekil 5.14 Maliyet yaklaşımında kullanılan arsa emsallerinin konumları	133

ÇİZELGELER DİZİNİ

Çizelge 3.1 Doğrudan gayrimenkul yatırımları ile diğer finansal yatırım araçlarının karşılaştırılması	33
Çizelge 4.1 Ruhsatlı yeni ve ilave yapılarda yapı sahipliliği.	56
Çizelge 4.2 Türkiye’de kentsel ve kırsal nüfus dağılımı.....	62
Çizelge 4.3 Çeşitli ülkelere konut kredisi yıllık faiz oranları	66
Çizelge 4.4 Ülkelere göre GYO mevzuatının gelişmişliği.....	72
Çizelge 4.5 Küresel GYO piyasası.....	74
Çizelge 4.6 Türkiye’de GYO’ların yıllara göre piyasa değeri	76
Çizelge 4.7 Küresel bazda GYF’ler	78
Çizelge 4.8 Türkiye’de GYF Açısından Mevcut Fonlar	80
Çizelge 4.9 Türkiye’de kira sertifikalarının gelişimi	84
Çizelge 4.10 GYO, GYF ve gayrimenkul sertifikalarının temel özellikleri	98
Çizelge 5.1 Park Mavera III Projesi TOKİ payı gelir ödeme planı	101
Çizelge 5.2 Park Mavera III Projesi yüklenici payı gelir ödeme planı.	102
Çizelge 5.3 Park Mavera III Projesi maliyet tablosu	106
Çizelge 5.4 Park Mavera III Projesi blok bazında dağılım.	108
Çizelge 5.6 Park Mavera III Projesi gayrimenkul sertifikası ihraç özeti	110
Çizelge 5.7 Park Mavera III Projesi ihraç bilgileri	111
Çizelge 5.8 Park Mavera III Projesi gayrimenkul sertifikası tahsisat ve nihai tahsisat dağılımı	112
Çizelge 5.9 Park Mavera III Projesi inşaat seviyesi.....	113
Çizelge 5.10 Park Mavera III borsa performansı	117
Çizelge 5.11 Gayrimenkul sertifikasının diğer yatırım araçları ile karşılaştırılması	120
Çizelge 5.12 Park Mavera III Projesi satış fiyatları	124
Çizelge 5.13 Pazar yaklaşımında kullanılan konut emsalleri.....	128
Çizelge 5.14 Pazar yaklaşımında kullanılan ticari emsaller.....	129
Çizelge 5.15 Park Mavera III Proje değerlendirme - pazar yaklaşımına göre değerlendirme tablolarının özeti.....	130
Çizelge 5.16 Park Mavera III proje değerlendirme - gelir yaklaşımı	132
Çizelge 5.17 Maliyet yaklaşımında kullanılan arsa emsalleri.....	134
Çizelge 5.18 Park Mavera III proje değerlendirme - maliyet yaklaşımı.....	135
Çizelge 5.19 Park Mavera III proje değerlendirme - değer takdiri.....	137

1. GİRİŞ

1.1 Araştırmanın Amacı ve Önemi

Kentlerin geçirdiği sürece bakıldığında, ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre değişmekle birlikte farklı zamanlarda benzer kentleşme sorunları yaşandığı görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde kırdan kente göç ve hızlı kentleşme süreci sanayi devriminin etkisiyle XIX. yüzyıl sonlarında yaşanmış, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde bu süreç daha çok İkinci Dünya Savaşı sonrasında gerçekleşmiştir. Sanayileşme süreci, kent ölçeği ve yerleşimlerini çok etkilemiş, savaş sonrasında yeni kurulan Cumhuriyet ile birlikte gelişme sürecinde olan Türkiye de bu hızlı değişimi yaşayan ülkelerden biri olmuştur.

Türkiye'nin konut sorunu kavramı ile tanışması, kentleşme sürecinin başladığı 1950'li yıllara dayanmaktadır. Sanayi yatırımlarının artması ve işgücü açığının oluşması sebebiyle kırsal alandan büyük kentlere göç ile başlayan bu süreçte kentsel nüfusun artışı, konut ve altyapı gereksiniminin de hızla ve sürekli artmasına sebep olmuş, buna karşılık mevcut konut stoku ihtiyaca karşılık gelmemiştir. Konut ve arsa arzında yetersiz kalan devlet, kente göç edenlerin kendi çözümlerini yaratmasına engel olamamış, böylece kent çeperlerinde türeyen gecekondu ve kaçak yapılaşma alanları oluşmaya başlamıştır (Dündar 2003, Yirmibeşoğlu 2010). Çeşitli dönemlerde bazı yasal düzenlemeler yapılmış olsa da, bu sürecin önüne geçilememiş, özellikle 1980'li yıllarda uygulamaya konulan imar afları gecekonduları bir bakıma yasal hale getirmiştir (Sönmez 2006).

Kalkınma planlarında konut sorununun çözümüne yönelik politikalara yer verilse de, çoğu kez yasal - yönetsel sorunlar nedeniyle bu politikalar uygulama alanı bulamamıştır. 1990'lı yıllarda Başbakanlık Toplu Konut İdaresi (TOKİ) Başkanlığı tarafından alt ve orta gelir grubuna yönelik konut üretiminin yanı sıra büyük şehirlerin özellikle kent merkezlerinde bir gereklilik haline gelen ancak, bir yandan da kentsel ranttan yararlanma hedefinde olan kentsel dönüşüm projeleri gündeme gelmiştir. Nitekim Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından 2000 yılında yapılan bina sayımına göre, kentsel konut stokunun %38'i ruhsatsız inşa edilmiştir. Bunun yanı sıra mevcut yapı stokunun bir bölümünü de fiziksel veya ekonomik ömrünü tamamlayan yapılar, tamir - bakım -

güçlendirme gereksinimi olan yapılar ile riskli yapılar oluşturmaktadır. Özellikle 1999 yılında yaşanan deprem sonrasında riskli bölgelerde yer alan yapıların dönüştürülmesi konusu yüksek önem taşımaktadır. Bu yapıların yıkılıp yeniden inşa edilmesi, dönüştürülmesi veya güçlendirilerek ülke ekonomisine kazandırılması gerekmektedir. Bununla birlikte yıllar itibariyle devam eden nüfus artışı, ekonomik ve kültürel değişimlerin etkisiyle yaşam standartlarının değişmesi, yaşlı nüfusun, evlenmemiş birey sayısının artması ve gayrimenkulün bir yatırım / teminat aracı olarak tercih edilmesi özellikle son yirmi yılda Türkiye’de konut talebinin devamlı artmasına neden olmuştur (Hepşen 2010).

Kentleşme sürecinin gereksinimleri ve neden olduğu sonuç elbette sadece konut kavramı ile ilgili değildir. Yüksek gelir grubu tarafından talep edilen markalı lüks konut projelerinin yanı sıra alışveriş merkezi (AVM) yatırımları, A sınıfı ofislere artan talep, karma kullanım içeren gayrimenkul projelerinin geliştirilmesine yol açmıştır. Bunun yanı sıra gayrimenkul; uzun dönemli getiriye sahip olması, enflasyona karşı koruma sağlaması, çeşitli risk faktörlerini azaltması ve değer artışı beklentisi gibi sebeplerle farklı yatırımcılar tarafından ilgi gören bir yatırım aracıdır (Aksoy ve Tanrıöven 2007, İçellioğlu 2013).

Gayrimenkul talebinin karşılanmasında ise kuşkusuz mevzuat ve yönetim uygulamalarının yanında, finansman boyutu en önemli faktör olarak ön plana çıkmaktadır. Gayrimenkul yatırımlarının yüksek maliyet gerektirmesi sebebiyle hem üretici, hem de gayrimenkul talep eden kesim finansman gereksinimini genellikle borçlanma yoluyla sağlamaktadır. Kredi faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde ise yatırım ve borçlanma maliyeti artabilmektedir. Ayrıca gayrimenkule doğrudan yatırım yapıldığında gayrimenkul finansal açıdan duran bir varlık olarak işlem görmekte, bir başka deyişle değerini korusa bile likit bir varlık olmadığından diğer finansal araçlar ile rekabet edebilirliği düşük hale gelmektedir. Bunun yanında gayrimenkulün yıpranma payı, bakımı, yönetimi gibi teknik bilgi gerektiren ek maliyetler de söz konusu olabilmektedir. Bu sebepler hem gayrimenkul taleplerinin karşılanması, hem de kentsel dönüşüm projeleri ve büyük gayrimenkul yatırımlarının finansmanını sağlamak üzere alternatif kaynaklar yaratılmasını gerektirmektedir.

Türkiye’de gayrimenkul yatırımlarının finansmanı alanında önce konut finansmanı ile ilgili olarak 2007 yılında 5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun¹ ve 2012 yılında 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu² yürürlüğe girmiş ve ardından sermaye piyasaları ikincil mevzuatında önemli değişiklikler yapılmıştır. Bu düzenlemelerle gayrimenkul ediniminde alternatif finansman olanakları geliştirmek, büyük gayrimenkul projelerine finansman kaynağı yaratmak, küçük yatırımcıların gayrimenkul piyasalarına yatırım yapmasını sağlamak, yabancı yatırımcıların ülke ekonomisine çekilmesini sağlamak amaçlanmıştır. Böylece gayrimenkul yatırım ortaklıklarının yanı sıra kira sertifikaları, gayrimenkul sertifikaları ve gayrimenkul yatırım fonları alanlarında uygulama aşamasına geçilmesinin yasal altyapısı oluşturulmuştur.

Bu çalışmanın konusunu Türkiye’de sermaye piyasalarının gelişmesi ile gayrimenkul yatırımları ve kentsel dönüşüm projelerinin uygulamaya geçirilmesinde yeni bir finansman modeli olarak sunulan gayrimenkul sertifikaları oluşturmaktadır. Çalışma konusu ile ilgili olarak Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)³, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlanarak yürürlüğe konulmuştur. Daha sonra Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2.)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2a)⁴, Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2.)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2b)⁵ ve Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2.)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2c)⁶ ile güncel halini almıştır. Mevzuattaki düzenlemelerin ardından TOKİ garantörlüğünde ilk olarak “Park Maveria III Projesi” gayrimenkul sertifikası ihracına konu edilmiş ve halka arz gerçekleştirilmiştir.

Çalışmada, 2017 yılında yapılan yasal düzenlemeler çerçevesinde ihracı gerçekleştirilen gayrimenkul sertifikalarının uygulama yönünden incelenmesi hedeflenmiştir. Mevcuttaki ilk ve tek örnek olması bakımından gerek mevzuat gerek uygulama konusunda olumlu yanları ve var olan eksiklikleri, teorik ve örnek proje analizi sonuçlarına dayalı olarak

¹ T.C. Resmi Gazete, Tarih: 06.03.2007, Sayı: 26454

² T.C. Resmi Gazete, Tarih: 30.12.2012, Sayı: 28513

³ T.C. Resmi Gazete, Tarih: 05.07.2013, Sayı: 28698

⁴ T.C. Resmi Gazete, Tarih: 03.08.2016, Sayı: 29790

⁵ T.C. Resmi Gazete, Tarih: 07.03.2017, Sayı: 30000

⁶ T.C. Resmi Gazete, Tarih: 29.11.2017, Sayı: 30255

sertifika ihracı yoluyla gayrimenkul yatırımları veya kentsel dönüşüm ve gelişim projelerinin finansmanı incelenmiş, yatırımcının avantaj ve / veya dezavantajları ifade edilerek yatırımcıların korunması ve sertifika ihracının yaygınlaştırılması için önerilerde bulunulmuştur.

1.2 Araştırmanın Kapsam ve Sınırlılıkları

Türkiye’de gayrimenkul sertifikası uygulamasına ilişkin yeni düzenleme 2013 yılında yapılmış ve 29.11.2017 tarihli düzenleme ile özellikle kentsel dönüşüm projelerinin finansmanı yönünden revize edilmiştir. Yapılan yasal düzenlemenin çok yeni olması yanında bu alanda çalışma tarihi itibarıyla tek ve çok yeni olmasından kaynaklanan önemli çalışma eksikliği ve temel kısıtlılıkları bulunmaktadır. Diğer taraftan TOKİ öncülüğünde ilk gayrimenkul sertifikası ihracının yapılmış ve uygulama sonuçlarının değerlendirilmesi için yeterli verinin oluşması durumu dikkate alınarak gayrimenkul sertifikaları çalışma konusu olarak belirlenmiştir.

Proje süreci üç yıl, proje bitiş tarihi 06.12.2019 olarak belirlenmiş olup Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden açıklanan 09.12.2019 tarihli yatırımcı raporunda; 04.12.2019 tarihi itibarıyla ihraca konu blokların ortalama inşaat seviyesi %92,90, proje geneli ise %90,91 olarak tespit edilmiştir. Halihazırda asli edim süresi tamamlanmış durumdadır.

Gayrimenkul sertifikaları ile ilgili tek proje üzerinden uygulamaya geçilmiş olması sebebiyle katılım düzeyi, projenin tercih edilebilirliği, güvenilirliği, projedeki değer artışı ve dolayısıyla yatırımcının getiri oranı hususlarında karşılaştırma olanağı bulunmaması çalışmanın kısıtlarını oluşturmaktadır. Diğer yandan, anılan kısıtlar aynı zamanda çalışmanın fırsatlarını da oluşturmakta ve çalışmanın, alanında yapılan ilk uygulama örneğinin incelenmesini konu etmesi bakımından gayrimenkul sertifikası modelinde öncü olması hedeflenmiştir.

1.3 Önceki Çalışmaların Değerlendirilmesi ve Literatür Özeti

Çalışmanın konusu ile ilgili uluslararası literatürde gayrimenkul sertifikaları kavramını karşılayan herhangi bir çalışma bulunmamaktadır. Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve Avrupa ülkelerinde sermaye piyasaları oldukça gelişmiş olduğundan gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi, ipoteğe dayalı menkul kıymet (İDMK) veya ipotek teminatlı menkul kıymet (İTMK) üzerinden sağlanmaktadır. Gayrimenkule dayalı diğer yatırım araçlarında ise ABD’de daha çok gayrimenkul yatırım ortaklığı (GYO), Avrupa ülkelerinde ise gayrimenkul yatırım fonları (GYF) piyasaları gelişmiş durumdadır.

Gayrimenkul sertifikaları, gayrimenkul finansmanı konusunda Türkiye için çok yeni bir model olmasa da, geçmişte yapılan iki uygulama ile sınırlı kalmış ve bu nedenle bilimsel çalışmalara konu edilmemiştir. 6362 Sayılı Kanuna istinaden hazırlanan “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği”nin 2013 yılında yürürlüğe girmesi ve özellikle kentsel dönüşüm projelerinde kullanılması adına 2016 yılında yapılan düzenlemeler sonrası bu alanda bazı çalışma konularının oluştuğu görülmektedir. Gayrimenkul sertifikaları ile ilgili gerek kamu gerek özel sektör uygulamalarının artması, kentsel dönüşüm projelerinde kullanılmaya başlanmasıyla uygulamalar üzerinden araştırma çeşitliliğinin artabileceği değerlendirilmektedir.

Konu hakkında ilk çalışmalardan biri Vurgun (2011) tarafından yapılmıştır. Çalışmada, Türkiye Emlak Bankası AŞ tarafından 1996 yılında gerçekleştirilen gayrimenkul sertifikası ihracı incelenmekte, gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesinde yalnızca bankacılık sektörünün kullanılmaması, menkul kıymetleştirme yoluyla sermaye piyasalarından yararlanılmasının önemine değinilmektedir.

Köroğlu (2016) tarafından yapılan çalışmada, gayrimenkul sertifikaları tebliği, 2016 ve 2017 yıllarında yapılan düzenlemeler öncesindeki ilk hali üzerinden incelenmektedir. Gayrimenkul sertifikası modelinin, belli bir birikimi olan kesim için gayrimenkul edinimini kolaylaştırabileceği, faiz unsuru içeren kredi maliyetine katlanmadan, bir başka ifadeyle borçlanma yapılmadan gayrimenkul sahibi olunabileceği, ancak alt gelir grubunun konut ediniminde bu yöntemin uygulanabilir olmadığı belirtilmektedir. Bunun

yanı sıra gayrimenkul sertifikalarının kentsel dönüşüm projelerinde kullanılması halinde hak sahiplerinin ek maliyete katlanmadan gayrimenkul edinebilmesi gerektiği, aksi takdirde yapılacak uygulamaya yeterli talep olmayabileceği ifade edilmektedir. Modelin başarılı işleyebilmesi için uygulamaya dâhil olacak tüm oyuncuların talep ve beklentilerinin dikkate alınması gerektiğine değinilmekte, özellikle talep arttırmak ve sürekliliği sağlamak adına ilk ihraç fiyatlarının düşük belirlenmesi, vergisel yönden çeşitli muafiyetlerin sağlanması gibi daha çok yatırımcı lehine öneriler sunulmaktadır.

Ersoy ve Gümrükçüoğlu (2017)'nin “Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikası: Park Maveria III Projesi Üzerine Bir İnceleme” isimli çalışmada inşaat ve gayrimenkul sektörü ve alt sektörlerinin ekonomiye katkısına değinilmekte, Park Maveria III Projesi uygulamasına ilişkin sağlanan muafiyetlerin yanında TOKİ'nin garantör olarak yer almasının; hem ihraç sürecini hızlandırdığı, hem de kamu güvencesini sağladığı belirtilmektedir.

Savaşan vd. (2017) tarafından yapılan çalışmada, gayrimenkul sertifikaları faizsiz finans sistemi yönünden incelenmektedir. Gayrimenkul sertifikalarının bu bakış açısına uygun bir ürün olabileceği, ancak ilk uygulamanın dayanak sözleşme yönünden faizsiz finans prensipleriyle örtüşmediği ve riskin taraflar arasında paylaşılmadığı belirtilmektedir.

Özdemir ve Doğaner (2017)'in çalışmada, gayrimenkul sertifikaları modelinin ilk uygulaması olan Park Maveria III Projesi üzerinden ihraca ilişkin değerlendirmeler yapılmaktadır. Halka arz sürecinde özellikle bireysel talebin karşılanmasının önemi belirtilerek uygulamada bireysel taleplerin büyük ölçüde karşılandığı belirtilmektedir.

Sırma (2018)'nin çalışmada ise, gayrimenkul sertifikaları yatırımcıların korunması yönünden incelenmektedir. Mevcut düzenlemede ihraççının kamu kuruluşu olması halinde yatırımcının korunması adına belirlenen bazı uygulamaların ihraççı lehine muafiyet sağladığı, kamu kuruluşlarının denetim dışı bırakılmasının gayrimenkul sertifikasının başarısını olumsuz yönde etkilediği belirtilmektedir.

Turan (2018) tarafından yapılan çalışmada, konut sorununun çözümüne alternatif olarak gayrimenkul işletme kooperatifleri ve gayrimenkul sertifikaları önerilmektedir. Gayrimenkul sertifikalarının yerel yönetimler tarafından ihraç edilebileceği ve bu sayede yerel yönetimlerin üstleneceği çeşitli projelerde gereken finansmanın bir kısmının önceden temin edilmesinin yararı belirtilmekte ve özellikle kentsel dönüşüm projelerinde hak sahiplerinin gayrimenkul edinme ve/veya projeden yararlanabilmesini sağlayabilecek bir uygulama olduğu ifade edilmektedir.

Yılmaz ve Altınkeser (2018)'in çalışmasında, gayrimenkul sertifikalarının muhasebeleştirilmesi ve vergi ile ilgili düzenlemeler incelenmektedir. Çalışmada, ihraççı ile sertifika satın alan yatırımcı açısından işlemin muhasebe yönünün farklı olduğu belirtilmekte, ayrıca gayrimenkul edinmek veya proje değer artışından kazanç elde etmek gibi iki temel amacı bulunan gayrimenkul sertifikalarının hem yatırımcı, hem de ihraççı açısından muhasebeleştirilmesine dair örnekler verilmektedir.

Gökgöz ve Dizkırıncı (2018) tarafından yapılan çalışmada da, gerek kamu gerek özel sektör eliyle gayrimenkul sertifikası ihracının artmasıyla piyasanın derinlik kazanacağına vurgu yapılarak model, muhasebe açısından değerlendirilmektedir.

Akçalı ve Mollaahmetoğlu (2018)'nin çalışmasında; Toda-Yamamoto Nedensellik Analizi kullanılarak gayrimenkul sertifikası getirilerinin başka değişkenlerle ilişkisi incelenmektedir. Araştırmada döviz kuru, borsa ve GYO endeks getirileri ile gayrimenkul sertifikası getirisi arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmemekle birlikte, GYO işlem hacminde yaşanan değişikliklerin, gayrimenkul sertifikası değerine yönelik tek yönlü ve anlamlı bir etkisi olduğu bulgusuna ulaşılmaktadır.

Erdoğan (2018)'in çalışmasında, gayrimenkul sektöründe alternatif finansman araçları kapsamında gayrimenkul sertifikaları ve gayrimenkul yatırım fonları incelenmektedir.

Gümrükçüoğlu (2018) tarafından yapılan çalışmada, gayrimenkul sertifikası, SWOT analizi ile değerlendirilerek modele ilişkin öneriler ortaya konmaktadır.

1.4 Materyal ve Yöntem

Bu çalışmada, gayrimenkul sertifikalarının gayrimenkul finansmanı yönünden incelenmesi hedeflenmiştir. Gayrimenkul sertifikaları ile ilgili düzenlemenin yeni olması ve hâlihazırda tek bir uygulama örneğinin olması sebebiyle farklı uygulamalar üzerinden modeli analiz etme imkânı henüz bulunmamaktadır. Ancak projenin tamamlanmak üzere olması, proje üzerinden gayrimenkul satışlarının devam etmesi ve ikincil piyasa uygulaması sebebiyle yeterli veri oluştuğu kanaatine varılmıştır.

Çalışma temelde iki kısımdan oluşmakta olup birinci kısımda; literatür ve mevzuat analizi yapılmış, ikinci kısımda ise gayrimenkul sertifikası ihracına konu uygulama projesi değerlendirilmiştir. Araştırmada nitel araştırma yöntemi izlenerek ikinci bölümde gayrimenkul ve gayrimenkul piyasaları ile ilgili genel tanım ve kavramlara yer verilmiş, üçüncü bölümde gayrimenkul yatırımları ve finansmanı incelenmiştir. Dördüncü bölümde Türkiye’de gayrimenkul finansmanı ve sektörün gelişimine yer verilerek konut sorunu, konut politikaları ve finansman modelleri, gayrimenkul piyasalarındaki gelişmeler ve sermaye piyasalarının gelişimi ile birlikte gayrimenkul mevzuatındaki düzenlemeler kronoloji dikkate alınarak ortaya konulmuş, gayrimenkule dayalı sermaye piyasaları araçlarına yer verilerek çalışmanın temel konusu olan gayrimenkul sertifikaları, ilgili tebliğ üzerinden incelenmiştir. Gayrimenkul sertifikalarının tanımı, yasal çerçevesi, işleyişi ve kullanım alanları, proje sahipleri ve yatırımcı açısından sunduğu olanaklar ve risk faktörleri incelenmiş, gayrimenkule dayalı diğer sermaye piyasası araçları ile temel özellikler, olumlu yanlar ve risk faktörleri bakımından karşılaştırma yapılmıştır.

Çalışmanın analiz ve değerlendirme kısmını oluşturan beşinci bölümde ise; uygulama için seçilen Park Mavera III Projesi tanıtılmış, sertifika fiyatının tespitinde referans alınan değerlendirme raporu incelenmiş, ihraç ile ilgili bilgilere yer verilmiştir. Gayrimenkul sertifikası modelinin proje finansmanı sağlamasının yanında bir sermaye piyasası aracı olarak başarılı sayılabilmesi için en temel veri, halka arz sürecindeki talep durumu ve sertifikanın ikincil piyasada nasıl bir gelişim gösterdiğidir. Nitekim gayrimenkul sertifikasının ikincil piyasa verileri incelendiğinde 2017 yılı boyunca ihraç fiyatının

altında kaldığı, 2018 yılında ihraç fiyatı seviyelerinde olduğu, yükseliş trendinin ancak 2019 yılının sonlarına doğru başladığı görülmektedir.

Gayrimenkul sertifikası modeli yalnızca gayrimenkul projelerine finansman sağlayan bir yöntem olmayıp, aynı zamanda bir yatırım aracı olarak kurgulanmıştır. İhraç sonrasında elde edilen fon ile Park Mavera III Projesi için gereken finansmanın bir bölümü sağlanmış, bu bakımdan finansman görevini yerine getirmiştir. Ancak ikincil piyasada sertifika fiyatının iki yıl boyunca düşüşte olması, yatırımcının getiri durumunun incelenmesini gerektirmiştir. Bu sebeple gayrimenkul sertifikası getirisi borsada işlem görmeye başladığı tarih ile proje bitiş tarihi aralığında; döviz kuru, vadeli mevduat, tahvil, altın gibi alternatif yatırım araçlarının getirileri ile karşılaştırılmıştır. Diğer yatırım araçları içinde gayrimenkul sertifikası düşüş trendi gösteren tek yatırım aracı ve tüm dönemler boyunca en düşük getiriye sahip araç olmuştur.

İhraç sürecinde talebin beklenenden düşük olması ve ikincil piyasa verileri dikkate alındığında uygulama ile ilgili en büyük sorunun, ihraç fiyatının yüksek belirlenmesi olmaktadır. Bu nedenle çalışmanın son bölümünde pazar yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı kullanılarak alternatif bir proje değerlendirme çalışması yapılmış ve ihraç fiyatının yüksek belirlendiği kanaatine ulaşılmıştır. Çalışmanın son bölümünde, gayrimenkul sertifikaları hem yasal çerçeve hem de uygulama bakımından değerlendirilmiş, uygulamanın başarılı görülen yanları ifade edilerek bir finansman modeli ve bir sermaye piyasası aracı olarak gelişmesi ve yaygınlaşması adına önerilerde bulunulmuştur.

2. GAYRİMENKUL İLE İLGİLİ GENEL TANIM VE KAVRAMLAR

2.1 Gayrimenkulün Tanımı

Gayrimenkul, yabancı kökenli bir kelime olup başka, başkası anlamını karşılayan “gayr” kelimesi ile taşınır, taşınabilir anlamına gelen “menkul” sözcüklerinin birleşmesiyle oluşmuştur (Anonim 2019a). Bir yerden başka bir yere taşınması mümkün olmayan, yerinde sabit mal demektir. Gayrimenkul, fiziksel bir varlık olup arazi ve arazi üzerindeki her tür yapı, arazi ile bir bütün olan tüm değerleri ifade etmektedir.

Türk Hukuk Sistemi’nde, 4721 sayılı Medeni Kanunu’nun⁷ 704. maddesine göre taşınmaz mülkiyetinin konusunu; arazi, tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar ile kat mülkiyetine kayıtlı bağımsız bölümler oluşturmaktadır. Arazi; toprak parçası anlamına gelen, sınırlı arza sahip, durağan ve eskimeyen bir varlıktır (Yalçiner 2018). Niteliği, sınırları ve yüzölçümü yeterli şekilde tanımlanmış her arazi parçası parsel olarak adlandırılmakta ve tapu kütüğünde ayrı bir sayfaya tescil edilmektedir.

Tapu kütüğünde ayrı sayfaya kaydedilen bağımsız ve sürekli haklar; ekonomik ve sosyal gereksinimler sonucunda yasal düzenlemeler eliyle sağlanan bir tür sözleşme olup ait olduğu arazinin mülkiyet hakkından bağımsız şekilde, arazinin altında veya üstünde hak sahibine kullanım hakkı sağlamaktadır. Kat mülkiyetine kayıtlı bağımsız bölümler; 634 sayılı Kat Mülkiyeti Kanunu’nun⁸ 1. Maddesinde; “tamamlanmış bir yapının kat, daire, iş bürosu, dükkan, mağaza, mahzen, depo gibi bölümlerinden ayrı ayrı ve başlı başına kullanılmaya elverişli olanları” olarak belirtilmiştir.

2.1.1 Gayrimenkulün temel özellikleri

Fiziksel bir varlık olan gayrimenkulün temel özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

⁷ T.C Resmi Gazete, Tarih: 08.12.2001, Sayı: 24607

⁸ T.C Resmi Gazete, Tarih: 02/07.1965, Sayı: 12038

i. Konum Faktörü: Gayrimenkulün en belirleyici özelliği konum faktörüdür. Konum, gayrimenkulün bulunduğu bölgeyi tanımlayan, bir anlamda gayrimenkulün kimliğini oluşturan faktörlerden biridir. Bunun yanında herhangi bir gayrimenkulün yalnızca bulunduğu bölgeye özgü olması, bir başka deyişle gayrimenkulün coğrafi konumu ve bu konumun sabit olması, o gayrimenkulün tek veya benzersiz olması anlamını taşımaktadır (Pirounakis 2013). Teklik veya benzersiz olma özelliği, çoğunlukla bir avantaj oluşturmakta, bir gayrimenkulün ancak konum ve diğer özellikler bakımından benzerlikler taşıyan alternatif bir gayrimenkul ile ikame edilebileceği anlamına gelmektedir.

ii. Dayanıklılık: Sabit konuma ek olarak, gayrimenkule özgü bir diğer özellik ise dayanıklılıktır. Arazi, sınırları belli olan bir toprak parçası olup eskimeyen bir varlıktır, tahrip edilmesi kolay değildir. Bunun yanında binalar, araziye göre yıpranmaya tabi varlıklar olsa da fiziksel olarak bakıldığında yine uzun bir ömre sahiptir. Bu nedenle gayrimenkul, niteliğine ve elbette başka faktörlere göre değişmekle birlikte bazen yüzyıllarca ayakta kalabilen, uzun bir yaşam süresine sahip dayanıklı varlıklardır.

iii. Arzın Esnek Olmaması: Toprağın arz esnekliğinin olmaması, herhangi bir coğrafi alanda tedarik edilen arsa miktarındaki yüzdelerlik değişimin, arsa fiyatındaki yüzdelerlik değişimden daha az olduğu anlamına gelir. Herhangi bir yerde talebin artmasına bağlı olarak fiyat artar ve bu talep ya mevcut arazinin daha yoğun kullanımı ya da yeni arazi temini ile karşılanabilir. Ancak arazi arzının kıt olması durumunda artan talebe karşı fiyatlar artsa da, arazi miktarını arttırmak mümkün değildir (Pirounakis 2013). Arazi arzının bu özelliği, kısa dönemde diğer gayrimenkuller için de geçerlidir. Piyasada oluşan talep ve fiyat artışını, arzın hemen karşılayabilmesi mümkün değildir. Dolayısıyla kısa dönemde ve özellikle arazi arzının yeterli olmadığı durumlarda fiyatı belirleyen en önemli unsur, talepteki artış olmaktadır.

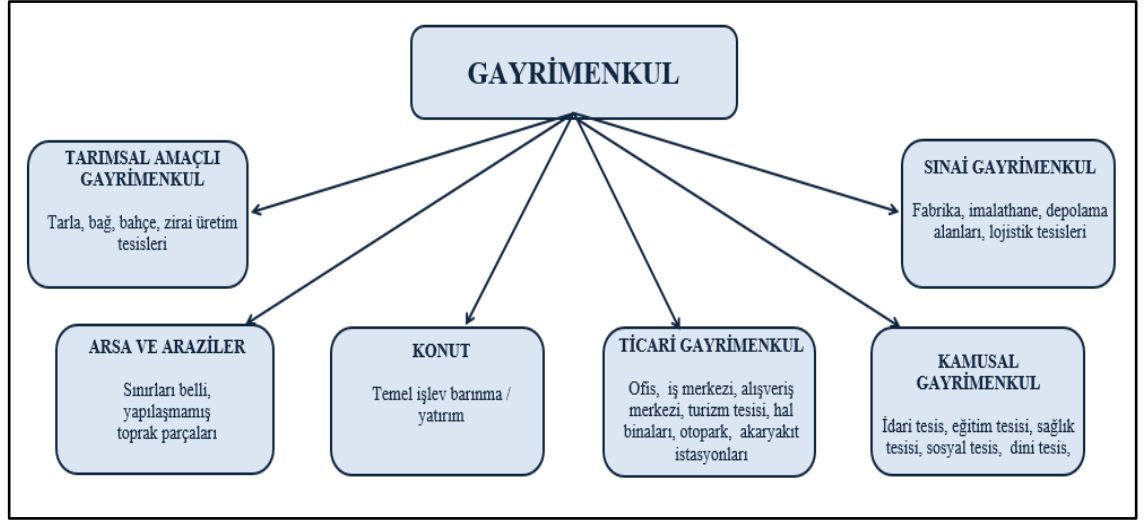
iv. Yüksek Maliyet - Yüksek Fiyatlı Ürün: Gayrimenkulün bir diğer temel özelliği, yüksek inşaat maliyetleri sebebiyle yüksek fiyatlı bir ürün olmasıdır. Yeni bir bina inşa etmenin ya da var olan binanın yenilenmesi için gereken maliyet, başka ürünler ile ya da ortalama gelir ile kıyaslandığında her zaman daha yüksek olmaktadır. Benzer şekilde

arazi yapısının elverişsiz olduğu yerlerde yeni arazi tedarik edilmesi, yüksek maliyet gerektirebilmektedir ki bu, o bölgede talep arttığında arazi fiyatlarını da artırabilecek bir faktördür. Dolayısıyla, arazi ve yapım maliyetlerinin yüksek olması, nihai ürün olan gayrimenkulün de yüksek fiyatlı olması sonucunu getirmektedir (Pirounakis 2013).

v. Getiri Özelliği: Gayrimenkulün bir başka temel özelliği ise, dayanıklılığı, nispeten az bulunması ve pahalı bir ürün olması nedeniyle maddi bir varlık olarak işlev görebilmesidir. Herhangi bir yerde bulunan bir gayrimenkul periyodik aralıklarla gelir getirebilir veya satılması halinde - muhtemel değer artışı nedeniyle - sermaye kazancı sağlayabilir. Bu yönüyle gayrimenkul bir tüketim ürünü olmanın ötesine geçerek, yatırım yapılabilecek diğer varlıklar (hisse senedi, tahvil, kıymetli maden gibi) ile karşılaştırılabilen ve başka etkenlere bağlı olarak da tercih edilebilen bir yatırım ürünü olmaktadır (Pirounakis 2013).

vi. Servet Etkisi: Gayrimenkulün maddi bir varlık olarak servet etkisi yaratmasının yanında, bireylerin kendilerini şimdi ve gelecekte güvence altına alma veya birikimlerini gelecek nesle bırakma isteği gibi sebeplerle gayrimenkul ve özellikle konut sahibi olma isteği, daha fazla tasarruf yapılmasına sebep olmaktadır (Pirounakis 2013, İçellioğlu 2013). Bu bakımdan, gayrimenkul, sosyal refahın da belirleyicisi olan bir teminat olarak görülmektedir. Daha fazla tasarruf, bireyin ve toplumun gelecekteki refah düzeyinin artmasına, daha yüksek yatırımların yapılmasına olanak sağlamaktadır.

Gayrimenkul, ifade edilen bu temel özellikleri bakımından çeşitli sınıflandırmalara tabi tutulabilir. Dar kapsamda gayrimenkul, konut ve konut dışı yapılar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Konut dışı yapılar ise oldukça geniş bir kavram olup birbirleriyle ilintisi olmayan pek çok kullanım amacını içermektedir (Şekil 2.1). Bunun dışında gayrimenkuller gelir getirme özelliğine göre de sınıflandırmaya tabi tutulabilmektedir.



Şekil 2.1 Kullanım amacına göre gayrimenkul sınıflandırması

2.1.2 Gayrimenkulün etkileşim alanları

Gayrimenkul sektörü, ekonominin önemli sektörlerinden biri olmasının yanı sıra aşağıda belirtilen üç temel alan ile doğrudan etkileşim içindedir:

i. Kentsel Makroform: Gayrimenkul, fiziksel bir varlık olmasına karşın, kentlerin sosyal, kültürel ve ekonomik yönleriyle etkileşim içinde ve kentsel makroformu etkileyen bir unsurdur (Pirounakis 2013). Herhangi bir yerde mevcut bir gayrimenkul türünün ya da inşa edilmesi planlanan bir gayrimenkul projesinin varlığı, o bölgenin gelişimi ve değişimi ile ilgili ilk ve en önemli veri olmaktadır.

Kentsel alan kullanımında birbirini iten veya çeken faktörler vardır. Kentin hangi bölgesinde hangi kullanımların geliştiği veya talep edildiği, kullanıcısının kim olduğu gibi sorular yeni yatırımların gerçekleştirilmesi sürecinde önemli etkenlerdir. Örneğin bir gecekondü mahallesi içinde yüksek gelir grubuna yönelik bir konut projesi geliştirilmesi ya da ağır sanayi ve depolama alanlarının olduğu bir bölgede turizm ile ilgili yatırımların gerçekleştirilmesi beklenmemektedir. Yeni bir alışveriş merkezi yapılacaksa kentin neresinde yer alması gerektiği, mevcut olan alışveriş merkezlerine ya da diğer kentsel fonksiyonlara uzaklığı, yapılacak yatırımın karlı olup olmaması gibi pek çok belirleyici

etken bulunmaktadır. Dolayısıyla gayrimenkul yatırımlarına ilişkin kararlar kentsel makroformu doğrudan etkileyebilmektedir.

ii. Finansal Piyasalar: İnşaat ve gayrimenkul sektörü için yapılan yatırımlar uzun vadede gerçekleşmekte ve yüksek sermaye gerektirmektedir. Gereken sermaye zaman zaman çeşitli kısa veya uzun vadeli borçlanma araçları kullanılarak sağlanmaktadır. Bu noktada faiz oranları belirleyici bir unsur olmakta, ipotek kredilerinin ya da diğer borçlanma araçlarının tercih edilmesinde rol oynamaktadır. Bunun yanı sıra, gayrimenkulün kendisinin maddi bir varlık olması, daha önce de ifade edildiği gibi diğer finansal araçlar ile rekabet edebilir olması sonucunu getirmektedir. Dolayısıyla gayrimenkul piyasası, finansal piyasaları etkilemekte hem de finansal piyasalardaki gelişmelerden etkilenmektedir (Pirounakis 2013).

iii. Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla (GSYİH) ve Tüketim / Yatırım Eğilimi: Faiz oranları, gayrimenkul yatırımlarının gerçekleştirilmesinde kullanılacak kredi türünü, miktarını ve vadesini, dolayısıyla yatırımın kendisini etkilemektedir. Bunun yanı sıra, faiz oranları GSYİH'yi de etkilemektedir. GSYİH ise reel geliri, satın alma gücünü ve buna bağlı olarak tasarruf eğilimini belirlemektedir. Satın alma gücünün artması, bireyin kendisini güvende hissetmesini sağlayarak tüketim ve yatırım harcamalarını bu doğrultuda arttırmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla GSYİH'deki değişiklikler, finansal piyasalara aktarılabilecek tasarrufları ve gayrimenkul satın alma kabiliyetini de etkilemektedir (Pirounakis 2013).

2.2 Gayrimenkul Piyasaları

Gayrimenkul piyasası, gayrimenkul olarak kabul edilen varlıkların mülkiyetinin, gayrimenkule dayalı hakların ve gayrimenkule dayalı menkul kıymetlerin, para veya benzeri varlıklarla değişimini yapmak isteyen birey ve/veya grupların birbiri ile etkileşim içinde olduğu piyasa olarak tanımlanmaktadır (Anonim 2004).

Dünyada ve özellikle gelişmekte olan ülkelerde, sabit sermaye yatırımları içinde çok önemli yere sahip olan inşaat ve gayrimenkul sektörü, ekonominin temel taşlarından biri olarak görülmektedir. Finansal hareketlerin serbestleşmeye başladığı 1980’li yıllar sonrasında küreselleşmenin ve teknolojik gelişmelerin de etkisiyle ekonomideki büyümeyi belirleyen başlıca unsur, sanayi yatırımlarından ziyade finansal büyüme ve çeşitliliğin sağlanması olmuştur (Erol 2016).

Ekonomik büyüme ve kentleşme oranının artmasına paralel olarak yeni konut ve iş alanlarının ortaya çıkması; eğitim, sağlık, altyapı gibi gereksinimlerin de artmasına sebep olmaktadır (Tekeli 2009). Kentleşme; kentsel alanların büyümesi ve kentsel nüfusun artması ile birlikte toplumda iş bölümünün, uzmanlaşmanın arttığı, insan ilişkilerinin ve yaşam biçimlerinin kentlere özgü değişikliklere sebep olduğu bir süreç olarak tanımlanmaktadır (Keleş 2010). Bunun yanında zamana, teknolojiye yaşanan gelişmelere ve coğrafyaya bağlı olarak kentleşmenin insan ilişkilerinde ve yaşam tarzında, dolayısıyla mekânsal ihtiyaçların artmasında ve hatta çeşitlenmesinde etkili olduğu belirtilmektedir. Bu nedenle günümüzde konut talebinin, bireylerin tercihleri doğrultusunda oldukça çeşitlendiği, özellikle büyük kentlerde ofis projelerinin, yaşam, alışveriş ve eğlence imkânı sağlayan karma projelerin hayata geçirildiği görülmektedir. Ayrıca kentsel alanda eskiyen dokular, kaçak yapılaşmanın olduğu bölgeler, fiziksel ve / veya ekonomik ömrünü yitirmiş olan yapılar, kentsel dönüşüm ve yenileme projeleri ile yeniden kente kazandırılmakta olup tüm bu hususlar inşaat sektörünün gelişmesine ve büyümesine sebep olmaktadır.

İnşaat sektörü, ekonomiye sağladığı katma değer yanında, arsa stoku, demir-çelik sanayii, tuğla, çimento, seramik, ahşap gibi inşaat ve yapım malzemeleri, mobilya ve dekorasyon malzemeleri sektörü gibi yaklaşık 200 civarında alt sektörde mal ve hizmet açısından talep oluşturmaktadır (Anonim 2018a). İnşaat sektörü aynı zamanda yol, köprü, baraj, enerji hatları gibi büyük ölçekli altyapı işleri ve yurt dışı müteahhitlik işlerini de kapsamaktadır (Özdemir ve Doğaner 2017, Turan 2017).

İnşaat ve gayrimenkul sektörünün bu dinamizmi yanında kentsel dönüşüm projelerinin çoğalması, kamu veya özel sektör eliyle kullanıcıya farklı seçenekler sunan gayrimenkul

projelerinin hayata geçirilmesi, gayrimenkullerin pazarlanması, yönetimi, vergilendirilmesi, gayrimenkul alıcısı ve / veya yatırımcısına yönelik fon sağlanması, gayrimenkule dayalı menkul kıymet ihracı gibi gelişmeler alım, satım, kiralama ve değerlendirme hizmetlerinin yapıldığı gayrimenkul piyasalarının işlem hacmini de arttırmakta, bankacılık ve sigorta işlemlerinde kullanılan ürünlerin çeşitlenmesine ve sektörde uzmanlaşmaya yol açmaktadır (İçellioğlu 2013, Coşkun 2015, Turan 2017).

Gayrimenkul olarak tanımlanan varlıkların toprağa bağlı, ekonomik ömrü uzun fakat aynı zamanda likit bir varlık olmaması, gayrimenkul ile ilgili yatırımların uzun vadeli öngörülere dayanılarak yapılmasını gerekli kılmaktadır. Bu bakımdan ekonomik istikrara bağımlılığı yüksek olan gayrimenkul piyasaları, küresel bazda finans piyasaları ile de doğrudan ve sürekli etkileşim halindedir (Coşkun 2015). Dolayısıyla hem uluslararası kredi kuruluşlarının hem de merkezi yönetimlerin politika ve ekonomiyi etkileyen kararları; inşaat ve gayrimenkul sektörünün gelişimini de doğrudan etkileyebilmektedir (Turan 2017, Anonim 2018a).

Gayrimenkul piyasalarının etkin ve sürdürülebilir olması; ekonomik büyümeyi desteklemekte ve büyümenin sürdürülebilir olmasına katkı sağlamaktadır. Böyle bir piyasanın temel koşulları aşağıda belirtildiği gibi sıralanabilir (Erol 2016, Yalçınar 2018):

- Gayrimenkul sektörünü düzenleyen bütüncül bir yasal çerçevenin olması,
- Gayrimenkul finansman yöntemleri ve kaynakların sürdürülebilir olması,
- Gayrimenkul piyasalarına ilişkin tüm hizmetlerde doğru, güvenilir ve şeffaf bir yapı kurulması ve bu yapıya gayrimenkul piyasalarında rol oynayan tüm tarafların erişim sağlayabilmesi,
- Etkin çalışan ve devamlı güncellenen tapu kayıt ve kadastro sisteminin bulunması,
- Merkezi yönetim tarafından sosyal konut politikalarının geliştirilip yaygınlaştırılması,
- Gayrimenkul değerlendirme, derecelendirme, kredilendirme, menkul kıymetleştirme ve sigortacılık faaliyetlerinin güvenilir ve denetlenebilir olması,
- Eğitim ve kapasite olanaklarının sürekli geliştirilmesi.

2.2.1 Gayrimenkul piyasalarının tarafları

Gayrimenkul sektöründe, temelde üretici (satıcı / piyasada oluşan talep doğrultusunda gayrimenkul arz eden) ve tüketici (alıcı / konut talebinde bulunan veya gayrimenkule yatırım yapmak isteyen) olmak üzere iki taraf bulunmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde gayrimenkul piyasaları genellikle organize değildir ve yapılan işlemler kayıt dışı kalmaktadır. Kurumsal gayrimenkul piyasalarında ise alıcı ve satıcı haricinde piyasayı düzenleyen ve denetleyen uzman kurum ve kuruluşlar yer almaktadır (Yalçiner 2018).

Piyasa tüketicileri, gayrimenkul piyasalarının talep yönünü oluşturan, gayrimenkul kiralamak, satın almak veya gayrimenkule dayalı yatırım yapmak isteyen taraftır. Tüketici grup, farklı gelir gruplarına tabi olup dolayısı ile mekânsal ihtiyaçlar ve beklentiler noktasında da farklı talepler oluşturmaktadır. Talebin büyük kısmını genellikle konut gereksinimi olan bireyler oluşturmakta, bunun yanında birikim fazlası olan birey veya gruplar da uzun vadeli bir yatırım seçeneği olarak gayrimenkule veya gayrimenkule dayalı getirilere yatırım yapmak istemektedir.

Piyasa üreticileri, gayrimenkul piyasalarındaki talebi karşılayan taraftır. İnşaat firmaları, gayrimenkul geliştirme ve yönetim firmaları, taşeron firmalar ve müteahhitler gayrimenkul üretmektedir. Ayrıca ülkenin konut politikaları doğrultusunda merkezi yönetimin de zaman zaman konut üretiminde rol aldığı görülmektedir.

Piyasa düzenleyicileri, merkezi ve yerel yönetimlerdir. Merkezi yönetim, ülkenin ekonomi politikalarını belirlemek, faiz oranları ve vergi ile ilgili düzenlemeler yapmak, büyük yatırım projeleri gerçekleştirmek gibi stratejik kararları ile piyasanın en önemli düzenleyicisi olmaktadır. Bunun yanında merkezi yönetim tarafından yapılan yasal düzenlemeler ve sermaye piyasası kurumları aracılığı ile gayrimenkul sektörünün yasal zemini oluşturulmakta, piyasada işlem yapacak tarafların belirlenmesi, yetkilendirilmesi, yönetilmesi ve denetlenmesi sağlanmaktadır. Yerel yönetimler ise altyapı ve planlama çalışmaları ile daha küçük ölçekte de olsa arzın belirlenmesi, talebin artması konusunda etkili olabilmektedir.

Piyasa uzmanları ise, genellikle merkezi yönetimin yaptığı düzenlemelere bağılı olarak kurulan ve faaliyet gösteren kişi ve kuruluşlardır. Gayrimenkul sektöründe; arsa üretimi, gayrimenkul geliştirme ve projelendirme süreci, inşaat faaliyeti, gayrimenkul finansmanı, satış ve kiralama hizmetleri gibi pek çok aşama bulunmaktadır. Gayrimenkul geliştirme ve yönetim firmaları, gayrimenkul değerleme kuruluşları ve uzmanları, gayrimenkul finansman kurumları, kiralama şirketleri, emlak şirketleri ve komisyoncular, halkla ilişkiler şirketleri, hukukçular gibi alanında uzmanlaşmış kişi ve kuruluşlar piyasanın işleyişinde etkin rol almaktadır.

2.2.2 Gayrimenkul piyasalarının özellikleri

Gayrimenkul piyasaları, alım - satıma konu diğer mal ve hizmet piyasalarından pek çok farklı özellik taşımaktadır (Anonim 2004, İçellioğlu 2013, Yalçınar 2018). Bu özellikler aşağıda belirtilmiştir:

- Gayrimenkul piyasalarında, gayrimenkul olarak kabul edilen varlıkların ikame edilmesi zor olup bir gayrimenkulün bir özdeşi daha bulunmamaktadır.
- Gayrimenkul piyasaları, ekonomik gelişmelere karşı çok duyarlıdır. Ekonomik göstergeler piyasa oluşumunda etkili olmaktadır.
- Gayrimenkulün kentsel makroforma etkisi ve servet özelliği, gayrimenkulün mülkiyeti, mülkiyet hakkının transferi, gayrimenkulün değer tespitini gerektiren durumlar, gayrimenkule dayalı yatırım araçları gibi konularda gayrimenkul piyasaları planlama, imar ve inşaat, değerleme, eşya hukuku ve vergilendirme ile ilgili yasal düzenlemelere tabidir (Pirounakis 2013). Bu düzenlemelerde, ekonomik ve sosyal gereksinimler sonucu zaman içinde değişiklik yapılabilmektedir. Bu durum, gayrimenkul piyasalarının değişkenlik özelliğini ortaya koymaktadır (Kaçıra 2009).
- Gayrimenkul piyasaları, küçük ve parçalı yapıda olup konum, nitelik ya da talebe göre çeşitli alt piyasalara (sektörlere) ayrılabilir (Pirounakis 2013).
- Gayrimenkul piyasalarında arz ve talep dengesi nadiren gerçekteşi. Talepteki ani artışa diğer tarafın aynı hızda karşılık vermesi mümkün değildir.
- Gayrimenkul piyasalarında fiyatlar genellikle düşük değildir ve çok az alıcı, gereken finansmana sahiptir.

- Belirli bir tip gayrimenkul için; belirli bir zaman, bölge ve fiyat aralığı içinde, genellikle çok az sayıda alıcı ve satıcı bulunmaktadır (Anonim 2004).
- Gayrimenkul, diğer tüketim mallarının aksine bölünmez bir varlıktır. Bir arazi parçasının ya da bir gayrimenkulün parçalara ayrılması konusu ekonomik gereklilikler, mülkiyet yapısı ve planlama ile ilişkili bazı sınırlamalara tabidir (Pirounakis 2013).
- Gayrimenkulün homojen bir varlık olmaması, farklı gayrimenkuller hakkında doğru bilgi edinilmesini zorlaştırmaktadır. Bir gayrimenkulün değeri, genellikle tahmin niteliğinde olup kısmen bilimsel özellikler taşımaktadır (Pirounakis 2013). Bu nedenle alıcı ve satıcılar piyasa koşulları ya da piyasanın geçmişi konularında genellikle bilgi sahibi değildir.
- Gayrimenkul, toprağa bağlı olması nedeniyle bir yerden bir yere taşınamayan, genellikle likiditesi düşük ve uzun ömürlü varlıklardır. Üretim koşulları ve ekonomik ömrünün uzun olması sebebiyle bir gayrimenkul yatırımının yararı veya zararı kısa vadede tespit edilememektedir.

2.2.3 Gayrimenkul piyasalarında alt piyasa oluşumu

Gayrimenkul piyasaları, diğer piyasa ürün ve hizmetlerinden ayrılan temel özellikleri sebebiyle küçük ve parçalı yapıdadır. Bir başka ifadeyle gayrimenkulün çeşitli özelliklerinden dolayı, birbiriyle etkileşim içinde olan alt piyasalar veya alt sektörler oluşmaktadır (Anonim 2004, Pirounakis 2013). Bu alt piyasa ya da sektörler aşağıdaki gibi sınıflandırılabilir:

- Makro düzeyde konum özelliği: Gayrimenkulün bulunduğu ülke, şehir veya belli özellikleri olan bir bölgede yer almasından kaynaklanan alt piyasalar (Asya ülkeleri gayrimenkul piyasası, Japonya gayrimenkul piyasası ya da İstanbul gayrimenkul piyasası gibi),
- Mikro düzeyde konum özelliği: Gayrimenkulün kentsel alan içindeki konumundan kaynaklanan alt piyasalar (Kent merkezi, banliyö gibi),
- Kullanım amacı: Gayrimenkulün kullanım amacından kaynaklanan alt piyasalar (Konut piyasası, arsa piyasası, ofis piyasası, alışveriş merkezi piyasası gibi),

- Mülkiyet yapısı: Gayrimenkulün mülkiyeti veya gayrimenkul üzerindeki haklar ile ilgili oluşan alt piyasalar (Kira piyasası, konut sahipliliği gibi),
- Finansman yapısı: Gayrimenkulün finansmanını üstlenen kurumlar veya finansman yöntemi açısından oluşan alt piyasalar (Kamusal finansman, özel sektör veya kooperatif eliyle gayrimenkul üretimi, kişisel birikimler ya da ödünç alınan fonlar yoluyla gayrimenkul satın alma gibi),
- Talep grubu: Gayrimenkul talep eden kesimin sosyo-ekonomik özelliklerinden kaynaklanan alt piyasalar (Yüksek gelir grubu, düşük gelir grubu gibi),
- Fiziksel özellikler: Gayrimenkulün fiziksel yaşı, doğal afet açısından riskli bir bölgede yer alması veya kaçak yapılaşma sebebiyle kentsel yenileme / dönüşüm gerektiren alt piyasalar (Yenileme / güçlendirme / tadilat ihtiyacındaki gayrimenkuller, riskli yapı grubundaki gayrimenkuller ya da gecekondü bölgeleri gibi).

2.2.4 Gayrimenkul piyasalarına etki eden faktörler

Gayrimenkul piyasaları, sosyal ve ekonomik gereksinimler doğrultusunda sürekli değişime tabidir. Üst ölçekte gayrimenkul piyasalarına etki eden faktörleri beş grupta incelemek mümkündür:

i. Nüfus Büyüklüğü ve Yapısı: Nüfus büyüklüğü ve yapısına ilişkin verileri içeren demografik özellikler, kısa ve uzun dönemde gayrimenkule olan talebin belirlenmesinde rol oynayan birincil faktördür. Nüfus büyüklüğü, nüfus artış hızı, iç ve dış göç, doğum, ölüm, boşanma oranları gibi büyüklüklerin yanı sıra nüfusun yaşı, hane halkı sayısı, hane halkı büyüklüğü gibi verilerin de gayrimenkul talebi üzerinde doğrudan etkisi bulunmaktadır (İçellioğlu 2013). Özellikle nüfus artış hızının yüksek olduğu, ortalama hane halkı büyüklüğünün küçülme eğiliminde olduğu yerlerde / dönemlerde gayrimenkul ve özellikle konut talebi artmakta, bu etki gayrimenkul fiyatlarının yükselmesine sebep olmaktadır.

ii. Faiz Oranları: Faiz oranlarındaki değişiklikler, tüm yatırımları dolayısıyla gayrimenkul piyasalarını da çeşitli yönlerden etkileyen önemli bir unsurdur. Faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde gayrimenkul ve özellikle konut ediniminde geri ödeme miktarının

yükselmesi, gayrimenkule olan talebi azaltmaktadır. Benzer şekilde gayrimenkule yatırım yapma maliyetinin yükselmesi veya başka yatırım türlerinin getirisinin daha yüksek olması, üretici ve yatırımcıları gayrimenkul piyasalarından uzaklaştırabilmektedir (İçellioğlu 2013).

iii. Gelir Düzeyi: Faiz oranlarının bir etkisi de GSYİH üzerinde olmaktadır. GSYİH, reel geliri dolayısıyla gerçek satın alma gücünü göstermektedir. Gelir düzeyinin yükselmesi bireylerin satın alma gücünü, tüketim ve yatırım harcamalarını arttırmakta, dolayısıyla bu dönemlerde gayrimenkule olan talep yükselmektedir (Pirounakis 2013, İçellioğlu 2013). Gayrimenkul talebindeki artış fiyatlara yansımakta, bu durumda üretici kesim için gayrimenkul üretmek / geliştirmek karlı bir seçenek olmaktadır. Böylece gayrimenkul sektörü ve ekonomide büyüme sağlanmaktadır.

iv. Enflasyon: Enflasyon, gayrimenkul piyasalarına iki yönlü etki eden bir unsurdur. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde alım gücü sürekli düşerken faiz oranları yükselmekte, bu da gayrimenkule ve özellikle konuta olan talebi düşürmektedir. Diğer taraftan, fiyatlar genel düzeyindeki artış, inşaat maliyetlerini de etkilediğinden gayrimenkul fiyatları yükselmektedir. Finansal varlıkların enflasyona karşı sürekli değer kaybetmesi, buna karşılık gayrimenkul fiyatlarının artması yatırımcıların daha çok gayrimenkul piyasalarına yönelmesine neden olabilmektedir (İçellioğlu 2013).

v. Finansal Piyasalar: İnşaat ve gayrimenkul sektöründe gerçekleştirilecek yatırımlar yüksek miktarda sermaye gerektirmektedir (İçellioğlu 2013). Gayrimenkule yönelik finansman sorunu, bazen kurumsal olmayan yöntemlerle bazen de finansal piyasalar aracılığı ile çözülmektedir. Finansal piyasalar sayesinde tasarruf eden kesimden, ihtiyacı olan kesime fon akışı sağlanarak gayrimenkul yatırımlarının gerçekleşmesi sağlanmaktadır. Bunun yanında gayrimenkulün kendisi de gelir getiren bir varlık olduğundan, getiri düzeyi açısından diğer finansal ürünlerle karşılaştırılabilir durumdadır. Farklı finansal araçların getirisinin daha yüksek ya da daha az riskli bulunduğu dönemlerde gayrimenkul piyasaları bu durumdan olumsuz etkilenebilmektedir (Pirounakis 2013, İçellioğlu 2013).

2.2.5 Gayrimenkul piyasalarında arz ve talep dengesi

Serbest ekonomilerde mal veya hizmetin bulunduğu piyasayı arz ve talep belirlemektedir. Arz ve talebin kesiştiği noktada, söz konusu mal veya hizmetin denge fiyatı ve denge miktarı, bir başka ifadeyle piyasa dengesi oluşmaktadır (Eğilmez 2011). Bu denge zaman zaman bozulsa bile kısa sürede yeniden dengelenme eğilimindedir. Gayrimenkul piyasalarında ise bu dengenin oluştuğu nadiren görülmektedir. Bunun sebebi arz ve talep arasındaki etkileşimin yavaş ve uzun vadede gerçekleşmesidir.

Gayrimenkul piyasalarında arz, üretim maliyetlerinin değişmediği varsayımı ile belirli bir zamanda çeşitli fiyatlarda satılması istenen mevcut gayrimenkul miktarı olarak tanımlanmaktadır. Talep ise, nüfus, ekonomik durum, gelir seviyesi, tüketici tercihleri gibi parametrelerin değişmediği varsayımı ile belirli bir zamanda, çeşitli fiyatlarda satın alınmak istenen gayrimenkul miktarını ifade etmektedir (İçellioğlu 2013, Öztop ve Şekeroğlu 2016).

Gayrimenkul arzının ortaya çıkmasında nüfus, kentleşme oranı, dünya ve ülke ekonomisi, finans piyasaları, gayrimenkul finansman olanakları, faiz oranları, arsa stoku, yapı teknolojisindeki gelişmeler, yapı malzemelerinin fiyatları, işgücü maliyetleri, yasal düzenlemeler, tüketici tercihleri gibi makro düzeyde pek çok faktör etkili olmaktadır (Han 2012). Gayrimenkul talebi ise; ülke ekonomisi, gayrimenkul finansman olanakları, gayrimenkul fiyatları, diğer yatırım alternatiflerinin karlılığı gibi makro ekonomik faktörler ve ihtiyaçlar, beklentiler gibi tüketici tercihleri ve gelir seviyesi gibi mikro ekonomik faktörler doğrultusunda oluşmaktadır (Keleş 2010, Han 2012).

Arz ve talebin oluşmasını sağlayan ortak etmenler olsa da, talepte yaşanan artış ve azalış, arza göre daha kısa vadede gerçekleşebilmektedir. Gayrimenkul üretiminin zaman alan ve büyük sermaye gerektiren özelliği nedeniyle, piyasada oluşan fiyat ve talep değişikliklerine hemen cevap verilebilmesi, yani kısa dönemde gayrimenkul arzının arttırılabilmesi mümkün değildir. Böyle bir durumda gayrimenkul fiyatlarını belirleyen ağırlıklı unsur talep olmakta, yüksek talep kısıtlı arz sebebiyle gayrimenkul fiyatları

yükselişe geçmektedir. Bu durum yeni gayrimenkul inşa edilmesini karlı bir hale getirmekte olup bu defa uzun dönemde gayrimenkul arzı artmaktadır.

Gayrimenkul arzının arttığı dönemde dengeli bir talep yok ise, gayrimenkul ve özellikle konut stoku oluşmasına ve fiyatların düşmesine sebep olmaktadır. Bu durum gayrimenkul döngüsü ya da gayrimenkul çevrimi olarak tanımlanmaktadır. Tüm piyasalarda olduğu gibi gayrimenkul piyasalarında da piyasa oluşumu arz ve talep miktarı ile belirlense de etkileşimin yavaş olması, piyasa dengesinin nadiren oluşması sonucunu getirmektedir.

2.3 Gayrimenkul Değeri

Değer kavramı, “bir şeyin gerekliliğini veya önemini belirlemeye yarayan soyut bir ölçü, bir şeyin değdiği bir karşılık veya bir şeyin para ile ölçülebilen karşılığı, bedel, kıymet, paha” olarak tanımlanmaktadır (Anonim 2019a). Bu ifadelerden anlaşılabileceği gibi değer, bir şeye karşılık gelen bir tür ölçü olmasına karşın kesinliği olmayan, yalnızca para veya benzeri araçlarla ölçülebilen şeylerin değil, aynı zamanda bir duygu, düşünce veya bir yargının da karşılığı olabilir. Değer, kapsamı ve ifade ediliş biçimi bakımından zamana, toplumdan topluma, hatta bireyden bireye farklılık gösterebilen soyut bir kavramdır.

Bir varlığın değerinin belirlenmesi, tarih boyunca ekonominin önemli bir konusu olmuştur. Varlıkların değeri, geçmiş dönemlerde üretilen herhangi bir mal ya da değerli maden gibi farklı araçlarla ifade edilmiş olsa da günümüzde para ile ölçülmektedir. Ekonomik bir varlık, değerine göre bir anlam kazanmakta, buna göre bir tür alım-satıma ya da bir şey için karşılık göstermeye konu olabilmektedir (Komşuoğlu 2018). Bu bakımdan ekonomik, finansal ve sosyal işlemlere konu, maddi bir varlık olan gayrimenkul ile ilgili her tür faaliyet için değerlendirme faaliyetine ihtiyaç duyulmaktadır. Bir varlığın gerçeğe uygun değerinin tespit edilmesi, değerlendirme faaliyetlerinin temel konusunu oluşturmaktadır. Gayrimenkulün uzun yaşam süresine sahip dayanıklı bir varlık olması göz önünde bulundurulduğunda; bir gayrimenkulün gelecekte sağlayacağı getirilerin bugünkü karşılığının para veya benzeri varlıklar ile belirlenmesi, gayrimenkul yatırımlarının geleceğini de şekillendirmektedir. Bu bakımdan gayrimenkule ilişkin alım,

satım, kiralama, ipotek, vergi, sigorta, yenileme, bakım - onarım veya yatırım gibi konularda gayrimenkulün değer tespitinin uluslararası düzeyde kabul gören standartlar çerçevesinde yapılması, ekonominin düzgün işlemesi açısından büyük önem taşımaktadır (İçellioğlu 2013, Tanrıvermiş 2017).

Günlük yaşamda değer kavramı ile fiyat kavramı bazen birbirinin yerine kullanılsa da ekonomik anlamda iki kavram birbirinden oldukça farklıdır (Tanrıvermiş 2017). “Fiyat, herhangi bir değişim veya alışveriş işleminde alıcının ödemeyi satıcının da almayı kabul ettiği, bir başka deyişle iki tarafın alışverişe konu varlık üzerinde uzlaştığı tutardır” (Anonim 2004). Dolayısıyla fiyat, herhangi bir tahmine mahal bırakmadan gerçekleşen kesinleşmiş bir sonuçtur ve somut bir kavramdır.

Değer, bir varlığın belli bir tarihteki parasal ederi, değerlendirme işlemi ise, bir varlığın belli bir tarihteki değerinin para cinsinden karşılığının tahmin edilmesidir. Bir varlık için alım-satımın gerçekleştiği tek bir fiyat varken, tek bir değer olması mümkün değildir. Aynı zamanda satış fiyatı ile takdir edilen değer aynı olması da beklenmemelidir.

Gayrimenkul değerlendirme ise, “bir gayrimenkulün, gayrimenkul projesinin veya bir gayrimenkule bağlı hak ve faydaların belli bir tarihteki muhtemel değerinin, uluslararası alanda kabul edilen değerlendirme standartları çerçevesinde bağımsız ve tarafsız olarak tahmin ve takdir edilmesi” şeklinde tanımlanmaktadır (Anonim 2004, Hepşen 2017, Tanrıvermiş 2017). İfadeden anlaşılacağı gibi, değer belirsiz ve bakış açısına göre değişebilen bir kavramdır.

2.3.1 Gayrimenkul değerine etki eden faktörler

Bir gayrimenkulün değer tespitinde; değer tespitinin ne için yapıldığı, değerlemede kullanılan yöntemler ve değere etki eden faktörler gibi pek çok etken farklı değer takdirleri oluşmasına neden olabilir (İçellioğlu 2013, Tanrıvermiş 2017). Değerlemede kullanılan yöntemler bilimsel olsa da, herkes tarafından bilinen ve kabul edilen veriler kullanılsa da hem gayrimenkulün tek olma özelliği hem de bu verilerin yorumu kişiden

kişiyi farklılık gösterebileceği için yorumlar ve nihai sonuç, subjektif nitelik taşımaktadır. Dolayısıyla gayrimenkul değerlendirme, herkes tarafından bilinen, güvenilir verilerin analiz edilerek tahmini değerin tespit edilmesi şeklinde ifade edilebilir.

Gayrimenkulün değerini doğrudan ya da dolaylı olarak etkileyen pek çok ekonomik, fiziksel ve sosyal faktör vardır. Bu faktörlerin; doğrudan gayrimenkul ile ilgisi olmayan, müdahale edilemeyen, değiştirilemeyen ya da değişmesi uzun zaman alan faktörler olup dışsal ya da makro faktörler, gayrimenkul ile doğrudan ilgisi olan, bir bakıma gayrimenkulün özgünlüğünü oluşturan faktörler ise içsel ya da mikro faktörler olarak tanımlanmaktadır (İçellioğlu 2013, Tanrıvermiş 2017).

i. Dışsal Faktörler: Gayrimenkulün kendisi ile doğrudan ilgili olmayıp daha çok üst düzeyde etkileyen faktörler aşağıda belirtilmiştir:

- Ekonomik Faktörler: Enflasyon oranı, piyasa faiz oranları, istihdam düzeyi, satın alma gücü, kişi başına düşen milli gelir, tasarruf düzeyi, alternatif yatırım araçlarının getirisi, kredi politikaları, finansal ürünlerin çeşitliliği, finansal piyasaların gelişmişliği, inşaat süreci veya proje aşamasındaki gayrimenkuller, gayrimenkul stokunun niteliğine göre dağılımı, doluluk - boşluk oranları, mevcut gayrimenkullerin türlerine göre satış fiyatları, kira kabiliyeti, proje aşamasında olan yatırımlar ve inşaat maliyetini etkileyen girdiler şeklinde sıralamak mümkündür.
- Sosyo - Kültürel Faktörler: Gayrimenkulün değerine sosyo - kültürel açıdan etki eden faktörleri eğitim, sağlık tesisleri, dini tesislere, park ve yeşil alanlara, üniversiteye, çeşitli kamu hizmetlerine ve çalışma alanlarına yakınlık, sosyal donatı alanlarının varlığı, ticari merkez ya da alt merkezlere olan mesafe ve tüm bunlara erişim olanakları, bölgenin demografik yapısı, kültür seviyesi olarak saymak mümkündür.
- Çevresel Faktörler: Gayrimenkulün değerine etki eden çevresel faktörler iklim, bitki örtüsü, topoğrafya, toprak yapısı ve verimliliği, yeraltı kaynaklarının varlığı, doğal güzellikler, gelişimi etkileyen sınırlayıcı doğal engeller, deprem, sel, heyelan gibi riskler, çevre kirliliği, altyapı ve ulaşım olanakları olarak sayılabilir.
- Yasal - Yönetmelik Faktörler: Gayrimenkulün değerine; merkezi yönetimin her seviyede uyguladığı politikaların yanı sıra, gayrimenkul ile ilgili her türlü mevzuat, vergi ile ilgili

düzenlemeler, inşaat ve gayrimenkul sektörü ya da alt sektörler ile ilgili yapılan düzenlemeler, planlama çalışmaları, imar uygulamaları gibi faktörler yasal açıdan etki edebilir.

ii. İçsel Faktörler: Gayrimenkulün kendine has özelliklerini belirleyen, değerine doğrudan etki eden faktörler aşağıda belirtilmiştir (Tanrıvermiş 2017):

➤ Fiziksel Faktörler: Gayrimenkul değerine doğrudan etki eden faktörler içinde en önemlisi hiç kuşkusuz fiziki özelliklerdir. Bu faktörlerin kapsamı oldukça geniş olup gayrimenkulün kullanım amacına göre değeri etkileyen alt parametreler yaratmak da mümkündür. Gayrimenkulün kentteki ve bölgedeki konumu, bulunduğu çevre ile uyumu ve etkileşimi, imar planına uygunluğu, yapılaşma koşulları, kullanım amacı, yapısal özellikleri (yasal izinlerinin alınmış olması, mimari proje ve eklerine uygun olması, yapı teknolojisi, malzeme ve işgücü niteliği, kullanım alanı, yaşı, bulunduğu kat, konfor olanakları), cephe özelliği, manzara faktörü, değere etki edebilecek farklı yatırım unsurları ya da risk faktörlerinin varlığı sayılabilir.

➤ Fayda: Bir gayrimenkulün ihtiyacı tam olarak karşılaması, değeri olumlu yönde etkileyen bir unsurdur. Bunun yanında gayrimenkulün gelecekte sağlayacağı fayda dolayısıyla gelir getirme özelliği, değerini etkileyen bir başka etken olmaktadır.

➤ Devredilebilirlik: Bir gayrimenkulün sahip olduğu nitelikler dışında, bir takım kısıtlılıklar (örneğin çevre düzenlemeleri, imar ya da mülkiyet ile ilgili sınırlamalar) içermesi ya da gayrimenkulün beklenen süre içinde devredilememesi, gayrimenkule olan talebin dolayısıyla değerinin düşmesine neden olabilir.

➤ Kıtlık: Gayrimenkul piyasalarında talebi karşılayabilen nitelik ve yeterlilikte gayrimenkul olmaması piyasa değerini arttırabilecek bir unsurdur. Özellikle arazi yapısının elverişli olmadığı durumlarda ya da belirli nitelikteki bir gayrimenkulün az bulunur olması gayrimenkul değerini arttıran bir etken olurken, piyasada benzer niteliklere sahip birbirine alternatif olabilecek gayrimenkul varlığının çok olması da değeri olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

➤ Likidite: Bir gayrimenkulün normal piyasa koşullarında kolay pazarlanabilmesi, alım - satım yönünden tercih edilmesi, nakde çabuk dönüştürülmesi, bir başka ifadeyle satış veya kira kabiliyetinin yüksek olması, gayrimenkulün değerini arttıran bir unsurdur.

2.3.2 Gayrimenkul değerlemede temel yaklaşımlar

Değerleme literatüründe en çok kullanılan piyasa (pazar) değerinin yanı sıra yatırım değeri, sigorta değeri, tasfiye değeri, vergi değeri gibi farklı değer kavramları vardır ve bunların kullanım amaçları birbirinden farklıdır. International Valuation Standards Council (IVSC)⁹ tarafından yayımlanan “Uluslararası Değerleme Standartları” (UDS)¹⁰ 2017 versiyonunda piyasa (pazar) değeri; “Bir varlık veya yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri 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 değerleme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutar” olarak tanımlanmaktadır.

UDS’ye göre değerlemede kullanılan üç temel yaklaşım vardır ve bunların her biri farklı uygulama yöntemleri içermektedir. Değerleme çalışmasında, yüksek güvenilirlik sağlaması halinde tek bir yöntem kullanılabilir. Ancak tek bir yöntemin yeterli gelmediği durumlarda farklı yöntemlerle tespit edilen değerler, değerleme uzmanı tarafından yorumlanarak aritmetik ortalama alınmaksızın nihai değer takdiri yapılmalıdır. Bazı durumlarda tek başına, bazı durumlarda bir arada kullanılabilen bu yaklaşımlar aşağıda belirtilmiştir (Anonim 2017a).

i. Pazar Yaklaşımı (Emsal Karşılaştırma): Bir varlığın değerinin, fiyat bilgisi temin edilebilen benzer varlıklarla karşılaştırılması yoluyla belirlendiği yaklaşımdır (Anonim 2017a). Bu yaklaşım, konu gayrimenkulün önceki satış fiyatının belirlenmesi, nitelik bakımından benzerlik gösteren gayrimenkullerin geçmişteki satış fiyatlarının incelenmesi, yine benzerlik gösteren gayrimenkullerin güncel satış fiyatlarının tespit

⁹ International Valuation Standards Council: Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi, merkezi İngiltere’de olmak üzere 1981 yılında kurulmuştur. Dünya Bankası, Birleşmiş Milletler, OECD, Uluslararası Muhasebeciler Birliği ve değerleme kuruluşları ile işbirliği içinde çalışmaktadır. 42 ülkeden 53 kuruluşun üye olduğu IVSC’nin amacı, değerleme hizmetine standartlar getirerek, kuruluşlar arasındaki işbirliği ile bu standardın yaygınlaşmasını sağlamaktır. Detaylı bilgi için: <http://www.ivsc.org/>

¹⁰ Uluslararası Değerleme Standartları, IVSC tarafından yayımlanmakta olup 01.02.2017 tarih ve 29966 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1)’in 3. maddesine göre; “Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerleme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.”

edilmesi ve bu verilerin değerlemeye konu gayrimenkul ile mukayese edilerek değere ulaşılması esasına dayanmaktadır.

Pazar yaklaşımında dikkat edilmesi gereken en önemli husus, değer tespiti yapılacak gayrimenkulün niteliklerine benzer özellikte ve yakın zamanda satışı gerçekleşmiş ya da satışa çıkarılmış yeterli sayıda (asgari üç veya dört adet olması beklenir) gayrimenkul verisine ulaşmaktır. Bu kriterleri sağlayan emsal verilerin bulunması durumunda pazar yaklaşımı değerlemede en çok kullanılan yöntemdir. Gayrimenkul değerlendirme alanında piyasa değeri, yeterli bilgiye sahip kişilerin dış faktörlerden etkilenmeksizin serbest piyasa koşulları çerçevesinde anlaşma sağladıkları fiyat olarak görülebilir (Tanrıvermiş 2017).

Pazar yaklaşımında kullanılan karşılaştırma tekniği, bir bakıma gayrimenkul değerlemenin de temelini oluşturmaktadır. Karşılaştırma tekniği yalnızca satış fiyatlarının tespiti hakkında değil, piyasada olduğu kabul edilen arsa değerleri, maliyetler, amortisman (yıpranma) oranları, kiralar, giderler ve değerlemede kullanılan diğer parametrelerin tespit edilmesini de sağlayarak maliyet ve gelir indirgeme yaklaşımları için de veri oluşturmaktadır. Bu yaklaşımın bazı temel özellikleri şöyle sıralanabilir (Anonim 2017a. Tanrıvermiş 2017):

- Güvenilir ve yeterli sayıda veriye ulaşıldığı takdirde birçok gayrimenkul türünün değerlemesinde kullanılır.
- Değerlemede kullanılabilecek farklı parametrelerin tespit edilmesini sağlar.
- Gelir getirmeyen arsa, arazi gibi ticari gayrimenkullerin değerlemesinde, konut ve ofis değerlemesinde sıklıkla kullanılır.
- Sınai ve bazı ticari gayrimenkuller ile ilgili metrekare veya metreküp bazında kira, yatırımın geri dönüş süresi hakkında veri sağlar.
- Özel amaçla inşa edilmiş gayrimenkuller (müze, cami, kütüphane vb), nadir bulunan gayrimenkuller (taşınmaz kültür varlıkları) ya da çok az sayıda alım-satım konu olan gayrimenkullerin değerlemesinde kullanımı doğru değildir.
- İstikrarsız bir ekonomik ortamda, gayrimenkul piyasalarının dalgalanma içinde olduğu durumlarda sağlıklı veriler elde edilmeyebilir.

ii. Maliyet Yaklaşımı: Bir gayrimenkulün satın alma veya inşa etme maliyetinin zaman yetersizliği, çeşitli riskler ve olumsuzluklar ya da özel talepler bulunmadığı sürece, benzer bir arazi üzerinde alternatif bir bina inşa etme maliyetinden fazla olmaması esasına dayanmaktadır. Bu yaklaşım, belirli bir gayrimenkulün değerlendirme tarihi itibarıyla maliyet bedelinin tespit edilmesini sağlar. Maliyet yaklaşımında arazi ya da arsa maliyeti, bina yapım maliyeti, girişimci karı ve varsa yıpranma payı (birikmiş amortisman) tespit edilir ve aşağıdaki formül kullanılarak değere ulaşılır.

$$\text{Gayrimenkul Değeri} = \text{Arsa Değeri} + (\text{Bina Yapım Maliyeti} - \text{Birikmiş Amortisman}) + \text{Girişimci Karı} \quad (2.1)$$

(2.1) eşitliğinde görüldüğü üzere, maliyet yaklaşımı yalnızca üzerinde yapı bulunan gayrimenkuller için; özellikle turizm yapıları, sanayi yapıları, tarımsal üretim tesisleri, geniş arazi ya da bahçe içinde bulunan konutların değerlemesinde tercih edilen bir yöntemdir (Anonim 2017a, Tanrıvermiş 2017). Bu yaklaşım;

- Özel amaçlı inşa edilmiş veya nadiren alım-satıma konu olan gayrimenkullerin değerlemesinde,
- Fizibilite çalışmaları ve proje aşamasındaki değerlendirme analizlerinde,
- Arsa ve yapıların ayrı değerlendirilmesi ya da arsa değerinin tespitine ihtiyaç duyulması durumunda,
- Gelir getirmeyen gayrimenkul türlerinin değerlemesinde; kullanılabilir.

iii. Gelir Yaklaşımı: Bir gayrimenkulün gelecekte sağlayacağı nakit tutarların bugüne indirgenmesiyle bugünkü değerin tahmin edilmesidir. Bu yaklaşım; diğer değerlendirme yaklaşımlarına nazaran matematiksel hesaba dayalı olup gelir ve gider kalemlerinin, varsa kira veya diğer gelir tutarlarının, işletme giderlerinin tespit edilerek net gelire ulaşılması ve net gelirin bugüne indirgenmesi esasına dayanmaktadır. Bunun için kapitalizasyon oranının bilinmesi gerekir. Kapitalizasyon oranı, arazi, arsa ve bina gibi gayrimenkul yatırımlarının getiri oranı şeklinde tanımlanabilir. Bir başka ifadeyle, bir bölgede, belli bir gayrimenkul türünün satış fiyatı ile net geliri arasındaki oran kapitalizasyon oranını

vermektedir. ¹¹ Değerlemeye konu gayrimenkulün net geliri ve bölgede geçerli kapitalizasyon oranı tespiti (2.2) eşitliği kullanılarak bugünkü değer tahminine dönüştürülür (Tanrıvermiş 2017).

$$\text{Değer} = \text{Yıllık Ortalama Net Gelir} / \text{Kapitalizasyon Oranı} \quad (2.2)$$

Çok sayıda uygulama yolu bulunan gelir yaklaşımı, gelir getiren tüm gayrimenkuller ve özellikle ticari gayrimenkul değerlemesinde kullanılmaktadır. Taşınmazın net gelirinin değer dönüştürülmesinde kullanılacak kapitalizasyon oranı veya çarpan katsayısının tespitinde önemli sorunlar yaşanmakta ve sıklıkla uygulamada söz konusu oran veya katsayı varsayıma dayalı olarak seçilmekte ve kullanılmaktadır.

¹¹ “Faiz, sermayenin kullanılma hakkı veya sermayenin getirdiği gelirdir. Kapitalizasyon oranı ise, taşınmaz edinimi için kullanılan sermayenin kullanılma hakkıdır. Buna göre piyasa kapitalizasyon oranı, taşınmazın net geliri ile gerçek satış değeri arasındaki orandır. Diğer bir ifade ile bir zaman tercihi söz konusu olup bu oran, bir indirgeme oranı olarak bireylerin gelir ile ilgili zaman tercihlerine bağlıdır. Gelir yönteminde, taşınmazların sonsuz yıl boyunca getirebilecekleri gelirlerin bugüne biriktirilmesinde, indirgeme oranı veya kapitalizasyon oranı kullanılır.” (Tanrıvermiş 2017).

3. GAYRİMENKUL YATIRIMLARI VE FİNANSMANI

3.1 Yatırım Kavramı

Bireyler sahip oldukları geliri, tüketmek ve yatırım yapmak (tasarruf etmek) şeklinde kullanmaktadır. Tüketim, üretimi doğurmakta, bu sayede de piyasa dengesi oluşmaktadır. Yatırım ise, daha iyi bir gelecek elde etmek ya da gelecekte oluşabilecek çeşitli giderler için bugünkü tüketim harcamalarını kısıtlamaktır (Aksoy ve Tanrıöven 2007, Eğilmez 2011). Yatırım kavramı, Konuralp (2005) tarafından “eldeki fonların gelecekte bir gelir getirmesi beklentisi veya servetin ya da gelecekteki tüketim gücünün artırılması amacıyla bugünden çeşitli yatırım alanlarına tahsis edilmesi” olarak tanımlanmaktadır.

Bir ekonomide gelir fazlasına sahip bir kesim olabileceği gibi herhangi bir tüketim ürünü için yeterli geliri bulunmayan, dolayısıyla kaynak açığı olan bir kesim de bulunmaktadır. Tasarruf fazlası olanlar tasarruflarını en iyi şekilde değerlendirmek isterken, kaynak açığı bulunanlar ise gereksinimi olan fonu, en düşük maliyetle karşılamak istemektedir. Bu iki tarafın kendi gereksinimleri doğrultusunda bazen çeşitli araçlar kullanılarak bir tür alışveriş içine girmesi, piyasadaki fon akışını sağlamaktadır (Konuralp 2005, Aksoy ve Tanrıöven 2007). Ekonomide gelir fazlasının yatırım şeklinde değerlendirilmesi, aynı zamanda başka bir yerde başka bir yatırım için de kaynak sağlamaktadır.

Yatırımcının temel beklentisi, yatırıma ayrılan miktarın satın alma gücünü kaybetmemesi, düzenli bir getiri ve / veya değer artışı sağlamasıdır. Bu amaçların kapsamı, önceliği her bir yatırımcıya göre değişmekte olup yatırım kararının belirlenmesinde çeşitli faktörler etkili olmaktadır. Bu faktörler, gelir düzeyi, sosyal ve kültürel alışkanlıklar, beklenti, risk algısını içeren yatırımcının sosyo-ekonomik durumu; verimliliği, getiri düzeyi, risk faktörü, likidite özelliği, vergi ile ilgili yükümlülükler gibi yatırımın özellikleri; dünya ve ülke ekonomisindeki göstergeler, uygulanan ekonomi politikaları, finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi, GSYİH, enflasyon oranı gibi ekonominin durumudur (Aksoy ve Tanrıöven 2007).

3.2 Gayrimenkul Yatırımları

Gayrimenkul yatırımı, temelde gayrimenkul satın almak veya gayrimenkulü temsil eden finansal araçları satın almak üzere iki şekilde gerçekleşmektedir. Mevduat, döviz, kıymetli maden, menkul kıymet yatırımları gibi her biri farklı risk ve getiriye sahip finansal ürünlerin yanında gayrimenkul yatırımları da tercih edilen yatırım seçeneklerinden biridir. Uzun dönemli getiriye sahip olması, enflasyona karşı koruma sağlaması, çeşitli risk faktörlerini azaltması ve gayrimenkulün değerinde artış beklentisi gibi sebeplerle farklı yatırımcılar tarafından ilgi görmektedir (Aksoy ve Tanrıöven 2007, İçellioğlu 2013, Anonim 2015).

Gayrimenkule doğrudan yatırım, gayrimenkulün satın alınması ile yapılan yatırımdır. Bunun yatırımcılar açısından çeşitli güçlükleri bulunmaktadır. Gayrimenkul fiyatları, genellikle birey ve/veya hane halkı gelirine nazaran daha yüksektir ve yatırımcı bu sermayeyi kendi imkanları veya borçlanma yoluyla sağlamak durumundadır. Bunun yanında gayrimenkul, toprağa bağlı durağan bir varlık olarak likiditesi en düşük yatırım grubu içerisinde yer almaktadır (Aksoy ve Tanrıöven 2007). Bu nedenle istenildiğinde kolayca elden çıkarılamamakta, bir başka deyişle hemen nakde dönüştürülememektedir.

Gayrimenkulün homojen bir varlık olmaması sebebiyle yatırımcı, yatırım yapılacak gayrimenkule ve bulunduğu piyasaya dair yeterli bilgi ve donanımına da sahip değildir. Ayrıca fiziksel bir varlık olarak gayrimenkul, sürekli yönetim gerektirmektedir. Bakım, onarım, tadilat, kiralama, sigorta gibi hem maliyet hem de bilgi gerektiren işlemler söz konusudur. Bu hususlar gayrimenkulün bir yatırım türü olarak tercih edilmesini, diğer yatırım araçları ile rekabet edebilmesini zorlaştıran faktörler olabilmektedir (Pirounakis 2013) (Çizelge 3.1).

Bunun yanında gayrimenkulün fiziksel olarak uzun ömürlü ve dayanıklı bir varlık olması; yaşanan ekonomik sıkıntılarda ve kriz dönemlerinde değer kaybı gerçekleşse bile, uzun vadede değerini yeniden kazanma potansiyelinin olmasını getirmektedir. Gayrimenkulün değerini koruma gücü, gayrimenkul yatırımlarının en güçlü yönünü oluşturmaktadır (Pirounakis 2013).

Çizelge 3.1 Doğrudan gayrimenkul yatırımları ile diğer finansal yatırım araçlarının karşılaştırılması (Pirounakis 2013)

Gayrimenkul Yatırımları	Diğer Finansal Yatırım Araçları
Hareketsizlik	Taşınabilirlik
Heterojenlik	Homojenlik
Sürekli yönetim (bakım, onarım, kiralama, sigorta gibi) gereksinimi	Bir varlık portföyünün sürekli yönetim gerektirmemesi
Yatırımcı tarafından varlığın iyileştirebilmesi, kalitesinin arttırılabilmesi	Yatırımcının varlıkların kalitesini etkileyememesi
Dayanıklılık	Kısa vadeli araçlar dışındakilerin (hisse senetleri, uzun vadeli tahvil) dayanıklılığı
Her türlü gayrimenkul için fiyat tespiti masraflı bir işlem	Fiyat keşfi hisse senetleri ve tahviller için genellikle kolay ve masrafsız
Her gayrimenkul parçasına ilişkin doğru ve tam bilgi edinmenin zorluğu	Temel bilgilerin kolay elde edilebilmesine karşın, riskin tahmin edilmesine olanak verebilecek önemli bilgilerin bulunması veya onaylanmasının zorluğu
Genellikle düşük ya da çok düşük likidite	Özellikle kısa vadeli araçlarda genellikle yüksek likidite
Yüksek işlem maliyetleri	Düşük işlem maliyetleri
Bölünememe özelliği nedeniyle yüksek sermaye gereksinimleri	Düşük sermaye gereksinimleri
İmar, planlama, inşaat gibi yasa ve yönetmeliklere tabi	Ağır özel yasalardan muaf
Özel vergilendirme	Daha az külfetli veya karmaşık vergi
Ekonomik yönden zor zamanlarda bile fiziksel olarak vardır, bu nedenle değerini geri kazanma olasılığı yüksek	İhraççının temerrüde düşmesi durumunda değersizdir, sistemik ekonomik sıkıntılarda belirli hisse senetleri veya tahvillerde kalıcı olarak zayıflama

Gayrimenkulü temsil eden finansal araçlar ile yatırım yapılması ise gayrimenkule dolaylı yatırım yapılması anlamına gelmektedir (Aksoy ve Tanrıöven 2007). Bu sayede yatırımcılar bir gayrimenkulün fiyatını ödeyerek sahip olmak yerine daha küçük miktarlarda yatırım yapma imkanı bulurken, alanında uzmanlaşmış kişilerin yönetim ve denetiminde olan, değer açısından daha büyük gayrimenkul ve gayrimenkul projelerine dahil olmakta ve bunların finansmanında rol oynamaktadır. Bununla birlikte gayrimenkule doğrudan yatırımın en önemli dezavantajı olan likidite sorunu büyük ölçüde aşılmaktadır. Gayrimenkul sertifikaları, gayrimenkul yatırım ortaklığı hisse

senedi, gayrimenkul yatırım fonlarına ait katılma belgeleri veya varlığa / ipoteğe dayalı menkul kıymetler gibi finansal araçların ikincil piyasalarda alım - satıma konu olabilmesi, gayrimenkul yatırımlarını diğer finansal varlıklar gibi piyasada kolay el değiştirebilir hale getirmektedir.

Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının yeterli düzeyde gelişmediği ve yaygınlaşmadığı ülkelerde ise, gayrimenkul ve özellikle konut geleneksel bir yatırım aracı olmaktadır (Ayan 2014). Konut, en sade ifadeyle, bireylerin temel ihtiyaçlarından biri olan barınmayı sağlayan mekân olarak tanımlanmaktadır. Tarihi süreç içerisinde ekonomik, sosyal, kültürel ve teknolojik değişiklikler ve özellikle kentleşme etkisi konut olgusunun kapsamını genişletmiş, mekânsal gereksinimlerin karşılanması yanında konut, ekonomik ve sosyal yaşamın bir göstergesi haline gelmiştir. Konutun bir üretim ve tüketim ürünü olması, alınıp satılabilen ve zaman zaman spekülataife açık bir konu haline gelmesine sebep olmuştur (Öztop ve Şekeroğlu 2016).

Konutun bir yatırım malı mı, yoksa bir tüketim malı mı olduğu ya da bir ülke ekonomisinde hangisinin daha önemli olduğu konusunda değişik görüşler vardır (Keleş 2010). Gelişen ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomik koşulların iyileşmesine bağlı olarak kültür seviyesi ve yaşam standartlarının değişmesi, hane halkı sayısında artışa sebep olmaktadır. Bununla birlikte bireyler hep daha iyi bir çevrede, daha güvenli ve daha konforlu konutlarda yaşamak istemektedir. Toplumda yaşanan bu değişiklikler konut talebinin sürekli olmasını sağlamaktadır. Diğer taraftan var olan konut stokundaki fiziksel veya ekonomik yıpranma, konutların yenilenmesini gerektirmektedir. Bu açıdan bakıldığında konut öncelikle bir tüketim ürünü olmaktadır. Konutun aynı zamanda gelir getiren uzun vadeli bir ürün olması ya da değerinde artış olabileceği beklentisi ise, bir yatırım aracı olarak görülmesine sebep olmaktadır. Konut talebinin oluşmasında veya artmasında, kendisi barınma ve diğer beklentilerini karşılayan bir konuta sahip olsa bile tasarrufunu konuta yatırım yaparak uzun dönemli getiri sağlamak isteyen kesim de etkili olmaktadır. Bu açıdan bakıldığında konut önemli bir yatırım ürünü olmaktadır.

Gayrimenkul piyasasının büyük kısmını konut sektörü oluştursa da, konut yatırımının dışında arsa, arazi veya ticari bir gayrimenkul türüne yatırım yapmak veya gayrimenkulün

mülkiyet hakkına sahip olunmadan gayrimenkule dayalı yatırım yapmak da mümkündür. Özellikle sermaye piyasaları gelişmiş ülkelerde gayrimenkule dayalı yatırım araçları daha çok tercih edilmektedir. Yirminci yüzyılda ortaya çıkan yeni iş alanları sayesinde ekonomik büyüme tarımdan hizmetler sektörüne kaymış, kırsal nüfus azalarak şehir sayısı ve nüfusunda artış meydana gelmiştir. Bugün, dünya nüfusunun yarısından fazlası, kentsel alanlarda yaşamakta olup İçellioğlu (2013) tarafından kentsel bölgelerin gelişimi ile gayrimenkul yatırımlarının talebi arasında önemli bir ilişki olduğu belirtilmektedir. Gayrimenkul yatırımlarının çeşitliliği ve seviyesi ise, ülkeden ülkeye, ekonomik koşullara ve elbette alışkanlıklara bağlı olarak değişmektedir.

3.2.1 Gayrimenkul yatırımlarının olumlu yönleri

Gayrimenkule doğrudan veya dolaylı yatırımın olumlu tarafları aşağıda belirtilmiştir (İçellioğlu 2013, Hepşen 2010, Tanrıvermiş 2017):

- **Değerinin Artması:** Ekonomik konjonktür, bölgesel koşullar ve piyasa dengesi gayrimenkul değerini olumlu ya da olumsuz yönde etkilemektedir. Ancak bu koşullar bir anda oluşmadığı için genellikle gayrimenkul değeri artış gösterme eğilimindedir. Gayrimenkulün değerindeki artış, yatırımcılar açısından sermaye kazancı niteliğindedir. Bunun yanında toprağın sınırlı bir kaynak olması, zaman içinde artan talep nedeniyle özellikle kentlerde arsa değerinin sürekli artmasına, dolayısıyla gayrimenkul fiyatlarının yükselmesine sebep olmaktadır.
- **Ürün Çeşitliliğine Sahip Olması:** Yatırım yapılabilecek farklı nitelikte pek çok gayrimenkul türü ve buna bağlı olarak geliştirilen gayrimenkule dayalı finansal araçlar bulunmaktadır (Brueggeman and Fisher 2016). Bunun yanında tek bir gayrimenkul olmadığı gibi tek bir gayrimenkul fiyatı da yoktur ve bu durum farklı çevrelerde yaşayan, farklı gelir seviyesine sahip yatırımcıların kendi koşullarına ve tercihlerine uygun bir gayrimenkule yatırım yapabilmesine olanak sağlamaktadır.
- **Enflasyona Karşı Koruma Sağlaması:** Yüksek enflasyon varlığı veya riski, yatırım yapmayı engelleyen bir unsurdur. Gayrimenkulün uzun vadeli bir yatırım olması, enflasyonun getirdiği olumsuz koşullardan koruma sağlamaktadır.

- **Getiri Özelliği:** Gayrimenkul getiri (nakit akışı) sağlayan bir varlık olup düzenli getiriler ve bu getirilerin dönemsel artışı, yatırımcı açısından kazanç sağlamaktadır.
- **Vergi Avantajları Olması:** İnşaat ve gayrimenkul sektörünün ekonomik büyümeye olumlu etkileri sebebiyle gayrimenkul piyasalarında vergi ile ilgili düzenlemeler yapılmaktadır (Brueggeman and Fisher 2016). Özellikle gayrimenkule dayalı finansal araçların kullanımını arttırmak üzere uygulanan vergi teşvikleri getiri düzeyini arttırmakta, dolayısıyla yatırımcı açısından tercih sebebi olmaktadır.
- **Teminat Özelliği Olması:** Gayrimenkul ve özellikle konutun servet etkisi sebebiyle bir gayrimenkul kredi veya borca karşılık gösterilebilecek bir güvence aracı veya gelecek nesillere bırakılacak miras olarak da görülmektedir.

3.2.2 Gayrimenkul yatırımlarının riskleri

Gayrimenkul yatırımları, diğer tüm finansal araçlar gibi yatırımcılar açısından bazı risk faktörleri de taşımakta olup bu riskler aşağıda belirtilmiştir (İçellioğlu 2013, Hepşen 2010, Tanrıvermiş 2017):

- **Likidite Riski:** Gayrimenkul satın alma yolu ile yapılan yatırımın istenildiğinde hemen nakde çevrilmesi mümkün değildir. Likit bir varlık olmayan gayrimenkul yatırımlarının, ekonominin istikrarsız olduğu dönemlerde nakde dönüştürülmesi daha çok zaman alabilmekte, değer açısından da kayıplar yaşanabilmektedir. Bu özelliği sebebiyle yatırımcılar açısından risk oluşturmaktadır. Ancak gayrimenkule dayalı finansal araçlar, likidite sorununu büyük ölçüde ortadan kaldırmaktadır.
- **Ekonomik Riskler:** Gayrimenkul piyasaları, ekonomideki gelişmelere karşı oldukça duyarlıdır. Sadece ülke içinde değil, dünya ekonomisini etkileyen bir siyasi veya ekonomik kriz, tüm ülkelerin para ve sermaye piyasalarını etkileyebilmektedir.
- **Beklenen Getiri Kaybı:** Uzun vadeli ve büyük sermaye gerektiren gayrimenkul projelerinde, projelendirme aşamasında tespit edilen maliyet bedeli ile gayrimenkulün gelecekte sağlayacağı getirilerin, proje bitiminde farklı olması getiri kaybına sebep olmaktadır (Hepşen 2010). Bununla birlikte ekonomik koşullar veya başka dış unsurlar sebebiyle yatırımın öngörülen tarih itibarıyla tamamlanmamış olması da bir risk unsuru olarak görülmektedir (Tanrıvermiş 2017).

- Faiz Oranının Değişme Riski: Faiz oranlarının değişmesi tüm yatırımları etkilemektedir. Piyasa faiz oranının yüksek seyrettiği dönemlerde yatırımcılar farklı seçeneklere yönelmektedir.
- Çevresel Riskler: Çevre özellikleri, gayrimenkul değerini etkileyen önemli faktörlerden biridir. Bu nedenle gayrimenkulün yakın bölgesinde cereyan eden veya edebilecek bir olumsuzluk, örneğin bir doğal afet ya da sosyal ve ekonomik hayatı tehdit eden olayların yaşanması gayrimenkulün değerini negatif yönde etkilemektedir. Bu tür durumlarda gayrimenkul varlığı, ek maliyet yüküne sebep olabilmektedir.
- Sermaye Kaybı: Gayrimenkul, toprağa bağlı bir varlık olsa da neticede fiziksel bir varlık olup yok olmaya, tahrip olmaya açıktır. Mülkiyet hakkının bu veya buna benzer bir sebeple kaybedilmesi, sermaye kaybına sebep olmaktadır.
- Kredi ve Erken Ödeme Riski: Gayrimenkul piyasalarında, borçlunun ödeme yükümlülüğünü tam ve zamanında yerine getirmemesi veya borcunu vadesinden önce sonlandırmak istemesi, finansman kuruluşunu ve sistemin işlerliğini olumsuz etkilemektedir.
- Yönetim Riski: Gayrimenkul, toplumsal eğilimlerin zaman içerisinde değişiminden etkilenmektedir. Bu nedenle gayrimenkul yatırımdan en üst düzeyde yarar sağlamak ülke ekonomisi ve bölge koşullarının iyi analiz edilmesine, piyasada rekabet edebilme ve değişikliklere uyum sağlama becerisine, kiralama ve satış organizasyonlarının iyi yürütülmesine, kısaca gayrimenkul yatırımının iyi yönetilmesine bağlıdır. İyi yönetilmeyen gayrimenkul yatırımları; hem yatırımcı, hem de ülke ekonomisinin zarara uğramasına sebep olmaktadır (İçellioğlu 2013).
- Yasal Riskler: Gayrimenkul sektörü ile ilgili mevzuat, bazen gelişmelerin gerisinde kalmaktadır. Yasal düzenlemelerde yapılan değişiklikler, piyasada düzenleyici ve denetleyici kuruluşların rol dağılımının iyi yapılmamış olması gayrimenkul piyasalarını olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

3.3 Gayrimenkul Finansmanı

Gayrimenkul yatırımları; hem gayrimenkul üreten taraf, hem de çeşitli amaçlarla gayrimenkul talebinde bulunan tüketici taraf açısından yüksek miktarda finansal kaynak gerektirmekte olup gayrimenkul yatırımlarının gerçekleştirilmesinde en önemli faktör

finansman boyutu olmaktadır (İçellioğlu 2013). Gayrimenkul finansmanının temel amacı, gayrimenkul edinmek isteyen bireylere ya da gayrimenkul projelerinin uygulamaya geçirilmesinde gereksinim duyulan kaynağın sağlanması olarak tanımlanabilir.

Gayrimenkul finansmanı kapsamında özellikle konut finansmanı, ülkeler için ayrı bir önem teşkil etmektedir. Temel bir ihtiyaç olan barınma işlevini karşılaması nedeniyle konut sorunu, öncelikle sosyal boyutu olan bir olgudur (Ayan 2014). Konut, ilk önceleri sanayileşme sonucunda yaşanan hızlı kentleşme ve nüfus artışı ile birlikte özellikle büyük kentlerde konut alanlarının yetersiz kalması şeklinde nicel bir sorun olarak ortaya çıkmış, zaman içinde ekonomik ve kültürel gelişmeler sonucu yaşam şeklinin değişmesiyle birlikte hane halkı nüfus bakımından küçülmüş ancak hane halkı sayısı artmış, bunun yanında ihtiyaçlar ve beklentilerin değişmesi, alım gücünün artmasıyla birlikte daha güvenli, daha konforlu konutlarda yaşama isteği ön plana çıkmıştır. Teknolojik gelişmeler inşaat sektörünü de etkilemiş, daha kısa sürede daha nitelikli konut üretimi yapılabilir hale gelmiştir. Ayrıca tasarruf sahipleri açısından konutun tercih edilen bir yatırım aracı olması da konut talebini her daim canlı tutmaktadır. Bu özellikleri ile konut ihtiyacı, niceliğin yanında niteliğin de önem kazandığı sosyo -ekonomik bir kavram haline gelmiştir.

Konut edinimi ve / veya üretiminin yüksek finansal kaynak gerektirmesi ve bu kaynağın bir anda temin edilemeyecek olması finansman sorununu ortaya çıkarmaktadır. Özellikle düşük ve orta gelir seviyesine sahip bireyler için bu kaynağa sahip olmak çok daha uzun zaman alabilmektedir. Dolayısıyla konut alımı için ek finansal kaynak ihtiyacı doğmakta, bu da çoğunlukla borçlanma yoluyla sağlanmaktadır (Hepşen 2010, 2017). Bu nedenle gelişmiş olsun veya olmasın tüm ülkeler konut sorununun çözümü, konut sahipliliğinin artırılması ve konut niteliğinin geliştirilmesi için politikalar üretmekte, kendi ekonomik ve sosyal yapılarına uygun konut finansman yöntemlerini uygulamaya çalışmaktadır.

Konut sorunu, tüm ülkeler için ortak bir sorun olsa da, tek tip bir finansman yöntemi bulunmamaktadır. Konut finansman yöntemleri ülkedeki politik rejim, ekonomik ve sosyal durum, finans piyasalarının gelişmişlik düzeyi, demografik yapı gibi pek çok

kritere bağılı olarak ülkeden ülkeye hatta bölgeden bölgeye değişebilmektedir (Demir ve Kurt 2005, Kömürlü ve  nel 2007).

Konut finansman sisteminin öncelikli amacı konut sahipliliğini arttırmak, öz kaynakları yetersiz olan kişi ya da kurumlara gereken kaynak desteğini sağlamaktır. Bunun yanında konut finansman sistemi, farklı gelir seviyelerine yönelik konut üretimini arttırmalı, konut niteliğini geliştirmeli, eskiyen konut alanlarının yenilenmesi - dönüştürülmesinde etkin olmalı, yatırımcı ve tasarruf sahipleri açısından tercih edilir olmalıdır (Anonim 2015). Bu amaçların gerçekleşebilmesi finansman sisteminin merkezi ve yerel yönetim, finansal kuruluşlar, konut üreticileri, konut talebinde bulunan kişi ve kurumlar ile yatırımcı taraf arasındaki ilişkinin kurumsal bir yapı içinde gerçekleştirilmesine bağlı olmaktadır (Hepşen 2010).

Konut finansmanında en temel kaynak, birey veya hane halkı geliri olarak kabul edilmektedir (Demir ve Kurt 2005, Yalçıner 2018). Birey veya hane halkı, geliri üzerinden yaptığı tasarrufları mevduat veya fon hesaplarında, sigorta şirketlerinde değerlendirmekte olup iyi işleyen bir konut finansman sisteminden bu kaynakları konut edinmek için borçlanma gereksiniminde olan kişi veya kurumlara talebi karşılayacak düzeyde, ödenebilir şartlarda uzun vadeli krediler olarak aktarması ve bu döngünün sürdürülebilir olması beklenmektedir (Erdoğan 2013). Özellikle sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde fon kaynakları yalnızca birey veya hane halkı gelirinden ibaret olmayıp finansal kuruluşlar tarafından düzenlenmiş olan kredilerin ikincil piyasada yeniden satılması (menkul kıymetleştirme) ile yeni kaynaklar sağlanmakta, böylece piyasanın devamlılığına yönelik denge kurulmaktadır.

Konut finansman sisteminin başarısındaki bir diğer faktör, kredi geri ödemelerinin düzenli yapılmasının sağlanması ve finansal kuruluşların risk faktörlerinin azaltılmasıdır. Sistemin sürdürülebilirliğinin sağlanmasında en önemli unsur birey veya hane halkının ödeme gücüdür. Yalçıner (2018) tarafından, konut finansman sistemlerinin gelişmiş olduğu ülkelerde bu risklerin, tarafların ortak paylaşımına yönelik düzenlendiği ve özellikle ekonomik istikrarın sağlandığı, düşük faiz oranlarının kalıcı olduğu, uzman kişi ve kuruluşların faaliyet gösterdiği piyasalarda; finansman sistemlerinin etkinliğinin

artmasıyla özellikle konut sorununa yönelik kalıcı çözümler üretilebildiği belirtilmektedir.

Konut finansman sisteminin en hızlı geliştiği ülkelerin başında ABD gelmektedir. Özellikle ortaya çıktığı 1830'lu yıllardan beri ABD finans piyasalarının temel unsurlarından biri olan ipotekli konut kredileri, zaman içinde biçim, sunum ve fon kaynakları açısından çok önemli değişikliklere uğramıştır. Bu değişimler, ipotekli konut kredilerinin hem yaygınlaşmasına imkan vermiş, hem de maliyetlerinin düşmesini sağlamıştır. Modern konut finansmanı sisteminin oluşturulması bağlamında, bu konudaki kayda değer ilk gelişmeler ise 1930'lu yıllarda yaşanmıştır (Ayan 2014).

Konut dışında farklı nitelikte gayrimenkullerin üretilmesi ya da edinilmesi veya büyük karma projelerin hayata geçirilmesinde de finansman boyutu oldukça önemlidir. Konut finansman sistemlerinde olduğu gibi farklı türde gayrimenkullerin finansmanı için ülkeler alternatif kaynaklar üretse de, gayrimenkul finansmanının temeli konut piyasalarındaki döngüye bağlı olmaktadır.

3.3.1 Gayrimenkul finansman kaynakları

Gayrimenkul ve özellikle konut finansmanında temel fon kaynağı olarak birey veya hane halkı geliri kabul edilmektedir (Demir ve Kurt 2005, Yalçiner 2018). Ancak gayrimenkul finansmanı yalnızca, gayrimenkul talebinde bulunan, yani alıcı kesimin fon ihtiyacından ibaret olmayıp gayrimenkul arzını sağlayan kurumlar açısından da finansman boyutu önem arz etmektedir. Bir başka ifadeyle hem gayrimenkul edinmek isteyenlerin hem de gayrimenkul üretiminde rol alan tarafların borçlanma yoluyla ilave fona gereksinimi vardır. Bu bakımdan gayrimenkul finansmanı; (i) kurumsal olmayan finansman, (ii) kurumsal finansman ve (iii) kamu finansmanı olmak üzere üç grupta incelenmektedir:

i. Kurumsal Olmayan Finansman: Gayrimenkule yönelik faaliyetlerin, belirli kural veya düzenlemelere bağlı olmayıp daha çok gelenekler, alışkanlıklar ve uygulamalar ile yürüdüğü bir sistem söz konusudur (Yalçiner 2018). Özellikle az gelişmiş veya

gelişmekte olan ülkelerde konut üretimi veya edinimi amacıyla kullanılan birey veya hane halkı tasarrufları, akraba, arkadaş ve yakın çevreden sağlanan kaynaklar, kıymetli maden cinsinden yapılmış olan tasarruflar, işveren veya meslek birliğinden sağlanan kaynaklar, tefeci ve benzeri yapılardan sağlanan kaynaklar, tasarruf ve kredi birlikleri ile konut kooperatiflerinden sağlanan kaynaklar kurumsal olmayan kaynaklar olarak tanımlanmaktadır. Bunların yanı sıra müteahhitlerden vadeli konut satın alınması ya da bireyin kendi mülkiyetinde bulunan arazi üzerine kat karşılığı konut inşa ettirmesi yöntemi de bu sistem içine girmektedir (Demir ve Kurt 2005, Hepşen 2010). Bu kaynaklar yoluyla sağlanan finansman çoğunlukla resmi kayıtlara girmemekte olup böyle bir durumda organize bir gayrimenkul piyasasından söz etmek mümkün değildir (Yalçiner 2018).

ii. Kurumsal Finansman: Gayrimenkul ile ilgili faaliyetlerin yasal bir zemine dayandığı, merkezi yönetim tarafından alanında yetkilendirilmiş kurum ve kuruluşların oluşturduğu bir yapı söz konusudur (Yalçiner 2018). Bu yapıda kamu ve/veya özel sektör tarafından kurulan ticari bankalar, ipotek bankaları, uzman finansman kuruluşları, ipotek finansman kuruluşları, sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi kuruluşlar yer almaktadır. Uzman finansman kuruluşlarının temel amacı, fon ihtiyacı olanlara ipotek karşılığında kredi sağlamak iken, diğer kuruluşların temelde uzmanlaştığı alanlar farklıdır. Ticari bir bankanın ipotek karşılığı kredi vermenin dışında daha geniş bir hizmet çeşitliliği mevcuttur. Sigorta şirketleri ve emeklilik fonlarının da uzmanlık amacı farklı olmasına karşın üyelerinden temin edilen fonlarının bir yatırıma dönüştürülmesi noktasında sisteme dahil olduğu görülmektedir. Sigorta şirketleri ve emeklilik fonları, banka ya da finansman kuruluşları tarafından ipotek karşılığı ihraç edilen menkul kıymetlere yatırım yapmak suretiyle gayrimenkul finansmanına dolaylı yünden katkı sağlamaktadır (Demir ve Kurt 2005, Hepşen 2010, Yalçiner 2018).

iii. Kamu Finansmanı: Merkezi yönetim eliyle gayrimenkul ve özellikle konut projelerinin hayata geçirilmesi, özel sektör tarafından gerçekleştirilen projelere sağlanan kamu desteği, vergi indirimleri veya kredi faiz oranlarında yapılan düzenlemeler gibi teşvikleri kapsamaktadır (Demir ve Kurt 2005, Hepşen 2010). Gayrimenkul finansmanında kamu tarafından sağlanan imkanlar özellikle alt ve orta - alt gelir

gruplarının konut edinimi açısından önem taşımaktadır. Bunun yanında kent, bölge ve ülke çapında gerçekleştirilmesi hedeflenen büyük yatırım projelerinde kamusal finansmana da ihtiyaç duyulmaktadır.

Bunların dışında Birleşmiş Milletler tarafından Dünya Bankası aracılığıyla veya uluslararası finansman kurumları tarafından daha çok destek düzeyinde sağlanan yardımlar da uluslararası finansman olarak tanımlanmaktadır.

3.3.2 Gayrimenkul finansmanında kullanılan yöntemler

Gayrimenkul edinmek, gayrimenkule yatırım yapmak veya bir gayrimenkul projesini gerçekleştirmek için gereken finansmanın sağlanmasında farklı yöntemler kullanılmaktadır. Bu yöntemlerin oluşması ve tercih edilmesinde ülkelerin ekonomik ve sosyal yapıları en önemli etkidir. Konut gereksiniminin temel bir ihtiyaç olması nedeniyle özellikle konut finansmanı tüm ülkeler için etkin ve sürdürülebilir politikalar üretilmesini ve işlerliği olan bir konut finansman sisteminin oluşturulmasını gerekli kılmaktadır (Ayan 2014). Bunun dışında gayrimenkul veya gayrimenkul projesinin niteliği, büyüklüğü, hitap ettiği kesim, gerekli olan finansman miktarı, kredi olanakları gibi kriterler yöntemin seçilmesinde etkili olmaktadır. Gayrimenkul ve özellikle konut finansmanında, aşağıda belirtilen dört yöntem olduğu belirtilmektedir (Hepşen 2017, Yalçiner 2018):

i. Doğrudan Finansman Yöntemi: Gayrimenkul satın alabilmek için kendi birikimleri yetersiz kalan bireyler, ihtiyaçlarını kaynak fazlası olan kişi veya kurumlardan kendi ilişkileri sayesinde temin etmektedir. Bu kişi ya da kurumlar çoğunlukla bireyin ailesi, yakın çevresi, meslek örgütü, kredi birlikleri, kooperatifler gibi yapılar olmaktadır. Ayrıca müteahhitlerin kullandığı bazı satış yöntemleri de bu sistem dahilinde yer almaktadır. Çünkü gereksinim duyulan ek kaynak, herhangi bir aracı olmadan sağlanmakta olup kurumsal olmayan bir yapı söz konusudur. Fon açığı olan tüm bireylerin kendi ilişkilerini kullanarak kaynak sağlaması mümkün olmadığından sürekliliği olan bir yöntem olarak kabul edilmemektedir. Ancak özellikle az gelişmiş ve

gelişmekte olan organize bir gayrimenkul piyasasının ve finansman sisteminin olmadığı ülkelerde sıklıkla kullanıldığı görülmektedir.

ii. Sözleşme Karşılığında Birikim Yöntemi: Gayrimenkul satın almak isteyen ve bir miktar birikimi olan bireylerin öncelikle sahip oldukları birikimin, daha sonra ise kullanılacak olan kredinin piyasa faiz oranlarının altında bir faiz oranıyla işleme tabi tutulmasıdır. Bu işlemler uzman bir finansman kuruluşu aracılığıyla yapılmakta olup birikimini belli bir süre mevduatta tutan bireye, daha sonra bu kurumdan tasarrufu nispetinde yine daha düşük bir faiz oranı üzerinden kredi kullandırılmaktadır. Burada döngü yeni katılımcıların sisteme sürekli dahil olması ile sağlanabilmektedir. Başka bir deyişle, sisteme daha sonradan katılanların birikimleri ile sisteme daha önce dahil olanların kredilendirme sürecindeki fon açığı finanse edilmektedir.

Bazı gelişmiş ülkelerde kullanılan bu yöntemin tercih edilmesinde ülkede fiyat istikrarının olması, tasarrufta bulunanların sayısının kredi ödünç alanlara göre daha fazla olması ve özellikle tasarruf dönemi tamamlandığında gayrimenkul alımının hemen gerçekleşebilmesi için merkezi yönetim tarafından sağlanan teşvik ve yardımların olması en önemli etkenlerdir (Yalçiner 2018).

iii. Mevduat Finansmanı Yöntemi: Kurumsal bir yapı dahilinde mevduat toplama yetkisi bulunan finansal kurumlar tarafından temin edilen mevduatın tamamının ya da bir bölümünün kredi olarak fon açığı olan bireylere kullandırılmasıdır. Mevduat finansman yönteminde hem tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi hem de borçlanmanın, ticari banka, tasarruf bankaları, kredi ve tasarruf birlikleri gibi finansal kurumlar üzerinden gerçekleştirilmesi amaçlanmaktadır. Bu yöntemin iyi işleyebilmesi; tasarruf sahiplerinin mevduata yönlendirilmesi, sistemin gereksinim duyduğu yeterli miktarda kaynağın sürekli olarak temin edilmesine bağlıdır.

Ekonomik istikrarın olmadığı ülkelerde tasarruf yapmak zor olduğundan yeterli miktarda mevduat toplanamamakta, dolayısıyla piyasaya yeterli miktarda kaynak da sunulamamaktadır. Bunun yanında sistemin en önemli sorunu, toplanan mevduatlar ile kullandırılan kredi arasındaki vade uyumsuzluğudur. Tasarruf sahipleri açısından

birikimlerini mevduatta değerlendirmek, isteğe bağlı bir karar olup mevduat süresi bir yıl hatta bazen bir yıldan kısa vadeli olabilmektedir. Buna karşılık borçlanma ihtiyacında olanlar ise en az on yıl vadeli kredi kullanmak istemektedir. Bu durum piyasa faiz oranlarının değişmesiyle birlikte özellikle bankacılık sistemini risk altında bırakmaktadır. Risklerin etkisini azaltmak amacıyla değişken faizli kredilendirme, sigorta veya vergi teşvikleri gibi uygulamalar kullanılsa da vade uyumsuzluğu ve değişen piyasa koşulları olumsuz yönde etkilemektedir (Yalçiner 2018). Dolayısıyla bu finansman yönteminin başarısı öncelikle istikrarlı bir ekonomiye, piyasanın ihtiyacı olan kaynağın yani yeterli miktarda mevduatın temin edilmesine, bu kaynakların özellikle vade süresi açısından dengeli kullanımına bağlı olmaktadır. Ayrıca bankacılık sistemi üzerindeki yükün ve risklerin azaltılması için yalnızca bu konuda yetkilendirilmiş finansal kurumların oluşturulması gerekmektedir.

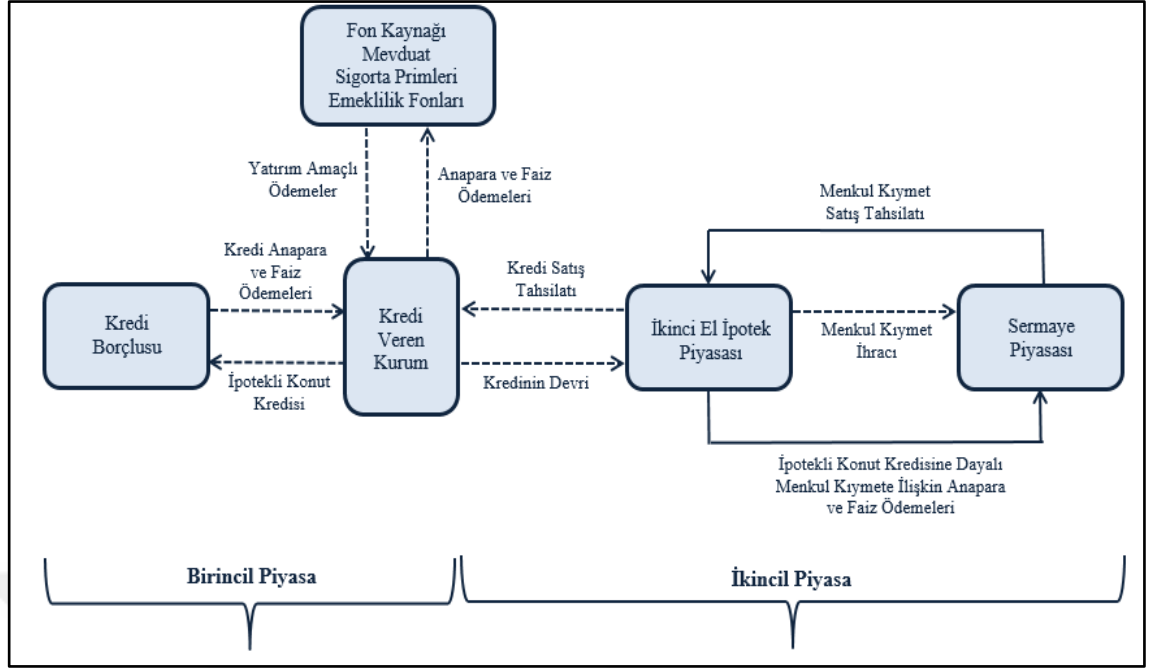
iv. İpotek Bankacılığı Yöntemi: İpotek bankacılığı ya da bilinen diğer adıyla mortgage sistemi, ipotekli konut kredilerinin menkul kıymete dönüştürülmesi ve bu sayede sermaye piyasalarından fon temin edilmesidir. İpotek bankacılığı yöntemi, fon alış ve veriş döngüsünün kendi içinde sağlanması yönüyle klasik anlamda bilinen konut kredisinden oldukça farklıdır (Eroğlu 2010). Kredilerden doğan alacakların bir havuzda toplanarak menkul kıymetleştirme yoluyla sermaye piyasalarından fon sağlanması ve yeni krediler için uzun vadeli kaynak yaratılması esasına dayanan ve bu esnada yatırımcı açısından gayrimenkule dayalı yatırım alternatifini sunan, çeşitli aşamalarında uzmanlaşmış kurumların rol oynadığı etkin bir konut finansman sistemidir (Öztop ve Şekeroğlu 2016, Yalçiner 2018). İpotek bankacılığı yöntemi, fon kaynakları bakımından birincil ve ikincil piyasa olmak üzere iki temel piyasadan oluşmaktadır.

Birincil piyasa, fon açığı olanlara konut finansman kurumları tarafından ipotekli konut kredilerinin sağlandığı piyasadır. Bu piyasa, fon ihtiyacında olan yani kredi talebinde bulunan tüketici ile ihtiyacı olanlara kredi sunan finansman kurumları ve bu piyasayı düzenleyen diğer kurumları içermektedir. Konut finansman kurumları tarafından yapılan kaynak aktarımı ve bireylerin kendi tasarrufları sayesinde sektör finanse edilmektedir.

İkincil piyasa, ipotekli konut kredilerinin menkul kıymete dönüştürülmek suretiyle sermaye piyasalarında yatırımcılara sunulması sonucunda elde edilen kaynağın yeniden birincil piyasaya aktarıldığı, bir anlamda konut finansman kurumlarını finanse eden piyasadır. Bu piyasanın katılımcıları konut finansman kurumları, ipotek finansman kurumları, aracı kurumlar ve yatırımcılardır. Etkin bir ikincil piyasa ile likit olmayan varlıklar, yani ipotekli konut kredileri likit varlıklara yani ipotekli konut kredilerine dayalı menkul kıymetlere dönüştürülmektedir (Hepşen 2010). Birincil piyasada gereksinim duyulan uzun vadeli kaynağı sağlamak amaçlanırken, bir yandan da gayrimenkule dayalı yatırım yapmak isteyen yatırımcılara farklı bir alternatif sunulmaktadır.

İpotek işlemi, bir gayrimenkulün yüklenilen borca karşılık güvence gösterilmesidir. Borçlu olan tarafın ödemelerini zamanında gerçekleştirememesi halinde alacaklı olan taraf gayrimenkulü satışa çıkararak alacağını tahsil etmeye çalışmaktadır. İpotekli konut kredileri de bu esasa dayanmakta olup bu kredilerin menkul kıymetleştirme yoluyla ikincil piyasalarda alınıp satılması ile yeni krediler için kaynak yaratılmakta ve bu uygulama ile gayrimenkul piyasalarının sermaye piyasaları ile birlikte çalışması amaçlanmaktadır (Hepşen 2010, 2017). Bu nedenle ipotek bankacılığı ya da mortgage sisteminden söz edebilmek için ipotekli konut kredilerinin sermaye piyasası unsurlarına dönüştürülmesi ve bunların ikincil piyasada işlem görmesi gerekmektedir (Şekil 3.1).

Menkul kıymetleştirme, yeni finansal kaynaklar sağlamak üzere bilançodaki alacak kalemlerinden oluşturulan varlıkların gelecekte sağlayacağı nakit akışlarına bağlı olarak yeni menkul kıymetler ihraç etmek olup yirminci yüzyılın en önemli finansal yeniliklerinden biri olarak değerlendirilmektedir (Ayan 2014, Hepşen 2017). Menkul kıymetleştirme, sermaye piyasalarının oldukça gelişmiş olduğu ABD’de üretilmiştir. İlk önce kamu kurumları tarafından menkul kıymet ihracı yapılmış, daha sonra özel sektör tarafından kullanılmasıyla yaygın hale gelmiştir. Özellikle 1970’lerden itibaren, bilanço dışı menkul kıymetleştirme uygulaması, gayrimenkul finansmanı konusunda kaydedilmiş en önemli gelişme olarak kabul edilmektedir (Kaçira 2009).



Şekil 3.1 İpotek bankacılığı yönteminin işleyişi (Ayan 2014, Hepşen 2017)

Menkul kıymetleştirme sonucunda üretilen finansal araçlar yoluyla yatırımcılara yeni alternatifler sunulurken tasarruf eğilimi artırılmakta ve finansal piyasalara uzun vadeli ve düşük maliyetli yeni fon sağlanmaktadır. Sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu ülkelerde bu finansman sistemi ile konut sahibi olmak kolaylaşırken, bu durum konut üretiminin artmasına ve daha nitelikli hale gelmesine, dolayısıyla inşaat ve gayrimenkul sektörünün canlanmasına, istihdam olanaklarının çoğalmasına ve ekonomik büyümeye sebep olmaktadır (Öztop ve Şekeroğlu 2016). Menkul kıymetleştirme, aynı zamanda yabancı sermayenin ülke ekonomisine kazandırılması konusunda da etkin bir yatırım türü olmaktadır.

İpotek bankacılığı yönteminde, birincil piyasanın sürekliliğinin sağlanması ve gelişmesi ikincil piyasanın etkin işlemesine, bir başka deyişle hem sermaye piyasası işlemlerinin gelişmiş olmasına hem de bu piyasanın ürünlerine yatırım yapacak yatırımcıların olmasına bağlıdır. Benzer şekilde ikincil piyasanın istikrarı ise, birincil piyasada teminat altına alınan gayrimenkul değerlerinin doğru tespit edilmesine, menkul kıymete dönüştürülecek portföyün doğru belirlenmesine ve kredi kullanan tüketicilerin geri ödeme gücüne bağlı olmaktadır. Bu hususlar kredi sağlayan finansman kurumları için oldukça önemli olup ipotek altına alınan gayrimenkul değerlerinin doğru tespit edilmesi

ve kredi kullanan tarafın geri ödeme yükümlülüğünü zamanında yerine getirmesi, ikincil piyasada yatırımcı tarafın getirilerinin düzenli ödenmesini sağlamaktadır. Bu bakımdan her iki piyasa birbirinden beslenmekte, birbirinin büyümesini etkilemektedir (Ayan 2014).

İpotek bankacılığı yönteminin temel amacı, uzun vadeli ve düşük maliyetli kredilerin sürekliliğini sağlamaktır. Bu yöntemin ilk aşaması olan birincil piyasada düzenlenen ipotekli konut kredileri, uzun vade yapısı nedeniyle bazı risk faktörleri taşımaktadır. Bu riskler; geri ödeyememe riski, faiz oranı riski ve erken ödeme riski olarak tanımlanmaktadır.

Geri ödeyememe riski, kredi kullanan tarafın finansman kurumu ile yaptığı sözleşme ile belirlenen ödeme yükümlülüğünü tam ve / veya zamanında gerçekleştirememesidir. Finansman kurumuna yapılan geri ödemelerde düzensizlik olması hem bu kurumun yapısını hem de ikincil piyasanın dengesini olumsuz yönde etkileyebilmektedir.

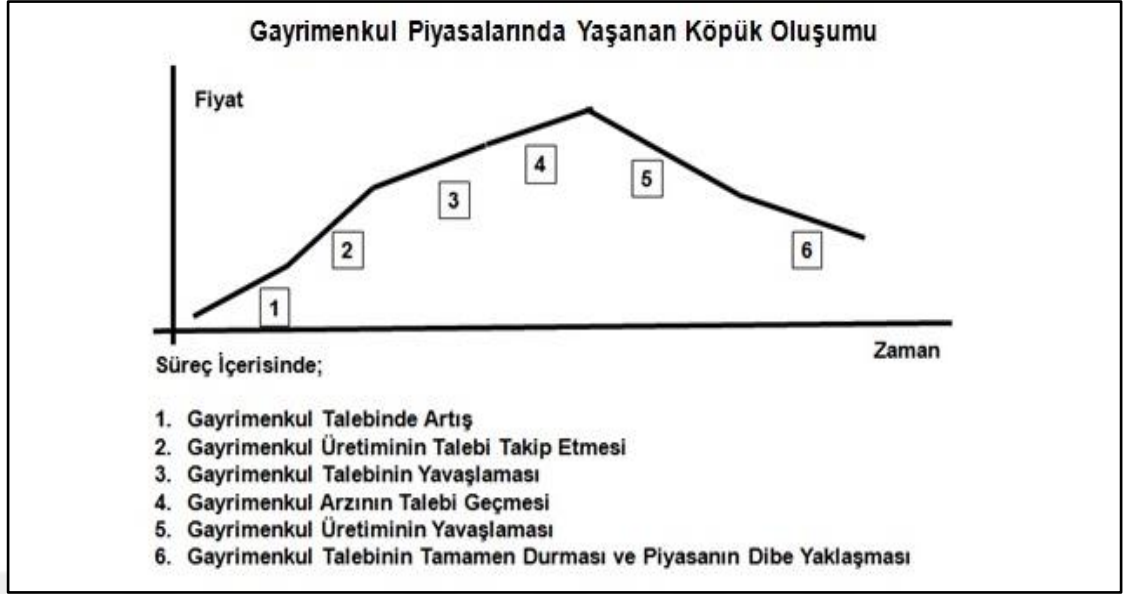
Faiz oranı riski, sabit faizli düzenlenen ipotekli kredilerde vade süresi boyunca piyasa faiz oranlarında gerçekleşebilecek büyük değişimlerin, kredi kullanan ya da kredi veren tarafı olumsuz yönde etkilemesi, bir anlamda fırsat maliyetini arttırmasıdır. Ekonomik istikrara sahip gelişmiş ülkelerde sabit faiz oranlı ipotekli konut kredileri yaygın olarak kullanılmaktadır. Özellikle ekonomik istikrarın olmadığı az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde ise yüksek enflasyon ve buna bağlı yüksek faiz oranları nedeniyle oluşabilecek riskin taraflar arasında paylaşımını sağlayan farklı kredi türleri geliştirilmiştir (Hepşen 2010 ve 2017, Ayan 2014).

Erken ödeme riski ise, kredi kullanan tarafın imkânlarında olası bir iyileşme gerçekleşmesi veya piyasa faiz oranlarının düşmesiyle birlikte bu durumdan yararlanılarak kredinin sözleşme tarihinden önce sonlandırılmasıdır. Bu durum hem sistemin vade yapısını hem de finansman kurumunun ödemeler dengesini bozabilmektedir.

Birincil piyasada oluşabilecek bu risklerin niteliği ve düzeyi, ülkenin ekonomik durumuna, enflasyon ve faiz oranlarında yaşanan gelişmelere, dolayısıyla gayrimenkul değerlerindeki değişime ve kredi türüne göre değişiklik gösterebilmektedir (Ayan 2014). İpotek bankacılığı yönteminde sigorta mekanizmasının kullanılması, hem kredi veren finansman kurumlarının riskini azaltmakta hem de ikincil piyasada bireysel veya kurumsal yatırımcılar için daha güvenli bir yatırım ortamı sağlamaktadır.

Bunların yanı sıra, sistemin yarattığı en büyük finansal risk, ekonomik göstergelerin iyileştiği ve faiz oranlarının düşük olduğu dönemlerde finansman kurumları tarafından daha fazla kredi kullanılması sonucunda gayrimenkule olan talebin artması, mevcut arzın talebi karşılayamaması nedeniyle “köpük” ya da “balon” olarak ifade edilen gayrimenkul fiyatlarının hızla yükselişe geçmesidir (Öztop ve Şekeroğlu 2016, Tanrıvermiş 2017). Finansal piyasalarda borçlanma miktarının aşırı artması ve gayrimenkul değerlerinin hep yükseleceği yönündeki beklenti de bu sonucu yaratan etkenlerdendir (Erdönmez 2005). Süreç içerisinde gayrimenkul üretiminin artması, piyasanın bir miktar doyuma ulaşması ve faiz oranlarının yeniden yükselmesiyle talep düşüşe geçmekte, bu defa değişken faizli kredilerin geri ödemelerinde aksaklıklar yaşanmasına, kredi ile alınan ya da teminat gösterilen gayrimenkulün satılmak istenmesine, bu durum gayrimenkul arzının giderek artmasına ve dolayısıyla gayrimenkul fiyatlarında hızlı bir düşüşe sebep olmaktadır (Şekil 3.2).

Gayrimenkul fiyatlarında oluşan bu balon etkisinin sönmesiyle finansal kurumların ödemeler dengesi bozulmakta, düşen gayrimenkul fiyatları nedeniyle kredi portföylerinin teminat değeri düşmekte, kredi hacmi daraldığından üretimin azalmasına, kredi kullanan tarafta ise gelir kaybı ile birlikte tüketimin yavaşlamasına ve ekonomik krize sebep olmaktadır (Ayan 2014, Tanrıvermiş 2017). Tarihsel süreçte 1929 yılında ABD’de yaşanan bunalımın ardından, özellikle sermaye hareketlerinin serbestleşmeye başladığı 1980’li yılların sonrasında Japonya, Finlandiya, İsveç gibi gelişmiş ülkeler ile Güney Asya ülkelerinde bu türden finansal krizler yaşanmıştır (Erdönmez 2005).



Şekil 3.2 Gayrimenkul piyasalarında köpük / balon oluşumu (Hepşen 2014)

Diğer taraftan 2008 yılında ABD’de yaşanan krizde görüldüğü üzere küreselleşmenin bir sonucu olarak menkul kıymetleştirme ile yeni finansal araçların uluslararası alana açılması sebebiyle ekonomik kriz yalnızca bulunduğu bölgeyi ya da ülke ekonomisini etkilemekle kalmayıp diğer ülkelere yayılmakta ve küresel krize dönüşebilmektedir (Ayan 2014). Yeni ve karmaşık yapıya sahip finansal ürünlerin kullanımı yaygınlaşırken sermaye piyasaları ile ilgili düzenlemelerin yetersiz kalması, denetimin aynı düzeyde yapılamaması, teminat alınan gayrimenkul değerlerinin ve kredi kullanan bireylerin ödeme güçlerinin iyi tespit edilmemesi gibi durumlar da finansal kurumların aşırı borçlanmasına ve finansal istikrarın bozulmasına sebep olmuş, bir piyasada başlayan sorunların diğer piyasalara nasıl yayılacağını göstermiştir (Kansu 2011).

4. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL FİNANSMANI VE GAYRİMENKUL SEKTÖRÜNÜN GELİŞİMİ

4.1 Konut Sorununa Yönelik Politikalar

Kentlerin geçirdiği süreçte ülkelerin gelişmişlik düzeyine göre değişmekle birlikte farklı zamanlarda benzer kentleşme sorunları yaşandığı görülmektedir. Gelişmiş ülkelerde kırdan kente göç ve hızlı kentleşme süreci sanayi devriminin etkisiyle XIX. yüzyıl sonlarında yaşanmışken, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde bu süreç daha çok İkinci Dünya Savaşı sonrasında gerçekleşmiştir. Türkiye’de de kentleşme sürecinin yaklaşık yarım asırlık bir geçmişi bulunmakta olup bu süreç başta konut sorunu, plansız yapılaşma, altyapı eksikliği olmak üzere pek çok kentsel sorunu da beraberinde getirmiştir (Özden 2008).

Türkiye’nin konut sorunu kavramı ile tanışması, kentleşmenin başladığı 1950’li yıllara dayanmaktadır. Sanayi yatırımlarının artması ve kentlerde işgücü açığının oluşması sebebiyle kırsal alandan büyük kentlere göç ile başlayan bu süreçte kentsel nüfusun artışı, konut ve altyapı gereksiniminin de hızla ve sürekli artmasına sebep olmuş, buna karşılık mevcut konut stoku ihtiyaca karşılık gelmemiş, yeterli miktarda arsa ve konut üretimi yapılamamıştır. Konut sunumunda yetersiz kalan devlet, kente göç edenlerin kendi çözümlerini yaratmasına engel olamamış, böylece kent çeperlerinde türeyen gecekondu ve kaçak yapılaşma alanları oluşmaya başlamıştır (Dündar 2003, Sönmez 2006, Yirmibeşoğlu 2010).

Bu süreçten en ağır şekilde etkilenen kent ise, başkent olması nedeniyle göç sürecinin çok daha önceden başladığı Ankara olmuştur. Devlet Planlama Teşkilatı (DPT)’nin 1960 yılında kurulması sonrasında hazırlanan kalkınma planlarında konut sorununun çözümüne yönelik politikalara yer verilmiş ancak çoğu kez yasal - yönetsel sorunlar nedeniyle bu politikalar uygulama alanı bulamamış, konut üretimi ve edinimi konusunda kurumsal bir yapı sağlanamamıştır (Demir ve Kurt 2005).

Bununla birlikte yıllar itibariyle devam eden nüfus artışı, ekonomik ve kültürel değişimlerin etkisiyle yaşam standartlarının değişmesi, yaşlı nüfusun, evlenmemiş birey sayısının artışı ve gayrimenkulün bir yatırım / teminat aracı olarak tercih edilmesi özellikle son yirmi yılda konut talebinin artmasına neden olmuştur (Hepşen 2010). Bu talebin karşılanmasında kuşkusuz mevzuat ve yönetim uygulamalarının yanı sıra en önemli faktör finansman boyutu olmaktadır. Türkiye'nin uzun yıllar yüksek enflasyon baskısı altında kalması, ülke genelinde ekonomik istikrarın sağlanamaması hem kişisel birikimlerin, hem de konut finansmanına yönelik kaynak aktarımının düzensiz ve yetersiz olmasına sebep olmuştur (Ayan 2011, Ayan 2014).

Türkiye'de Cumhuriyet'in ilanından 1990'lı yıllara kadar olan süreçte, dönemin niteliğine göre uygulanan konut politikaları, Türel (1989)'in aktarımına göre Tekeli (1982) tarafından aşağıda belirtilen beş ayrı dönemde incelenmektedir:

i. 1923-1945 Dönemi (Cumhuriyet Dönemi veya İkinci Dünya Savaşı Öncesi Dönem): Cumhuriyet'in kuruluşu ile başlayan bu dönemde öncelikli politikalar, bağımsızlığın devamlılığını sağlamak, savaş sonrasında ekonominin olumsuz etkilerini azaltmak ve var olan kısıtlı kaynağı sanayileşme ve demiryolu projelerine yönlendirmek olmuştur. Başkent Ankara'nın konut sorununa yönelik olarak memur konutları yapımına öncelik verilmiştir. Diğer kentlere örnek olması amacıyla özellikle 1929-1932 yılları arasında devlet kendisi konut üretmeye de çeşitli yasalar düzenlenerek krediler ve memur konutları için ayrılan ödeneklerle konut yapımı desteklenmiş, 1944 yılındaki yasa ile memur konutları yapımı görevi devlete verilmiştir. Savaş döneminin olumsuz etkilerini azaltmak adına 1939 yılında çıkarılan Milli Korunma Yasası ile konut kiralari sınırlandırılmış ve bu uygulamaya 1963 yılına kadar devam edilmiştir (Keleş 2010).

ii. 1945-1960 Dönemi (Çok Partili Dönem veya Kentleşme Dönemi): İkinci Dünya Savaşı sonrasında dünyadaki liberalleşme odaklı ekonomik açılımların etkisi, Türkiye'de çok partili sisteme geçildiği döneme yansımıştır. Emek yoğun sistemden, sermaye yoğun sisteme geçişle birlikte tarımda makineleşme devri başlamış; teknolojik gelişmeler, ulaşım sistemlerindeki yeniliklerle birlikte sanayi alanında işgücü açığının ortaya çıkmasıyla kırdan kente göç süreci yaşanmaya başlamıştır. Kentleşmenin hızlı biçimde

gerçekleştirdiği bu dönemde mevcut konut stoku, ihtiyacı karşılamadığı için özellikle büyük kentlerde gecekondu alanları oluşmaya başlamıştır. Bu nedenle dönemin konut politikaları, daha çok kaçak yapılaşmanın önlenmesi ve konut yapımının artırılması amacını taşıyan yasal düzenlemelerden oluşmaktadır.

Çalışma Bakanlığı ve İşçi Sigortaları Kurumu (SSK)'nın 1945 yılında kurulmasıyla işçi konut kooperatifleri oluşturularak işçi konutları üretilmesi konusunda adımlar atılmıştır. 1951 yılında Belediyeler Kanunu'nda değişiklik yapılarak belediyelere konut yapma zorunluluğu getirilmiş, bu sayede yerel yönetimlerin de konut üretimine katkı sağlaması amaçlanmıştır. 1926 yılında kurulan ve 1946 yılında Emlak Kredi Bankası'na dönüştürülen yapı ile konut ihtiyacı olan bireylerin kredi olanağı bulması sağlanmış, 1958 yılında İmar ve İskan Bakanlığı kurulmuştur (Demir ve Kurt 2005, Keleş 2010). Bu dönemde, özellikle de 1950'li yılların ortalarından itibaren, hızlı kentleşme, arsa fiyatları üzerindeki etkisini göstermeye başlamış, tek parsel üzerinde tek konut inşa edilmesi uygulaması değiştirilerek bir parsel üzerinde birden fazla konut yapımına izin verilmiştir (Çoban 2012). Bireylerin kendi konutlarını üretmesinin yanı sıra yap-satçılık olarak da adlandırılabilen bu üretim şekliyle konut sorunu, artık spekülatif bir konu haline gelmeye başlamıştır (Türel 1989).

iii. 1961-1980 Dönemi (Planlı Dönem): Bu dönem, 1961 Anayasası'nın yirmi yıl süreyle yürürlükte kaldığı, iki ihtilal arası dönemdir. İhtilal sonrası ekonomide yaşanan sorunlarla mücadele edebilmek, üretimi güçlendirmek için planlı ekonomi benimsenmiş, bu nedenle 1960 yılında (mülga) DPT'nin kurulması sonrasında 1963 yılından itibaren kalkınma planları hazırlanmış, dar gelirli ve yoksul ailelerin sağlık koşullarına uygun barınma gereksinimlerini karşılama görevi anayasa ile devlete yüklenmiştir. Bu bakımdan 1963-1967 ve 1968-1972 yıllarını kapsayan I. ve II. Kalkınma Planları'nın, daha ziyade konut sorunlarını ele alan, gereksiz yatırımlar yerine sosyal konut üretimini destekleyen bir yaklaşımı vardır. Ancak gecekondu sorununa yaklaşımda bir kabullenme söz konusu olmuş, nitekim 1966 yılında çıkarılan 775 sayılı Gecekondu Kanunu ile gecekondu yasal hale gelmiştir. Bir yandan geçmişte yapılan gecekondu yasal olarak tanınmış, diğer yandan yeni yapılanların da önüne geçilemeyerek özendirici bir tutum sergilenmiştir (Özden 2008, Keleş 2010). Gecekondunun, 1960'lı yıllar sonrasında

kooperatif ve yap-satçı modellerin yanında bir konut edinme yöntemi olarak benimsendiği görülmektedir.

III. Kalkınma Planı (1973-1977), önceki planlarla benzer tutum içinde, toplu konut yapımını teşvik eden, kooperatifçiliği özendiren bir yaklaşımdadır. 1978-1983 yıllarını kapsayan IV. Plan'da ise yine toplu konut yapımını teşvik edici krediler verilmesi, kentsel arsa üzerinde kamu otoritesinin sağlanarak rant oluşumunun engellenmesi, gelişme alanlarında arsa üretimine öncelik verilmesi önerilmiştir. Ülkenin siyasi istikrarsızlık içinde bulunduğu bu dönemde yasal düzenlemeler farklı hükümetler tarafından yapıldığı için hem plan ile bütünlük hem de uygulamada başarı sağlanamamış, yanı sıra 12 Eylül 1980 İhtilali ile planlı dönem kesintiye uğramıştır (Keleş 2010, Öztop ve Şekeroğlu 2016).

iv. 1981-1983 Dönemi (Ara Dönem veya 12 Eylül Dönemi): Türkiye için pek çok yönden bir dönüm noktası olan ve 1982 Anayasası'nın yürürlüğe girdiği bu süreçte konut politikaları adına en önemli gelişme, 1981 yılında 2487 sayılı Toplu Konut Kanunu'nun çıkarılmış olmasıdır. Önceki dönem plan kararları ile yapılan uygulamaların örtüşmemesi, 1980 sonrasında planın yürürlükten kaldırılması, yüksek faiz politikası sebebiyle konut üretimi ve yatırımının tercih edilir olmaktan çıktığı bu dönemde konut sorunu en üst düzeye ulaşmıştır. Bu yasa geniş çaplı konut üretimini özendirmek, düşük ve orta gelir düzeyine sahip bireyler için konut üretmek, toplumsal konut standartlarının belirlenerek üretim/edinim maliyetlerini azaltmak, büyük kentlerde oluşan yığılmayı önlemek amacındadır. Ayrıca bu yasa ile konut ilk kez bir yatırım alanı olarak görülmeye başlanmış ve bütçeden %5 oranında pay ayrılması hedeflenmiştir. Önceki dönemlerden edinilen deneyimler doğrultusunda hazırlanan bu yasa ilkeleri de tam olarak uygulanamamış ve 1984 yılında yürürlükten kaldırılmıştır.

v. 1984 Sonrası Dönem (Liberal Dönem): Bu dönem, küreselleşme olgusunun ön plana çıktığı, Türkiye'nin serbest piyasa ekonomisine geçtiği dönemdir. Konut politikalarının uygulanmasında yetkiyi tamamen merkezi yönetime bırakan bir anlayışla, 1984 yılında çıkarılan 2985 sayılı Yeni Toplu Konut Yasası, konut gereksiniminin karşılanması, ülke koşullarına uygun şekilde konut yapım esaslarının belirlenmesi ve Toplu Konut Fonu'nun

kurulması amacındadır. Toplu Konut Fonu yönetimi için Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi (TKKOİ) Başkanlığı kurulmuştur. Fon'a aktarılacak kaynak, bu defa bütçeden pay ayırmak yerine bütçe dışı çeşitli alanlardan temin edilen gelirler ile sağlanmış ve Fon'un hangi amaçlarla kullanılabileceği belirlenmiştir. Toplu Konut Fonu'nun kullanımı, toplu konut uygulamalarıyla ilgili kararların yanı sıra konut kredilerinin miktarı, vade süresi ve faiz oranlarına ilişkin düzenlemeler ise ilgili yönetmelikler sağlanmış, bu sayede bireysel kredilerin verilmesinin yolu açılmıştır. Toplu Konut Fonu'nun 1988 yılına kadar toplam konut üretiminde önemli bir payı olmuş, ancak hem fon kaynaklarının sınırlanması hem de kendisinin de bir konut üreticisi haline gelmesi kredi olanaklarını azaltmıştır. 1990'lı yıllarda mevzuat ve yönetsel sorunlar nedeniyle kurum atıl hale gelmiş, 1999 yılında yaşanan deprem sonrasında Arsa Ofisi'nin görevleri de bu yapıya devredilmiş ve yetki alanı genişletilerek TOKİ olarak bugünkü halini almıştır.

Özellikle V. Kalkınma Planı'ndan itibaren tüm planlarda tespit edilen konut açığı, konut yatırımlarına dair öngörülere yer verilmiştir. 1985-1994 yıllarını kapsayan V. ve VI. Kalkınma Planları, konut sektörünün ekonomiyi canlandıran ve istihdam olanaklarını arttıran yanına vurgu yaparken, kredilendirmede bankacılık sisteminin kullanılmasını, 1996-2000 yıllarını kapsayan VII. Plan ise konut yatırımlarının artırılmasına yönelik olarak sermaye piyasasının geliştirilmesi önerilerinde bulunmaktadır. 1999 yılında yaşanan depremin ardından konut açığı tekrar gündeme gelmiş ve 2001-2005 yıllarını kapsayan VIII. Plan'da konut üretimini / edinimini artırmak ilkesi benimsenerek konut finansmanının sermaye piyasası kurumları ile sağlanması öngörülmüştür. IX. Plan'da konut sorunsalı ayrı bir başlıkta ele alınmış, devletin konut konusundaki stratejilerine yer verilmemiştir (Geray 2007).

Özetle, Türkiye'de konut sorununa hızlı kentleşme, nüfus artışı, konut politikalarının sürdürülebilir olmaması, yasal - yönetsel sorunlar, yüksek enflasyon ortamı, istikrarsız ekonomik yapı ve buna bağlı olarak kamu destekli finansman kaynaklarının yetersiz olması gibi bir dizi etken sebep olmuş, başta ABD olmak üzere pek çok Avrupa ülkesinde yalnızca konut sektöründe değil gayrimenkul finansmanında uzun zamandır kullanılan

ipoteke karşılığı menkul kıymetleştirme ve diğer sermaye piyasası unsurları ancak 2000’li yıllarda yasal düzenlemelere konu olabilmıştır (Demir ve Kurt 2005).

4.2 Konut Politikası Uygulama Araçları

Türkiye’de ekonomik göstergelerin iyileşmesiyle gayrimenkul sektörünün hızlı bir gelişim gösterdiği 2000’li yıllara kadar olan süreçte konut sorunu ve finansmanı her zaman önceliğini korumuştur. Konut üretiminin artırılması ve gerekli finansmanın sağlanması konusunda tek yetki genellikle merkezi yönetime verilmiş, bu da konut politikalarının sürdürülebilir olmamasına ve uygulamaların yetersiz kalmasına sebep olmuştur. Konut finansmanında kurumsal olmayan yapıların da zaman zaman bir yöntem olarak benimsendiği dikkate alındığında Türkiye’de, Cumhuriyet’in ilanından 5582 Sayılı Kanun’un çıkarıldığı 2007 yılına kadar olan dönemde, uygulama araçlarının kurumsal ve kurumsal olmayan yapılar olmak üzere iki kolda yer aldığı görülmektedir (Yalçiner 2018).

4.2.1 Kurumsal olmayan kaynaklar

Kurumsal olmayan yapılara ilk örnek konut kooperatifleridir. Konut kooperatifleri, konut edinimi için yeterli kaynağı olmayan bireylerin daha uygun fiyata konut sahibi olabilmek için bir araya gelmesiyle kurulan, üyelerin aidatlarını düzenli ödenmesi ve devlet desteği sayesinde konut üretimi yapan, kar amacı taşımayan ve denetime tabi bir yapıdır (Hepşen 2010, Öztop ve Şekeroğlu 2016).

Türkiye’de özellikle kentleşmenin başladığı dönemlerde gelişmiş olsa da ilk örneği 1934 yılında Ankara Bahçelievler Yapı Kooperatifi ile verilmiştir (Samsunlu 2007). Toplu Konut Fonu sayesinde 1980 sonrasında kooperatif yoluyla konut üretimi artmıştır (Çizelge 4.1). Özellikle 1980-2000 yılları arasında toplam üretimin %15 - 25 kısmını yapı kooperatifleri oluştururken; TOKİ’nin konut üretimine başlaması, konut kooperatiflerine devlet tarafından verilen desteğin azalması, üyelerin uzun yıllar boyu aidat ödemek durumunda kalması, üretilen konutların kalite bakımından beklentileri karşılamaması gibi

nedenlerle etkinliği azalmaya başlamıştır (Geray 2007, Keleş 2010, Yalçiner 2018). Kooperatif eliyle konut üretimi günümüzde oldukça düşük düzeyde devam etmektedir.

Konut kooperatiflerinin dışında bireylerin kendi konutlarını inşa etmesi veya müteahhitte inşa ettirmesi halen kullanılan bir yöntemdir. Yap-satçılık olarak da ifade edilen bu uygulama 1950’li yıllarda “bir parsel üzerinde tek bir konut olması” kuralının değişmesiyle başlamıştır. Bireylerin kendilerine ait olan arazileri üzerinde müteahhit ile kat karşılığı inşaat sözleşmesi yapılmasıyla konut sahibi olunması ya da müteahhit tarafından inşa edilen konutun fiyatının peşin ödenmesi yerine çeşitli vadelerde ödenmesi söz konusudur. Bunun yanında konut edinemeyen bireylerin kendi konutlarını inşa etmesi yönteminde en büyük sorun gecekondü alanlarının oluşması olmuş ancak çıkarılan af yasaları ile bir anlamda konut ihtiyacına da çözüm olarak görülmüştür.

Çizelge 4.1 Ruhsatlı yeni ve ilave yapılarda yapı sahipliliği (Anonim 2019d).

Yıllar	Özel Sektör Payı (m ²)	Özel Sektör Payı (%)	Yapı Kooperatifi Payı (m ²)	Yapı Kooperatifi Payı (%)	Devlet Payı (m ²)	Devlet Payı (%)	Toplam (m ²)
1954	6.556.876	0,94	-	-	407.744	0,06	6.964.620
1960	6.203.819	0,94	-	-	398.299	0,06	6.602.118
1965	9.628.724	0,88	-	-	1.277.977	0,12	10.906.701
1970	16.877.909	0,85	1.681.355	0,09	1.182.489	0,06	19.741.753
1975	20.031.335	0,86	1.778.247	0,08	1.527.870	0,07	23.337.452
1980	23.056.130	0,81	4.055.121	0,14	1.311.150	0,05	28.422.401
1985	25.067.431	0,67	9.148.983	0,25	3.034.946	0,08	37.251.360
1990	45.063.901	0,75	9.880.778	0,16	5.138.356	0,09	60.083.035
1995	63.572.276	0,76	16.269.210	0,19	4.115.377	0,05	83.956.863
2000	43.780.528	0,71	11.190.779	0,18	6.723.634	0,11	61.694.941
2005	87.973.288	0,83	7.218.013	0,07	11.233.286	0,11	106.424.587
2010	145.564.214	0,83	10.347.493	0,06	20.517.659	0,12	176.429.366
2015	159.207.634	0,84	3.519.063	0,02	26.947.828	0,14	189.674.525
2018	114.207.160	0,79	3.048.602	0,02	26.564.076	0,18	143.819.838

4.2.2 Kurumsal kaynaklar

Konut politikası uygulama aracı olarak kurumsal kaynaklar; (i) kamusal fonlar, (ii) sosyal güvenlik kurumları, (iii) Toplu Konut İdaresi ve (iv) konut kredileri olmak üzere aşağıda belirtilen dört başlık altında incelenmektedir:

i. Kamusal Fonlar: Konut finansmanına kaynak sağlamak amacıyla merkezi yönetim tarafından geliştirilen uygulamalardan ilki kamusal fonlardır. Bayındırlık ve İskân Bakanlığı aracılığıyla belediye ve yapı kooperatiflerine gecekondü önleme bölgelerinde kredi desteği sağlanmıştır. Kamusal fonların çoğunlukla bütçe içinden karşılanması sebebiyle uygulama sürdürülebilir olmamıştır (Hepşen 2010).

Memur ve işçiler ile emeklilere belli bir süre finansman desteği sağlanarak konut sahibi olmalarını amaçlayan konut edindirme yardımları uygulaması ise 1986 yılında başlamıştır. Bireylerin statüsüne göre merkezi yönetim, işveren ya da sosyal güvenlik kuruluşları tarafından 180 ay boyunca sisteme fon aktarılarak süre sonunda hesap sahibinin birikimine göre belli miktar kredi alabilmesi amaçlanmıştır. Yardımların aktarımında yaşanan sorunlar nedeniyle kısa bir süre destek sağlanabilmiş, 1996 yılında bu uygulamaya son verilmiştir (Yalçiner 2018).

ii. Sosyal Güvenlik Kurumları: Türkiye’de sosyal güvenlik kurumlarının belli dönemlerde hem konut üretimi hem de kredilendirme yönleriyle konut finansmanına destek sağladığı görülmektedir. Bu kuruluşlar sahip oldukları büyük miktar tasarrufu çeşitli yatırım alanlarında değerlendirmenin yanı sıra konut üretimi yaparak üyelerinin uygun koşullarda konut sahibi olmasını sağlamış ya da fon açığı olan üyelerine ipotek karşılığı kredi tahsis etmiştir. Toplu Konut Fonu’nun kurulduğu 1984 yılına kadar SSK, sigorta primlerinin konut kooperatiflerine aktarılması ve üyelerine kredi sağlaması yönüyle konut finansmanındaki önemli kaynaklardan biri olmuş, keza BAĞ-KUR ve Ordu Yardımlaşma Kurumu (OYAK) da üyelerine kredi sağlamıştır (Yalçiner 2018). Özellikle 1980 sonrasında kurumların ekonomik yönden sıkıntıya düşmesi ve Toplu Konut Fonu’nun uygulamaya geçirilmesiyle SSK ve BAĞ-KUR’un bu konudaki etkinliği son ermiştir.

iii. Toplu Konut İdaresi: 12 Eylül 1980 askeri müdahalesi sonrasında hızlı nüfus artışı ve kentleşme sorunlarını çözmek, konut piyasasını canlandırmak amacıyla 1984 yılında 2985 Sayılı Kanun çıkarılmış, bütçe dışı kaynaklara sahip Toplu Konut Fonu ve bu fonun yönetimini sağlamak üzere kurulmuştur. Kurumun temel amacı dar ve orta gelirli ailelere konut üretmek, konut sektöründe faaliyet gösteren konut üreticilerine ve kooperatiflere model olmak ve kredi desteği sağlamaktır. 1990 yılında Toplu Konut İdaresi ve Kamu Ortaklığı İdaresi olarak ikiye ayrılmış, Fon yönetimi TOKİ'ye verilmiştir. 1993 yılında Fon'un bütçe kapsamına alınmasıyla kaynakları büyük ölçüde azaltılan İdare'nin konut üretimi de yavaşlamıştır.

TOKİ tarafından 1984-2002 yılları arasında 43.145 adet konut üretilmiş, 940.000 konuta kredi desteği sağlanmıştır (Anonim 2019b). 2002 yılında Toplu Konut Fonu kaldırılrsa da TOKİ'nin diğer görevleri devam etmiştir. 1999 ve 2001 yıllarında yaşanan depremler sonrasında toplu konut ve kentsel dönüşüm projeleri ile ilgili yasal düzenlemeler yapılmış ve TOKİ'nin faaliyet alanı genişletilmiştir. Günümüzde başlangıçtaki amacının dışında belediyeler ile işbirliği yapılarak kentsel yenileme ve dönüşüm projeleri, iş ve alışveriş merkezi gibi nitelikli projelerin yapımında görev almakta olup bu yönüyle sektörde faaliyet gösteren firmaları desteklemekten ziyade rakip olması yönüyle de eleştirilmektedir (Geray 2007, Keleş 2010).

TOKİ tarafından üretilen toplam konutun %86,27 paylık kısmını dar ve orta gelir grubu projeleri, alt-yoksul gelir grubu, kentsel dönüşüm projeleri, afet konutu uygulamaları ve tarım köy projeleri olmak üzere sosyal nitelikli konut projeler, %13,73 kısmını ise kaynak geliştirme ve gelir paylaşımı projeleri oluşturmaktadır (Şekil 4.1). TOKİ'nin 2019 yılında hazırladığı rapora göre, Türkiye'nin yıllık konut üretiminin yaklaşık %9,2 kısmı TOKİ tarafından sağlanmakta olup 2016-2023 yıllarını kapsayan orta vadeli hedef, 500.000 yeni konut üretmek olarak belirlenmiştir. “Depreme dayanıklı tasarımın, malzeme dayanımı ve inşaat yapımının yetersiz olduğu izinsiz / riskli binaların yıkılması ve eski binaların yenilenmesi amacıyla yürürlüğe giren 6306 sayılı Afet Riski Altındaki Yerlerin Dönüştürülmesi Hakkındaki Kanun kapsamında, Haziran 2019 itibariyle yerel yönetimlerle ortak başlatılan kentsel yenileme programı kapsamında 158 adet proje belediyelerle iş birliğinde fiili olarak sürdürülmekte olup yanı sıra 146.804 konutluk

kentsel dönüşüm projesinin inşaatı başlatılmış ve 83.171 adet konutun üretimi tamamlanmıştır.” (Anonim 2019b).



Şekil 4.1 TOKİ konut üretiminin proje niteliğine göre dağılımı (Anonim 2019b)

Konut finansmanında geçmişte uygulanan bir başka yöntem ise, konut ve gayrimenkul sertifikaları olmuştur. TKKOİ tarafından brüt 1 metrekare büyüklükte konuta eşdeğer bir menkul kıymet olarak 1989 yılında 5 yıl süreli olarak ihraç edilmiştir. Küçük tasarrufların yatırıma dönüştürülmesi ve bu yatırımların enflasyondan etkilenmemesi amaçlanmakta olup Toplu Konut Yönetimi tarafından satışa sunulan sertifikalar istenildiğinde nakde çevrilebilme ve ikincil piyasada alınıp satılabilme özelliğine de sahiptir (Keleş 2010). Ancak sertifika satış fiyatlarının TKKOİ tarafından belirlenmesi, bu durumun serbest piyasa ekonomisine uygun bir yaklaşım olmaması, ilk ihraç fiyatlarının yüksek bulunması, söz konusu dönemde enflasyon oranlarının yüksek olması ve getirisinin düşük kalması gibi nedenlerle bu yöntemin devamlılığı sağlanamamıştır (Yalçiner 2018). Daha sonra 1995 yılında gayrimenkul sertifikaları ile ilgili tebliğ düzenlenerek, 1996 yılında Türkiye Emlak Bankası AŞ tarafından İstanbul – Ataşehir Konut Projesi’nin finansmanında kullanılmak üzere projede yer alan 382 konut için gayrimenkul sertifikası ihraç edilmiştir. İhraç sonrası “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Tahvil ve Bono Piyasası” bünyesinde işlem görmeye başlamış, 28.10.1997 tarihinde işleme

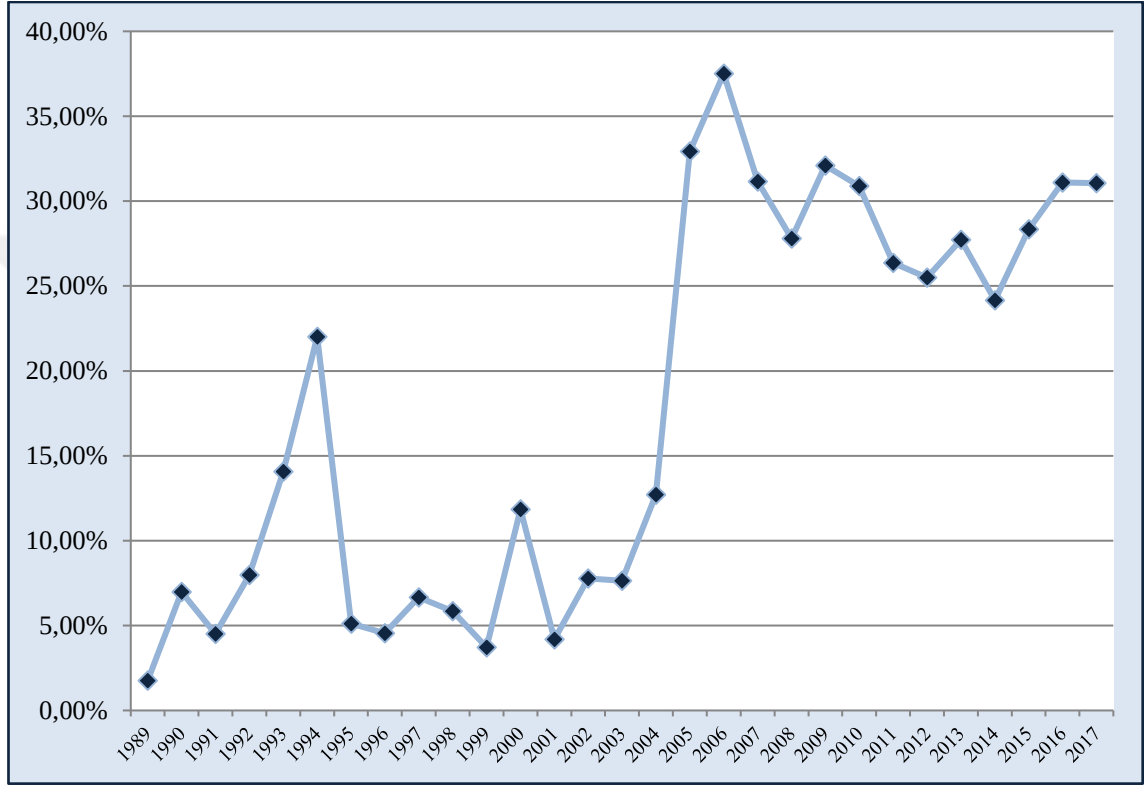
kapatılmıştır. Her iki uygulamada da sertifika bedeli ve artış miktarının ihraç eden kurum tarafından belirlenmesi, beklenen getirinin enflasyon oranlarının altında kalması gibi sebeplerle sürekliliği sağlanamamıştır (Tanrıvermiş 2017).

iv. Konut Kredileri: Konut sahibi olmak isteyen ve kaynak açığı bulunan bireylere konut kredisi sağlayan ilk yapı 1926 yılında kurulan ve 1988 yılında ismi değiştirilen Emlak Bankası olmuştur. 1990'lı yıllara kadar ucuz konut kredisi temin etmekle yükümlü banka sonraki yıllarda sosyal konut üretimi amacının dışına çıkarak lüks konut üretimine başlamış ve farklı gelir seviyelerine hitap eden bir yapıya bürünmüştür. Bu değişim her ne kadar daha önce örneği verilmemiş bazı kamu-özel sektör işbirliklerinin önünü açmış olsa da, dönemin ekonomik koşulları sebebiyle banka sermayesi yetersiz kalmış ve 2001 yılında Merkez Bankası'na devredilmiştir (Yalçiner 2018).

Cumhuriyet'in kuruluşundan 1990'lı yılların başına kadar bankacılık sektörü gerek yasal düzenlemeler, gerek ekonomik şartlar sebebiyle konut finansmanı dışında kalmış, bu durum hem bankacılık sektörünün, hem de gayrimenkul piyasalarının gelişimini olumsuz yönde etkilemiştir. 1929 ekonomik krizi sonrasında ticari bankaların gayrimenkul alım satımına yönelik kredi vermesi yasaklanmış ve bu sıkı uygulama 1979 yılına dek sürdürülmüştür. Daha sonra ticari bankaların kredi vermesinin önü açılrsa da, yüksek enflasyon ve faiz oranları sebebiyle ticari bankalar bu alana ilgi göstermemiştir. 1989 yılından sonra ticari bankaların alternatif kaynak arayışında olması konut kredisi sunumunu tercih edilir hale getirmiş ve başta Pamukbank olmak üzere diğer ticari bankalar tarafından yüksek faiz oranında kısa vadeli konut kredisi verilmeye başlanmıştır (Hepşen 2010).

Konut kredileri konusundaki bu milattan sonra 2000'li yılların başına kadar Türkiye'de kullandırılan konut kredisi miktarı yıllar içinde genellikle artış eğilimi gösterse de, siyasi ve ekonomik istikrarsızlık ve bunların sonucunda yüksek enflasyon ve faiz koşullarının devam etmesi, kredi geri ödemelerinde sorunlar yaratmış ve bu durum konut kredilerinde zaman zaman dalgalanmalara sebep olmuştur (Şekil 4.2). 1998 Güneydoğu Asya Krizi ve özellikle 2001 yılında Türkiye'de yaşanan ekonomik kriz, konut kredilerinin tekrar düşmesinde önemli etkenlerdir (Akçay 2006, Hepşen 2010). Bu krizler sonrasında

uygulanen politikalar sayesinde ekonomide istikrar sağlanmış ve faiz oranlarının düşüş eğilimi, konut kredisi hacmini yeniden arttırarak bankacılık sektörünün bu alandaki gelişimini hızlandırmıştır. 2005 yılındaki hızlı yükseliş bunun bir göstergesi olup 2008 küresel krizinin olumsuz etkileri yansıyana dek artış eğilimi devam etmiştir (Akçay 2006).



Şekil 4.2 Türkiye’de konut kredilerinin tüketici kredilerine oranı (Anonim 2019c)

4.3 Konut Finansman Sistemi (Mortgage)

Türkiye’de nüfus artışı ve hızlı kentleşmenin yaşandığı 1950’li yıllar, ihtilaller dönemi ve 1980 sonrasındaki siyasi ve ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde konut politikaları genellikle siyasi bir araç olarak görülmüş, yasal zemine dayanan, işlerliği ve sürekliliği olan bir finansman modeli sağlanamamıştır. Konut üretiminde özel sektörün payı %90-96 arasında iken, kamu kesiminin konut üretimindeki payı %4-8 arasında gerçekleşmiştir (Samsunlu 2007). Konut finansmanında genellikle kurumsal olmayan kaynaklar ve az miktarda konut kredileri kullanılmıştır.

Nüfus artış hızı geçmiş yıllara göre azalmış olsa da, il ve ilçe merkezlerinde ikamet edenlerin toplam nüfusa oranında yıllar itibariyle sürekli bir artış görülmektedir. Demografik yapı ve kentleşme ile ilgili güncel veriler dikkate alındığında, Cumhuriyet döneminin ilk nüfus sayımına göre kentsel nüfusun toplam nüfusa oranı %24 iken, 2000’li yıllarda kentleşme oranı %70’lere ulaşan Türkiye’de gelir düzeyinin artması, teknolojik yenilikler, sosyo - ekonomik değişiklikler yaşam koşullarının da değişmesine neden olmakta, bu hususlar konut talebini, konut niteliğindeki değişim talebini sürekli canlı tutmaktadır. Nitekim kentsel nüfus oranı giderek artmış ve 2018 yılında %92’yi geçmiş durumdadır (Çizelge 4.2).

Çizelge 4.2 Türkiye’de kentsel ve kırsal nüfus dağılımı (Anonim 2019d)

Yıllar	Toplam Nüfus (Kişi)	Kent Nüfusu Oranı ¹² (%)	Kırsal Nüfusun Oranı ¹³ (%)
2007	70.586.256	70,48	29,52
2008	71.517.100	74,96	25,04
2009	72.561.312	75,53	24,47
2010	73.722.988	76,26	23,74
2011	74.724.269	76,80	23,20
2012	75.627.384	77,28	22,72
2013	76.667.864	91,35	8,65
2014	77.695.904	91,75	8,25
2015	78.741.053	92,10	7,90
2016	79.814.871	92,30	7,70
2017	80.810.525	92,51	7,49
2018	82.003.882	92,27	7,73

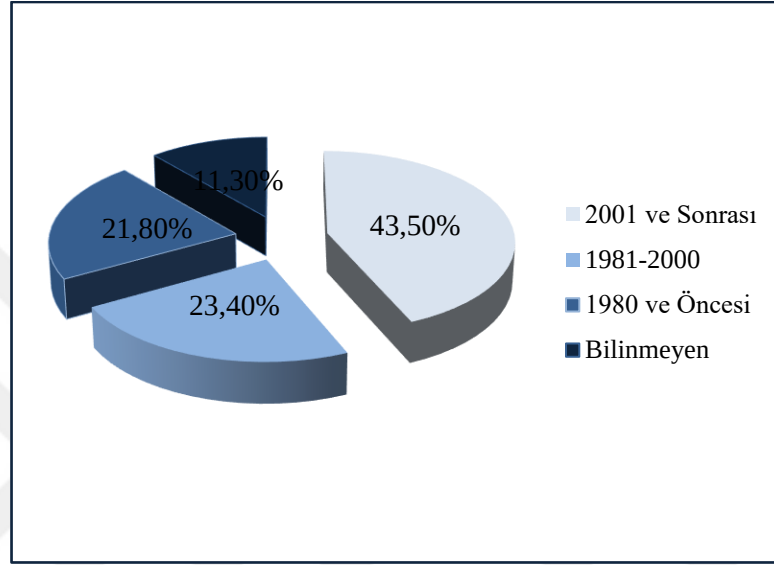
Hızlı kentleşme sürecinde konut gereksiniminin yeter miktarda karşılanamaması sonucu kaçak yapılaşma önüne geçilememiş ve özellikle büyük kentler plansız şekilde gelişmiştir. TÜİK¹⁴ tarafından 2000 yılında yapılan bina sayımına göre; Türkiye’de kentlerde yer alan toplam 13.597.676 adet konutun %38’i ruhsatsız inşa edilmiş, %67’si için yapı kullanma izni alınmamış bu tarihten sonra bina sayım çalışması yapılmamıştır (Anonim 2000). Kaçak yapılaşma ve gecekondü alanlarının yanı sıra; mevcut yapı

¹² “İl ve ilçe merkezleri nüfusunun toplam nüfus içindeki oranını ifade etmektedir” (Anonim 2019d).

¹³ “Belde ve köyler nüfusunun toplam nüfus içindeki oranını ifade etmektedir” (Anonim 2019d).

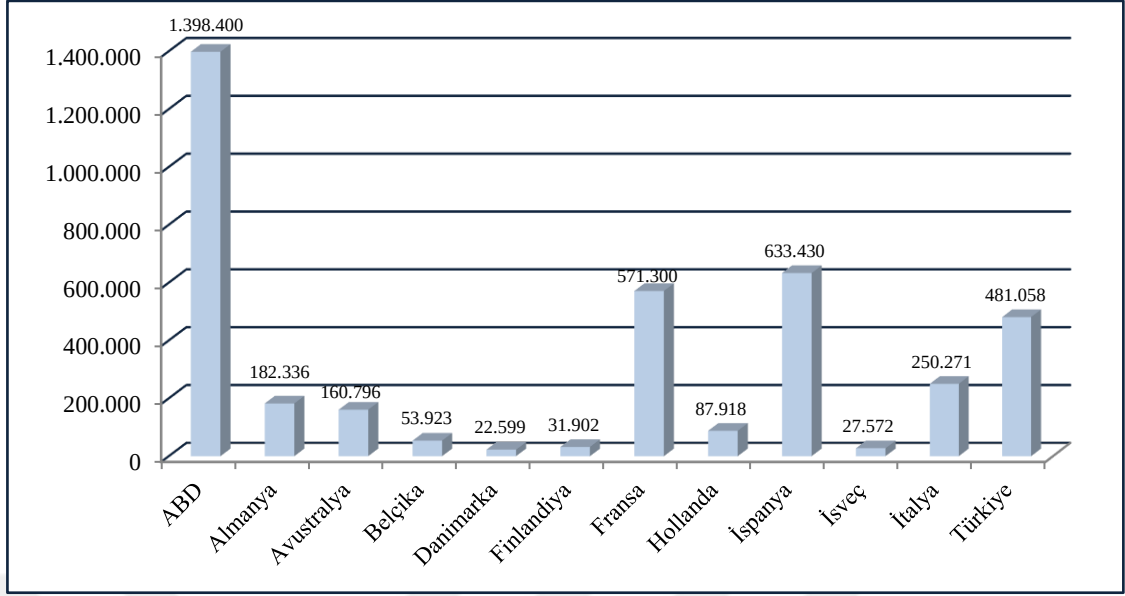
¹⁴ Önceki adıyla Devlet İstatistik Enstitüsü (DİE).

stokunun bir bölümünü de fiziksel veya ekonomik ömrünü tamamlayan yapılar, tamir - bakım - güçlendirme gereksinimi olan yapılar ve riskli alanda kalan yapılar oluşturmaktadır. TÜİK tarafından 2011 yılında hazırlanan Nüfus ve Konut Araştırması başlıklı çalışmaya göre; mevcut yapı stokunun yaklaşık %45'inin 2000 yılı ve öncesinde yapılmış olduğu, %11'inin ise tespitinin bulunmadığı görülmektedir (Şekil 4.3).



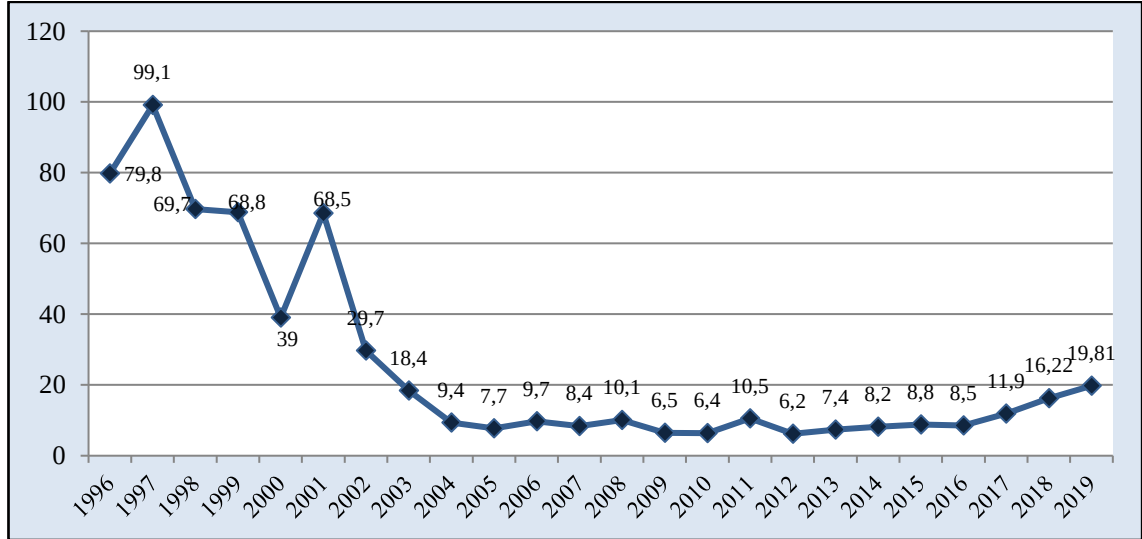
Şekil 4.3 Türkiye’de konutların inşa edildiği yıla göre dağılımı (Anonim 2011)

TÜİK tarafından 2000 yılında yapılan bina sayımı verileri dikkate alındığında bu yapıların büyük bölümünün ruhsatsız ve / veya iskânsız olarak inşa edilmiş olduğu ortadadır. Nitekim XI. Kalkınma Planı (2019-2023)’nda konut ihtiyacının yerleşmelere göre belirlenebilmesi için, konut stokunun tespit edileceği belirtilmekte olup deprem sonrasında riskli alanlarda bulunan veya inşai özellikleri sebebiyle risk unsuru içeren yapıların tespitinin halen tamamlanmamış olması oldukça önemli bir sorundur. Tüm bu yapı stokunun tespitinin tamamlanıp yeniden inşa edilmesi, dönüştürülmesi veya güçlendirilerek ülke ekonomisine kazandırılması gerekmektedir. Mevcut yapı ve özellikle konut stokuna yönelik envanter çalışması yapılmamış olsa da, yapı izinlerinin durumu ve ülkeler arasındaki yerine bakıldığında, Türkiye’nin inşaat ve gayrimenkul sektörü bakımından hızla büyüyen bir piyasa olduğu görülmektedir (Şekil 4.4).



Şekil 4.4 Yapı izni sayısı bakımından ülkeler (Anonymous 2018a)

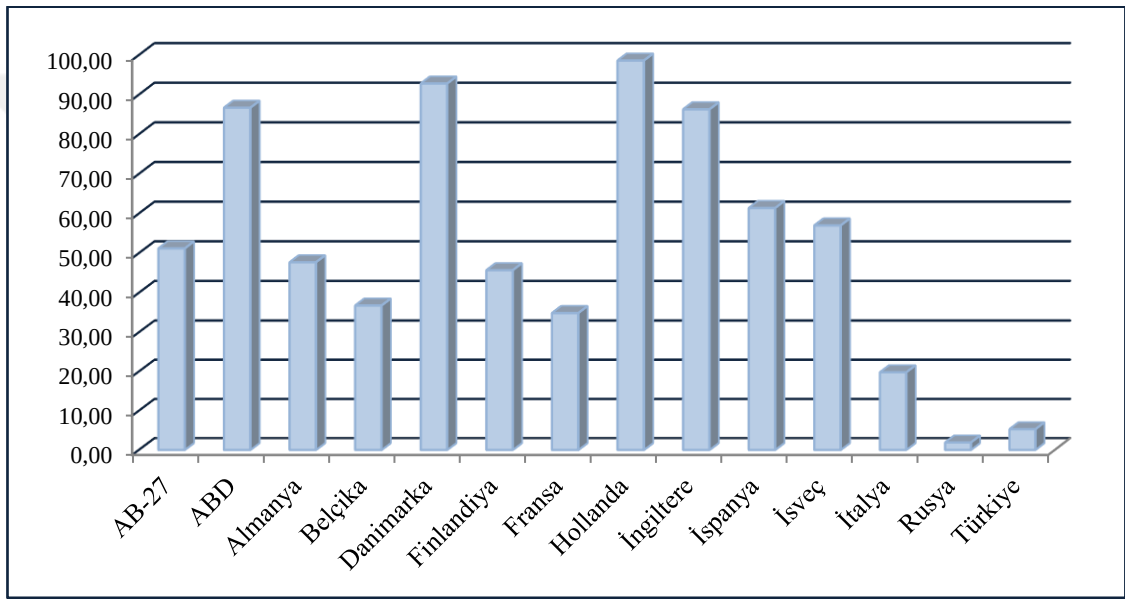
Ekonomide yüksek enflasyon ortamı, faiz oranlarının yüksek olması ve vade uyumsuzluğu gibi hususlar, borçlanma maliyetinin artmasına neden olmaktadır. Türkiye’de 1990’lı yıllar boyunca enflasyon oranları çok yüksek seyretmiş, ancak 2003 sonrasında tek haneli rakamlara ulaşılabilmiştir (Şekil 4.5).



Şekil 4.5 Türkiye’de enflasyon oranının değişimi (Anonim 2019d)

Konut kredilerinde vade süreleri 10-15 yıla kadar uzasa da, özellikle yüksek faiz dönemlerinde yıllık maliyet yükselmektedir. Diğer taraftan uzun vadeli kredilere kaynak

sağlayan tasarrufların kısa vadeli olması finansal açıdan vade uyumsuzluğu sorununu getirmektedir. Kredi veren kuruluşlar risk payını azaltmak için krediye ek maliyet yükleyebilmektedir. Bu durumda konut kredileri alt ve orta gelir grubu için tercih edilebilir bir seçenek olmaktan çıkmaktadır. Konut ediniminde kullanılan finansman kaynaklarının ancak %3'ü kurumsal yöntemler ile sağlanmış, bunun dışındaki kısım kurumsal olmayan yöntemler kullanılarak temin edilmiştir.¹⁵ Nitekim Türkiye’de konut kredisi hacmi her yıl artış gösterse de konut kredilerinin gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı gelişmiş ülkelere göre oldukça düşük seviyede kalmıştır (Şekil 4.6).



Şekil 4.6 Dünya’da ve Türkiye’de ipotek kredilerinin GSYİH’ye oranı (Anonymous 2018a)

Gelişmiş ülkelerde ipotek kredilerinin çok daha düşük faiz oranlarında 20 - 30 yıl vadeli kullanması mümkün iken, Türkiye’de krediye kaynak sağlayan tasarrufların genellikle kısa vadeli olması, sigorta şirketleri, emeklilik ve yatırım fonları, uluslararası fonlar gibi büyük miktar tasarrufların aktarılabilceği bir piyasanın bulunmaması nedeniyle daha düşük vadeli ve çok daha yüksek faiz oranlarında kredi sunulabilmiştir (Kömürlü ve Önel 2007). (Çizelge 4.3).

¹⁵ 5582 Sayılı Kanun’un gerekçe metninden yararlanılmıştır.

Çizelge 4.3 Çeşitli ülkelerde konut kredisi yıllık faiz oranları (%) (Anonymous 2018a)

Ülkeler	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ABD	6,41	6,34	6,04	5,04	4,69	4,46	3,66	3,98	4,17	3,85	3,65	3,99
Almanya	4,61	5,09	5,22	4,26	3,69	3,84	3,06	2,76	2,49	1,95	1,76	1,83
Avustralya	7,61	8,20	8,91	6,02	7,28	7,74	6,98	6,18	5,95	5,58	5,42	5,24
Belçika	4,08	4,71	5,09	4,25	3,59	3,81	3,63	3,45	3,17	2,49	2,11	2,09
Danimarka	4,28	5,36	5,77	3,21	2,17	2,41	1,41	1,20	1,29	1,09	1,15	1,00
Finlandiya	3,72	4,71	5,01	2,45	1,98	2,50	1,97	1,98	1,80	1,35	1,16	0,95
Fransa	3,71	4,26	4,84	4,09	3,42	3,80	3,56	3,01	2,72	2,11	1,61	1,52
Hollanda	4,38	4,97	5,34	4,86	4,52	4,55	4,27	3,78	3,37	2,93	2,59	2,41
İngiltere	5,05	5,69	5,75	4,21	3,81	3,62	3,69	3,24	3,12	2,62	2,34	2,03
İspanya	4,05	5,10	5,67	3,25	2,53	3,37	3,30	3,04	2,96	2,24	2,01	1,95
İsveç	3,59	4,58	5,25	2,06	2,39	3,87	3,48	2,75	2,24	1,66	1,60	1,58
İtalya	4,87	5,72	5,09	2,88	2,97	4,03	3,69	3,50	2,83	2,50	2,02	1,90
Japonya	2,83	2,82	2,89	2,74	2,36	2,32	1,95	1,87	1,62	1,52	1,06	1,23
Rusya	13,70	12,60	12,90	14,30	13,10	11,90	12,29	12,44	12,45	13,35	12,48	10,64
Türkiye	18,27	18,30	18,63	15,60	11,05	11,59	12,37	9,69	11,86	12,31	13,25	12,14

İfade edilen bu hususlar Türkiye’de konut finansmanı sistemi oluşturulmasını zorunlu kılmış ve 2007 yılında “5582 sayılı Konut Finansmanı Sistemine İlişkin Çeşitli Kanunlarda Değişiklik Yapılması Hakkında Kanun” yürürlüğe girmiştir. Konut finansman sisteminin temel fonksiyonu, konut talep eden ve kaynak yetersizliği olan kesimin daha uygun koşullarda fon temin edebilmesini sağlamaktır. Bunun dışında diğer hedef ve beklentiler aşağıda belirtilmiştir:

- Uygun borçlanma koşulları (daha düşük faiz oranı ve daha uzun vade) sebebiyle konut talebinde artış olması,
- Konut talebindeki artışın inşaat ve gayrimenkul sektörünü canlandırması ve bunların ekonomiye katkısının artması,
- Gayrimenkul ile ilgili tüm faaliyetlerde kurumsallaşmanın sağlanması ve belirli standartların getirilmesi,
- Kayıtdışılığın önlenmesi,
- Kaçak yapılaşmanın önlenmesi,
- Konut üretiminin daha nitelikli hale gelmesi,
- Fiziksel ve/veya ekonomik ömrünü tamamlayan yapıların yenilenmesi ve dönüşümü,
- Yüksek maliyet gerektiren gayrimenkul projelerine finansman desteği sağlanması,

- Alternatif yatırım araçları sayesinde kurumsal yatırımcı ve yabancı sermayenin sermaye piyasalarına kazandırılması,
- Gayrimenkul piyasaları ile ilgili verilerin temin edilmesi.

İlgili kanun ile “2004 sayılı İcra ve İflas Kanunu¹⁶, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu¹⁷, 2985 sayılı Toplu Konut Kanunu¹⁸, 3226 sayılı Finansal Kiralama Kanunu¹⁹, 4077 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun²⁰ ve vergi ile ilgili bazı kanunlarda değişiklikler yapılarak yasal çerçeve hazırlanmış, bunlara ek olarak tapu kayıt sistemi, kredilendirme, sigorta mekanizması ve gayrimenkul değerlendirme gibi alanlarda yeni düzenlemelere gidilmiştir (Yalçiner 2018).

Konut finansmanı ve konut finansman fonunun altyapısı 2499 Sayılı Kanun’un 38. maddesine yapılan ilave ile hazırlanmış, 6362 Sayılı Kanun ile konut finansmanının kapsamı genişletilmiş, özellikle ikincil piyasanın gelişimine yönelik düzenlemelere daha çok yer verilmiştir. Konut finansman sistemi, ilgili kanunun “Konut ve Varlık Finansmanı ile İpotek Finansmanı Kuruluşları” başlığı altında yer almakta olup Kanun’un 57. maddesinde konut finansmanı; “Konut edinmeleri amacıyla tüketicilere kredi kullandırılması, konutların finansal kiralama yoluyla tüketicilere kiralanması, sahip oldukları konutların teminatı altında tüketicilere kredi kullandırılması ve bu kredilerin yeniden finansmanı amacıyla kredi kullandırılmasıdır” şeklinde tanımlanmaktadır.

Konut finansmanı kapsamına, konut finansmanı kuruluşları, konut finansmanı fonları ve ipotek finansmanı kuruluşlarının bu kredilere ve alacaklara dayalı veya bunların teminatı altındaki işlemler girmektedir. Konut finansmanı kuruluşları ise, konut finansmanı kapsamında doğrudan tüketiciye kredi kullandıran ya da finansal kiralama yapan bankalar ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu tarafından konut finansmanı faaliyetinde bulunması uygun görülen finansal kiralama şirketleri ve finansman şirketleri olarak

¹⁶ T.C. Resmi Gazete, Tarih: 19.06.1932, Sayı: 2128

¹⁷ T.C. Resmi Gazete, Tarih: 30.07.1981, Sayı: 17416

¹⁸ T.C. Resmi Gazete, Tarih: 17.03.1984, Sayı: 18344

¹⁹ T.C. Resmi Gazete, Tarih: 28.06.1985, Sayı: 18795

²⁰ T.C. Resmi Gazete, Tarih: 08.03.1995, Sayı: 22221

belirlenmiştir. Konut ve varlık finansmanına ilişkin yapılan alt düzenlemeler ise aşağıda yer almaktadır:

- “Varlığa ve İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Tebliği (III-58.1)”,
- “Teminatlı Menkul Kıymetler Tebliği (III-59.1)”,
- “İpotek Finansmanı Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ (III-60.1)”,
- “Kira Sertifikaları Tebliği (III-61.1).”

Kanunda ipotekle teminat altına alınmış alacaklara dayalı olarak ihraç edilecek tüm sermaye piyasası araçları, ipotekli sermaye piyasası aracı olarak sayılmakta olup buna göre ipotekli sermaye piyasası araçları; “ipotek teminatlı menkul kıymetler, ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ipotek finansmanı kuruluşları tarafından ihraç edilen hisse senedi dışındaki sermaye piyasası araçları ve konut finansmanından kaynaklanan alacaklara dayalı olarak veya bu alacakların teminatı altında ihraç edilen diğer sermaye piyasası araçları” olarak belirlenmiştir.

4.4 Gayrimenkul Finansmanında Kurumsal Yatırımcılar ve Gayrimenkule Dayalı Sermaye Piyasası Araçları

Gayrimenkul ve özellikle konut sektörü, bir ülkenin sosyal ve kültürel yapısını ortaya koyarken bir yandan da yatırım aracı olarak ülke ekonomisinin büyümesine katkı sunmakta ve finansal piyasaların gelişimini etkilemektedir. Gayrimenkul yatırımlarının yüksek maliyet gerektirmesi sebebiyle gayrimenkul talebi çoğunlukla borçlanma yoluyla sağlanmaktadır. Kredi faiz oranlarının yüksek olduğu dönemlerde ya da krediden doğan ilave masraflar yatırım maliyetini arttıran unsurlar olduğundan Türkiye’de gayrimenkul finansmanı, 1990’lı yılların başına kadar ağırlıklı olarak kurumsal olmayan kaynaklar ve banka kredileri ile sağlanmıştır.

Gayrimenkul arzını elinde bulunduran üretici veya yatırımcı kesim ise bu varlığı uygun koşullar oluştuğunda bir an önce piyasa değerinden nakde dönüştürmek istemektedir. Bu çoğu zaman kolay gerçekleşebilecek bir eylem değildir çünkü el değiştirme işleminin

genellikle alıcı ve satıcı arasında pazarlık usulü ile yapılması, alıcının gayrimenkul fiyatını ödeyebilme gücü ya borçlanma olanaklarının varlığı, gayrimenkul alım - satımından doğan vergisel yükümlülükler de ek maliyetler oluşturabilmektedir. Bunun yanı sıra gayrimenkule doğrudan yatırım yapıldığında gayrimenkul finansal açıdan duran bir varlık olarak işlem görmektedir. Bir başka deyişle gayrimenkul değerini korusa bile likit bir varlık olmadığından diğer finansal araçlar ile rekabet düzeyi düşüktür. Ayrıca gayrimenkulün yıpranma payı, bakımı, yönetimi gibi teknik bilgi gerektiren ek maliyetler de söz konusu olabilmektedir. Bu sebepler hem gayrimenkul taleplerinin karşılanması, hem de gayrimenkul yatırımlarının finansmanını sağlamak üzere alternatif kaynaklar yaratılmasını gerektirmiştir. Yatırım aracı olarak tercih edilen gayrimenkulün finansal piyasalara kazandırılması, gayrimenkule dayalı finansal ürün çeşitliliğini sağlarken, gayrimenkul piyasalarının finansal piyasalar ile etkileşimi artmakta, dolayısıyla ülke ekonomisine katkı sağlanmaktadır.

Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul talebinde bulunan kesimin gayrimenkul sahibi olabilmesi için alternatif finansman olanakları geliştirmek, küçük yatırımcıların gayrimenkul piyasalarına yatırım yapmasını sağlamak, büyük gayrimenkul projelerine finansman kaynağı yaratmak, yabancı yatırımcıların ülke ekonomisine çekilmesini sağlamak amacındadır. Türkiye’de gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları, gayrimenkul sertifikaları ve kira sertifikaları olarak düzenlenmiştir.

GYO ve GYF ise, Türkiye sermaye piyasalarında gayrimenkule dayalı yatırım yapan kurumsal yatırımcılar olup portföylerinde kira sertifikası veya gayrimenkul sertifikası bulundurabilir. Bununla birlikte gayrimenkul yatırım ortaklığı payı ve gayrimenkul yatırım fonu katılma payı da, gayrimenkule dayalı birer sermaye piyasası aracı olmaktadır²¹.

²¹ Bu başlık altında GYO, GYF ve kira sertifikaları alt başlıklar halinde, çalışmanın temel konusu olan gayrimenkul sertifikaları ise ayrı bir başlık altında incelenmiştir.

4.4.1 Gayrimenkul yatırım ortaklıkları (GYO)

Gayrimenkul yatırım ortaklığı, “gayrimenkule, gayrimenkule dayalı projelere ve / veya gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak amacıyla kurulmuş portföy yönetim şirketleri” olarak tanımlanmaktadır. Bu şirketler, portföyündeki gayrimenkul veya gayrimenkule dayalı yatırımlarından elde ettiği kar payını yıl sonunda ortaklarına dağıtabilmektedir. GYO’ların temel amacı; getirisi yüksek olan gayrimenkullere yatırım yapmak, gayrimenkul projelerine yatırım yapmak ve portföyünde bulunan gayrimenkullerden kira geliri ya da alım satımdan doğan değer artış kazancı elde etmektir.

GYO’lar, sermaye piyasalarının derinleşmesini sağlayan, portföydeki varlıkların profesyonel yönetimi ve periyodik olarak değer tespitinin yapılması sayesinde yatırımcılar nezdinde güven unsuru oluşturan, tasarrufların yatırıma dönüştürülmesinde, kayıtdışılığın önlenmesinde, nitelikli gayrimenkul üretiminin arttırılmasında etkin bir rol üstlenmekte olup gayrimenkul piyasalarının kurumsallaşmasını ve yabancı yatırımcının ülkeye çekilmesine, küresel sermayenin dolaşımına katkı sağlayan bir yapıya sahiptir (Kaçira 2009).

GYO’lar, ekonomi açısından olumlu etkilere sahiptir. Gayrimenkul yatırımları, sermaye yoğun yatırımlar olup faiz yükü içeren banka kredileri bu maliyeti daha da yükseltmektedir. Finansman sorunu ancak gayrimenkul piyasalarının kurumsallaşması ve menkul kıymetleştirme uygulamalarının arttırılması ile aşılabilmekte olup burada vergi muafiyetleri sağlanarak gayrimenkul finansmanında kullanılmak üzere teşvik edilen GYO’lar öne çıkmaktadır (Kaçira 2009, Pirounakis 2013). GYO’lar, gayrimenkule dayalı portföyü işletmek ve yönetmek suretiyle kar elde etme amacıyla olan halka açık şirketler olup para piyasalarından yüksek maliyetli borçlanma yerine sermaye piyasalarından sağladığı fonlarla yatırım yapmaktadır (Şarkaya 2007).

GYO’lar tarafından sermayenin belli bir kısmının halka arz edilmesiyle yerli ve yabancı kurumsal yatırımcıdan sağlanan fonlar gayrimenkul piyasasına aktarılmakta, özellikle büyük gayrimenkul projeleri, ticari nitelikli gayrimenkuller, karma projeler veya kentsel

dönüşüm projeleri gibi gerçekleştirilmesi için yüksek maliyet gerektiren gayrimenkul yatırımlarına gereken finansman desteği sağlanmaktadır (Şarkaya 2007). Dolayısıyla GYO'ların temelinde de yine kaynak fazlası olan kesimden kaynak açığı olan kesime kurumsal bir yapı dahilinde fon aktarımı sağlamak amacı bulunmakta olup bu yönüyle gayrimenkul finansmanında kurumsal bir yatırım aracı olarak da tanımlanabilmektedir (Kaçira 2009). Diğer sermaye piyasası araçlarında olduğu gibi GYO'ların en önemli işlevlerinden biri, gayrimenkulü menkul kıymet haline getirerek gayrimenkul yatırımlarının en önemli risklerinden olan likidite sorununu büyük ölçüde ortadan kaldırmasıdır. GYO'lar, hem gayrimenkul piyasaları hem de sermaye piyasalarında aktif rol üstlenen kurumsal bir oyuncu olmaktadır (Kaçira 2009).

Yatırımcı açısından ise likit bir varlık olmayan gayrimenkulü satın alma yoluyla yatırım yapmak yerine, gayrimenkul yatırım ortaklığı hisselerini satın alma, bir başka ifadeyle şirkete ortak olma yoluyla getirisi yüksek gayrimenkul türlerine ve / veya projelerine küçük oranda da olsa yatırım yapma şansı elde edilirken, hisse senetlerinin borsada olası fiyat artışı nedeniyle de kazanç sağlanabilmektedir. Hisse senedi aracılığı ile bir menkul kıymete dönüştürülmüş olan gayrimenkul yatırımı bu sayede istenildiği zaman nakde çevrilebilmektedir (Hepşen 2017, Yalçiner 2018). Yatırımcı için herhangi bir sınırlama olmaması, küçük yatırımların sermaye piyasalarına kazandırılmasına, her kesimden yatırımcının gayrimenkule dayalı yatırım yapmasına dolayısıyla sermaye piyasalarının işlem hacminin artmasına olanak sağlamaktadır (Kaçira 2009).

GYO'ların portföyü, profesyonel bir kadro tarafından yönetilmektedir. Yönetim yeni yatırım alanlarının, yeni projelerin belirlenmesi, piyasa koşullarının sürekli takip edilerek beklenen getiri ve risk düzeylerinin tespit edilmesi, portföy çeşitlendirmesinin yapılması hususlarının yanında mevcut gayrimenkullerin temizlik, bakım-onarım, güvenlik, kiralama hizmetlerini de üstlenmektedir. Gayrimenkul satın alma yoluyla yatırım yapan bir bireyin, bu görevlerin tamamını yerine getirmesi ise maliyetli olmaktadır. GYO portföylerinin çeşitlendirilmesi, özellikle proje riski faktörünü dağıtan bir etkiye sahipken, lokasyon ya da sektör bazında uzmanlaşma ise maliyetlerin düşürülmesini, kar paylarının arttırılmasını sağlamaktadır (Berk 2012). Bunun yanı sıra gayrimenkul yatırımlarının enflasyon etkisine karşı diğer yatırım türlerine göre koruma sağlaması

yatırımcının bu alana yönelmesini sağlamaktadır. Gayrimenkul yatırım ortaklıkları enflasyon, proje, sektör risklerini indirgeyen ve yatırım maliyetlerini düşüren bir uygulama olup bu bakımdan gayrimenkul yatırım ortaklıkları portföyünün yönetimi, şirketin performansını belirleyen en önemli etken olmaktadır (Berk 2012).

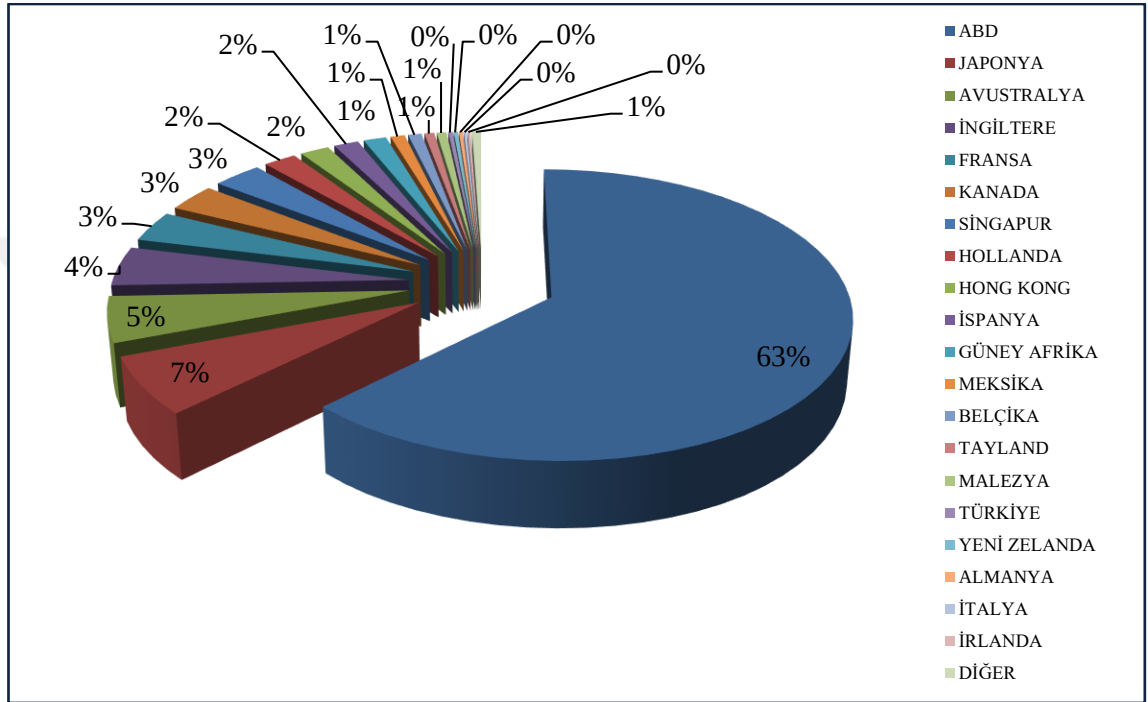
GYO uygulamalarının performansı; ülkelerin sermaye yapısı, sektöre sağlanan fon akışı, kurumsal yönetim becerisi, pazar eğilimleri, risk algısı ve yönetimi, mülkiyet özellikleri ve sınır ötesi ilişkiler gibi pek çok etkene bağlı olarak değişmektedir. Nitekim bu kriterler baz alınarak hazırlanan 2016 Küresel GYO Raporları'na göre dünyada GYO mevzuatı bulunan ülkeler dört kategoride incelenmektedir (Çizelge 4.4):

Çizelge 4.4 Ülkelere göre GYO mevzuatının gelişmişliği (Anonymous 2016)

GYO Mevzuatının Oluşmaya Başladığı Ülkeler	GYO Mevzuatının Gelişmeye Başladığı Ülkeler	GYO Mevzuatının Kurulmuş Olduğu Ülkeler	GYO Mevzuatının Gelişmiş Olduğu Ülkeler
Bahreyn	Birleşik Arap Emirlikleri	Almanya	ABD
Bulgaristan	Brezilya	Avustralya	
Filipinler	Finlandiya	Belçika	
Hindistan	Güney Afrika	Fransa	
Kenya	Güney Kore	Hollanda	
Kosta Rika	İrlanda	Hong Kong	
Macaristan	İspanya	İngiltere	
Pakistan	İsrail	Japonya	
Tayvan	İtalya	Kanada	
Umman	Malezya	Singapur	
Vietnam	Meksika	Yeni Zelanda	
Yunanistan	Tayland		
	TÜRKİYE		
	Suudi Arabistan		

Gayrimenkul yatırım ortaklıkları ilk olarak, sermaye piyasalarının oldukça gelişmiş olduğu ABD'de 1960 yılında üretilmiş ve buradan dünyaya yayılmış, özellikle 2006 - 2016 yılları arasında 16 ülkenin GYO mevzuatını kullanmaya başlamasıyla GYO piyasası oldukça gelişmiştir. 2018 yılı verilerine göre dünya genelinde 38 ülkede GYO mevzuatının hazırlanarak yürürlüğe konulduğu görülmektedir. ABD, toplam GYO

sayısının yaklaşık üçte ikisine, piyasa değerinin ise yaklaşık %66'sına hâkim durumdadır. ABD'yi hem şirket sayısı hem de piyasa değeri açısından sırasıyla Japonya, Avustralya, İngiltere ve Fransa takip etmektedir (Şekil 4.7). Esasen kurumsal GYO yatırımcılarının gelişme eğilimleri, ülke ekonomilerinin gelişme düzeyi arasındaki ilişkinin analizine gereksinim olduğu vurgulanmalıdır.



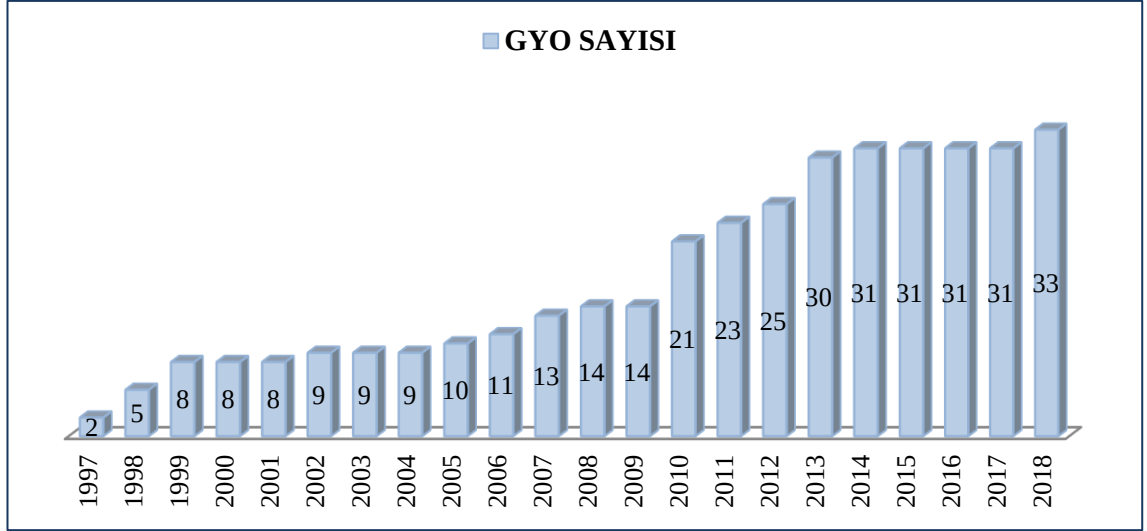
Şekil 4.7 Küresel GYO piyasasında ülkelerin büyüklüğü (Anonymous 2018b)

Türkiye’de gayrimenkul yatırım ortaklığı ile ilgili ilk yasal düzenleme 1981 yılında kabul edilen 2499 Sayılı Kanun’un 35 ve 36. maddelerine istinaden 1995 yılında “Seri: VI No: 7 sayılı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile yapılmış, ardından bu düzenlemede değişiklikler yapılarak 1998 yılında “Seri: VI No: 11 sayılı Tebliğ” çıkarılmıştır. GYO’ların yasal çerçevesini oluşturan güncel düzenleme ise 6362 Sayılı Kanun’un 48 ve 49. maddeleri ile bu maddelere istinaden hazırlanan “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile gerçekleştirilmiştir. Türkiye GYO mevzuatında büyük ölçüde ABD’den esinlenilmiş, ilgili düzenlemeler gelişmiş pek çok ülkeye nazaran daha erken tamamlanmış olsa da, şirket sayısı ve piyasa değeri toplamı bakımından 2018 yılı itibarıyla 38 ülke içinde Türkiye, 16. sırada yer almaktadır (Çizelge 4.5).

Çizelge 4.5 Küresel GYO piyasası (Anonymous 2018b)

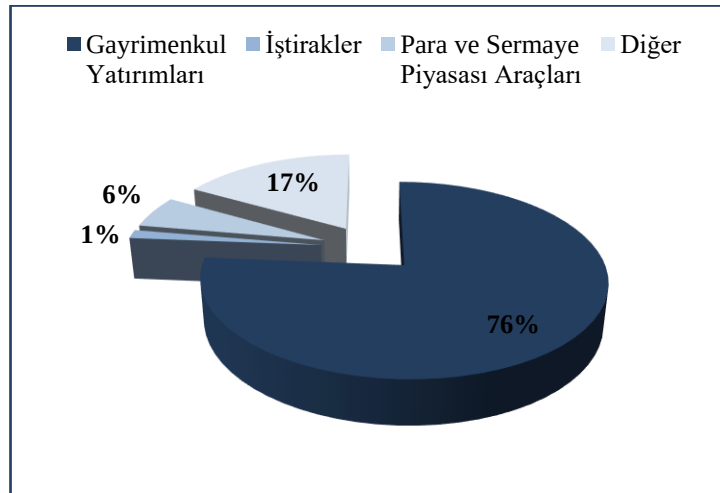
Ülke	GYO Mevzuatının Kabul Edildiği Yıl	Şirket Sayısı (Adet)	Piyasa Değeri (M Avro)	Küresel Piyasa İçindeki Ağırlığı (%)
ABD	1960	200	939.016	0,627
Japonya	2000	61	97.556	0,065
Avustralya	1985	50	77.451	0,052
İngiltere	2007	52	66.709	0,045
Fransa	2003	29	52.091	0,035
Kanada	1994	47	46.686	0,031
Singapur	1999	35	45.974	0,031
Hollanda	1969	5	30.616	0,020
Hong Kong	2003	9	27.253	0,018
İspanya	2009	59	23.184	0,015
Güney Afrika	2013	31	21.372	0,014
Meksika	2004	15	13.368	0,009
Belçika	2014	17	12.520	0,008
Tayland	2007	58	9.218	0,006
Malezya	2005	18	9.152	0,006
Türkiye	1995	33	3.992	0,003
Yeni Zelanda	2007	7	3.867	0,003
Almanya	2007	6	3.656	0,002
İtalya	2007	5	2.894	0,002
İrlanda	2013	4	2.737	0,002
Yunanistan	1999	5	2.223	0,001
Tayvan	2003	5	1.796	0,001
Endonezya	2007	2	1.220	0,001
Güney Kore	2001	6	1.008	0,001
İsrail	2006	6	1.000	0,001

Türkiye’de yasal altyapısı oluşturulan ilk GYO, 1995 yılında kurulmuş, 1997 yılında halka açılmıştır (Kaçira 2009). Yıllar itibariyle Türkiye’de GYO sayısı artış göstermiş olup özellikle 2009-2010 ve 2012-2013 yılları arasında daha hızlı bir gelişimin olduğu görülmektedir. 2019 sonu itibariyle halka açık 33 adet GYO bulunmaktadır (Şekil 4.8).



Şekil 4.8 Türkiye’de GYO sayısı (Anonim 2019e)

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nde, “gayrimenkul yatırım ortaklıkları, gayrimenkullere, gayrimenkul projelerine, gayrimenkule dayalı haklara ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilen, belirli projeleri gerçekleştirmek ya da belirli bir gayrimenkule yatırım yapmak amacıyla kurulabilen ve izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen, gelirleri kurumlar vergisinden istisna tutulmuş sermaye piyasası kurumları” olarak tanımlanmaktadır. GYO’lar, aktif toplamının en az %51’i oranında gayrimenkul yatırımı yapmak zorunda olup yalnızca gayrimenkule dayalı portföyün işletilmesi faaliyetinde bulunabilmektedir. Türkiye’de GYO’ların portföyünün %76’sını gayrimenkul yatırımlarının oluşturduğu görülmektedir. (Şekil 4.9).



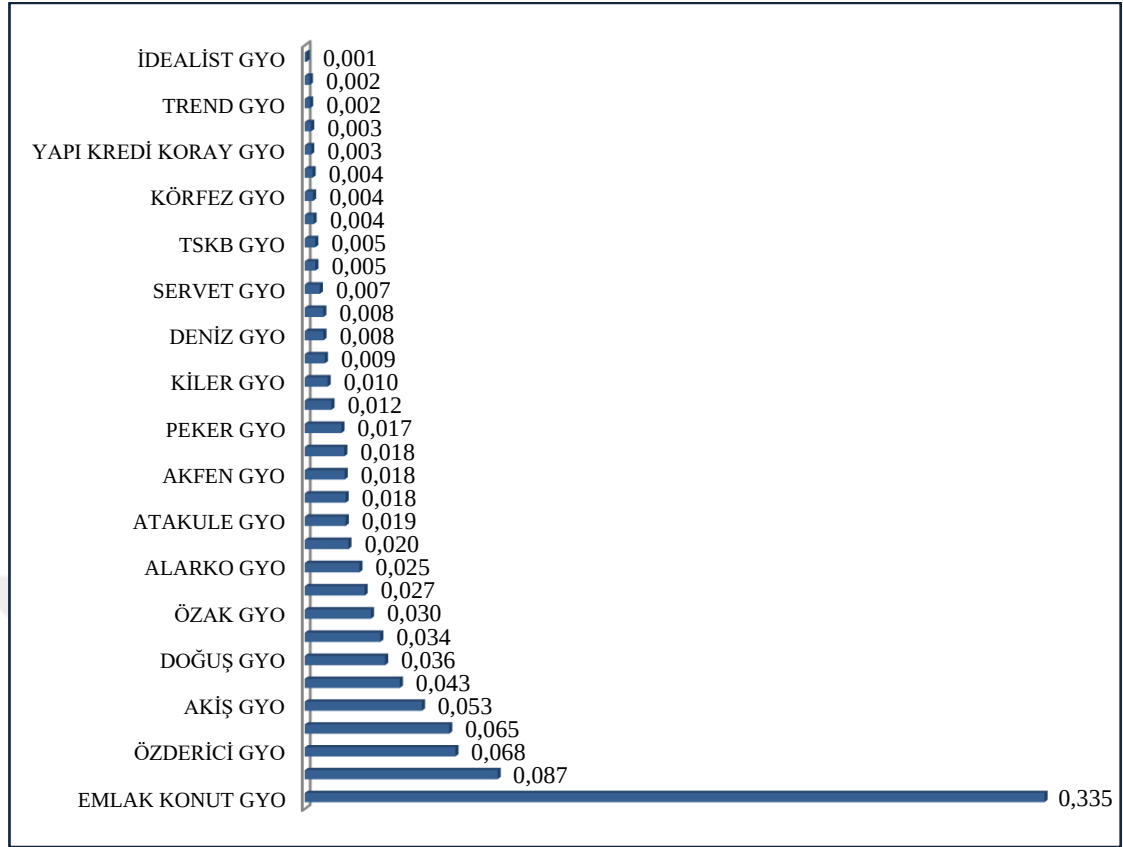
Şekil 4.9 Türkiye’de GYO’ların portföy dağılımı (Anonim 2019e)

GYO'ların Türk lirası bazında piyasa değeri yıllar içinde hep artış gösterse de, döviz kuruna göre piyasa değeri büyüklüğü 2011 yılında sert bir düşüş yaşamış, 2015 yılı ve sonrasında ise düşme eğilimi devam etmiştir. Türk lirasının döviz kuru karşısında değer kaybetmesi, şirketlerin piyasa değerini düşürmekte, dolayısıyla küresel alanda rekabet gücünü zayıflatmaktadır. Özellikle 2018 yılı çeyrek dönemlerine ilişkin veriler bu durumu açıkça ortaya koymaktadır (Çizelge 4.6).

Çizelge 4.6 Türkiye’de GYO’ların yıllara göre piyasa değeri (Anonim 2019e)

Yıllar	Sayı	Portföy Değeri (Milyon TL)	Portföy Değeri (Milyon USD)
1997	2	8.800	43
1998	5	135.799	434
1999	8	418.513	796
2000	8	531.873	792
2001	8	890.575	621
2002	9	1.081.125	661
2003	9	1.179.000	845
2004	9	1.383.000	1.030
2005	10	2.209.000	1.645
2006	11	2.480.857	1.756
2007	13	4.117.754	2.471
2008	14	4.269.388	2.652
2009	14	4.739.856	3.172
2010	21	17.245.567	11.189
2011	23	11.708.492	6.224
2012	25	15.781.822	8.857
2013	30	18.632.452	8.730
2014	31	21.981.323	9.462
2015	31	21.279.729	7.279
2016	31	24.961.535	7.080
2017	31	26.924.062	7.125
2018/03	33	26.512.729	6.702
2018/06	33	22.729.756	4.975
2018/09	33	20.304.110	3.383

GYO'ların piyasa değerleri karşılaştırıldığında ise ilk beş sırayı Emlak Konut GYO, Torunlar GYO, Özderici GYO, Yeni Gimat GYO ve Akış GYO'nun aldığı açıkça dikkati çekmektedir. Bu beş şirketin toplam büyüklüğü, Türkiye GYO piyasasının yaklaşık %60'ını oluşturmaktadır (Şekil 4.10).



Şekil 4.10 Türkiye’de GYO’ların piyasa içindeki ağırlığı (Anonim 2019e)

GYO’lar, uluslararası standartlara uygun şekilde kurgulanması ve denetlenmesi halinde gayrimenkul finansmanına, yabancı sermayenin ülkeye çekilmesine, tasarrufların arttırılmasına, sermaye piyasalarının daha çok yatırımcı tarafından tercih edilmesine katkı sağlamanın yanında kentsel dönüşüm projelerinin, büyük altyapı yatırımlarının gerçekleştirilmesi, inşaat ve gayrimenkul sektörüne düzen ve denetim getirmesi nedeniyle planlı kentleşmenin gerçekleşmesinde de etkin bir araç olarak görülmektedir (Şarkaya 2007, Kaçira 2009).

4.4.2 Gayrimenkul yatırım fonları (GYF)

GYF, “nitelikli yatırımcılardan ²² katılma payları karşılığında toplanan tasarruflar ile pay sahipleri hesabına oluşan portföyü işletmek amacıyla süreli veya süresiz olarak kurulan

²² Nitelikli yatırımcı, 28.06.2013 tarih 28691 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği’nde; “Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşteriler” olarak tanımlanmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu Serbest

ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı” olarak tanımlanmaktadır. Portföye dayalı katılma paylarının yatırımcı tarafından satın alınması ile portföyde yer alan gayrimenkullerden kira ya da değer artışından kazanç elde edilmesi esasına dayanmaktadır.

GYF, gayrimenkule dayalı oluşturulan portföyün yönetilmesiyle yatırımcılara kazanç sağlaması yönünden GYO'lara benzese de, en önemli fark GYF'nin halka açık olmaması ve tüzel kişiliği bulunmamasıdır. Bunun yanında GYO hisse değerlerinin borsada oluşan değişimlerden hızlı bir şekilde etkilenmesi ve bunun sonucunda hisse fiyatları ile portföy değerinin zaman zaman uyumsuz hale gelmesi yatırımcıların risk algısını etkileyebilmektedir. Portföyün profesyonel yönetimi, daha düşük risk algısı ve getirilerindeki artış, GYF'lerin tercih edilen bir yatırım aracına dönüşmesini sağlamıştır (Özgüç 2008). ABD'de daha çok GYO piyasası ağırlık kazanmışken, bazı Avrupa ülkelerinde GYF yapısı daha çok tercih edilmektedir. 2018 yıl sonu itibariyle küresel bazda toplam GYF büyüklüğü 703.483,00 milyon Avro'ya ulaşmıştır (Çizelge 4.7).

Çizelge 4.7 Küresel bazda GYF'ler (Anonymous 2018c)

Bölge	Gayrimenkul Yatırım Fonu Sayısı	GYF Toplam Varlıklar (Milyon Avro)	Yatırım Fonları Toplam Varlıklar (Milyon Avro)	GYF'nin Yatırım Fonları İçindeki Payı (%)
ABD	371	18.899,00	23.420.223,00	0,001
Avrupa	1816	605.684,00	14.771.416,00	0,041
Asya ve Pasifik	1552	74.612,00	5.637.635,00	0,013
Afrika	80	4.288,00	158.966,00	0,027
Toplam	3819	703.483,00	43.988.240,00	0,016

Yatırım Fonları Tanıtım Rehberi'nde ise; “Kurul düzenlemeleri uyarınca nitelikli yatırımcı, Kurul'un yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşteriler” olarak tanımlanmış ve “yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler, nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ile fon katılma paylarının halka arz tarihi itibariyle en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler” nitelikli yatırımcılara örnek olarak verilmiştir.

Türkiye’de GYF’nin bir finansal araç olarak kullanılmaya başlanması henüz çok yeni olup yasal çerçeveyi oluşturan güncel düzenleme, 6362 Sayılı Kanun’un 52. ve 54. maddeleri ile bu maddelere istinaden hazırlanan 03.01.2014 tarih ve 28871 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “Gayrimenkul Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile sağlanmıştır. Gayrimenkulün menkul kıymetleştirilerek likidite sorununu ortadan kaldıran GYF, Türkiye’de daha çok kurumsal ve yabancı yatırımcı için kurgulanmıştır (Yalçiner 2018).

Tebliğ GYF’lerin kuruluşu, faaliyet ilke ve kuralları, katılma paylarının ihracı ve satışı, yatırımcıların bilgilendirilmesi, tasfiye ve sona ermelerine ilişkin esasları kapsamakta olup 4. maddede GYF, “Kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında toplanan para, gayrimenkuller, 18. maddenin 3. fıkrasında belirtilen gayrimenkul projeleri kapsamındaki bağımsız bölümler veya gayrimenkule dayalı haklarla, pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre üçüncü fıkra da belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu’ndan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli veya süresiz olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığı” olarak tanımlanmaktadır. Fon toplam değerinin en az %80’inin gayrimenkul yatırımlarından oluşması zorunlu olup GYF’lerin halka açık olmaması nedeniyle portföydeki varlıkların yönetimi ile ilgili bilgi verme yükümlülüğü yalnızca SPK ve fon katılımcılarını içermektedir.

Tebliğin 18. maddesinde, fon portföyüne alınacak her türlü binaya ilişkin yapı kullanma izninin alınmış ve kat mülkiyetinin tesis edilmiş olması zorunluluğu belirtilirken; 30.11.2016 tarihinde yapılan düzenleme ile bu duruma bir istisna getirilerek TOKİ, İller Bankası AŞ, belediyeler ile bunların bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve / veya yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazının bulunduğu şirketler tarafından gerçekleştirilen inşaat ruhsatı alınmış projeler kapsamındaki bağımsız bölümlerin, inşaatın tamamlanma oranına bakılmaksızın, fon portföyüne dahil edilebileceği belirtilmiştir.

Türkiye’de GYF kapsamında 14 adet fon kurucusu ve 41 adet fon mevcuttur (Çizelge 4.8). Portföy dağılımına bakıldığında, 2017 sonu itibarıyla yatırımların %82’sinin gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırımlarından oluştuğu görülmektedir.

Çizelge 4.8 Türkiye’de GYF Açısından Mevcut Fonlar (Anonim 2019e)

FON KURUCUSU	FON UNVANI
“24 Gayrimenkul Portföy Yönetimi AŞ”	“A1 Gayrimenkul Yatırım Fonu Altın Başak Gayrimenkul Yatırım Fonu Alzamil Kira Getirili Gayrimenkul Yatırım Fonu İkinci Alzamil Kira Getirili Gayrimenkul Yatırım Fonu Plan B Gayrimenkul Yatırım Fonu Portakal Çiçeği Gayrimenkul Yatırım Fonu Primo Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Ak Portföy Yönetimi AŞ”	“Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu İkinci Gayrimenkul Yatırım Fonu Üçüncü Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Akfen Gayrimenkul Portföy Yönetimi AŞ”	“Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Albaraka Gayrimenkul Portföy Yönetimi AŞ”	“Batışehir Gayrimenkul Yatırım Fonu Dükkan Gayrimenkul Yatırım Fonu Metropol Gayrimenkul Yatırım Fonu One Tower Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Arz Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi AŞ”	“Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu İkinci Gayrimenkul Yatırım Fonu Üçüncü Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Global Md Portföy Yönetimi AŞ”	“Torkam 42. Cadde Ticari Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“İş Portföy Yönetimi AŞ”	“Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu” Quasar İstanbul Konut Katılım Gayrimenkul Yatırım Fonu Quasar İstanbul Konut Gayrimenkul Yatırım Fonu Quasar İstanbul Ticari Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Kalender Gayrimenkul Portföy Yönetimi AŞ”	“Konutfon Gayrimenkul Yatırım Fonu Trakya Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Mükafat Portföy Yönetimi AŞ”	“Birinci Akaryakıt Sektörü Gayrimenkul Yatırım Fonu Ataşehir Metropol Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Oyak Portföy Yönetimi AŞ”	“Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Omurga Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi AŞ”	“Ufuk Karma Gayrimenkul Yatırım Fonu İkinci Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Qinvest Portföy Yönetimi AŞ”	“Re-Pie Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Re-Pie Gayrimenkul ve Girişim Sermayesi Portföy Yönetimi AŞ”	“Anadolu Stratejik Gayrimenkul Yatırım Fonu Avrasya Stratejik Gayrimenkul Yatırım Fonu Avrupa Stratejik Gayrimenkul Yatırım Fonu Maslak 1453 Gayrimenkul Yatırım Fonu Milenyum Gayrimenkul Yatırım Fonu Novada Urfa Gayrimenkul Yatırım Fonu Asya Stratejik Gayrimenkul Yatırım Fonu Neva Gayrimenkul Yatırım Fonu”
“Ünlü Portföy Yönetimi AŞ”	“Birinci Gayrimenkul Yatırım Fonu İkinci Gayrimenkul Yatırım Fonu”

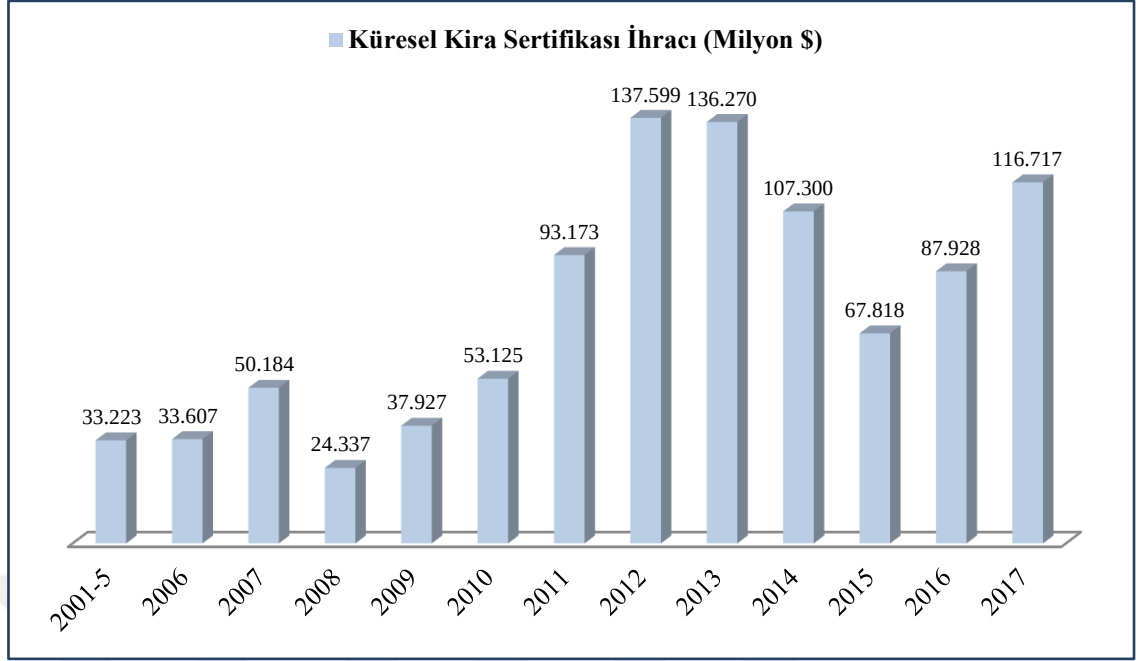
4.4.3 Kira sertifikaları

Kira sertifikası, “gerçek bir varlık, hak, proje veya ortaklığa dayanarak ihraç edilen ve yatırımcıların bu dayanağa bağlı olarak getiri elde etmesini sağlayan menkul kıymet” olarak tanımlanmaktadır. Uluslararası piyasalarda “sukuk” olarak bilinen kira sertifikası, faizsiz finans sistemini benimseyen yatırımcılar için tahvil ve bonolara alternatif olarak geliştirilmiş bir yatırım aracıdır.

Faizsiz finans sistemi, finansal faaliyet ve işlemlerin faiz uygulaması olmadan, İslami inanca ve İslam hukukuna uygun şekilde yapılması esasına dayanmakta olup bu kavram 1970’li yıllarda ortaya çıkmıştır. Faizsiz finans sisteminde, paranın zaman değeri kavramı tamamen reddedilmemekle birlikte paranın faiz şeklinde getirisinin olması kabul edilmemektedir (Tanrıvermiş 2017). Klasik finansal araçların borçlanma temelli olması ya da getirisinin faize dayanması sebebiyle islami inanca uygun finansal araçlar geliştirilmiş olup bunlardan biri de kira sertifikasıdır. Kira sertifikası, tahvilin faizsiz finans sistemine uygun şekilde yapılandırılmış halidir. Kira sertifikasını tahvilden ayıran temel fark, gerçek bir varlık üzerindeki hakkı temsil etmesi ve getirisinin faiz niteliği taşıması düşüncesidir.

Kira sertifikasının temel amacı, yatırımcılardan toplanan fonların bir varlık veya hakkın finansmanında kullanılmasıdır. Faizsiz finans ilkelerini benimseyen yatırımcı açısından ise bu varlık veya haklardan elde edilecek gelirlerden, payı oranında hak sahibi olmaya ve getiri elde etmeye olanak sağlayan alternatif bir finansal araçtır. Kira sertifikası, vadeye kadar elde tutulabilir veya ikincil piyasalarda alınıp satılabilir. Bu tarafla gayrimenkule dolaylı olarak yatırım yapmayı sağlayan likit bir varlıktır.

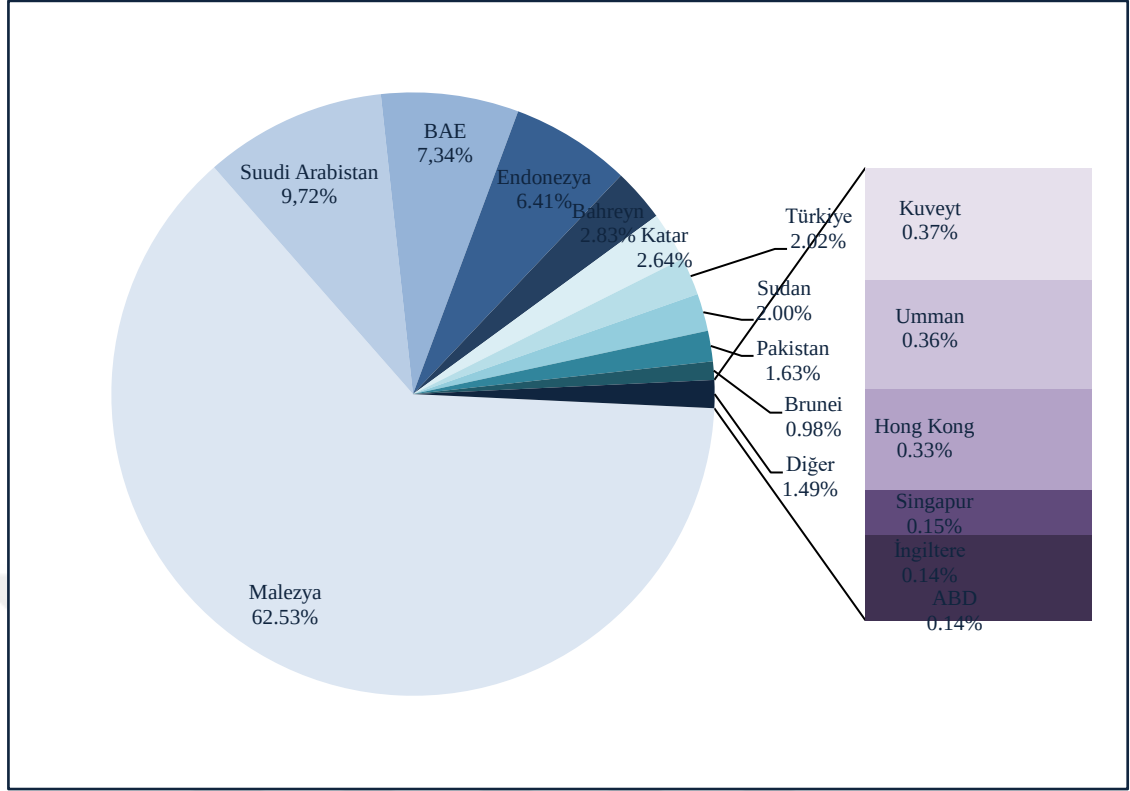
Faizsiz finans sisteminin yaklaşık 30-40 yıla dayanan bir geçmişi olup başlarda Ortadoğu ve Güneydoğu Asya ülkelerinde kullanılsa da, 2000’li yıllarda bu alandaki çeşitlilik artmıştır. İlk kira sertifikası 1983 yılında ihraç edilmiş, ilk uluslararası kira sertifikası ihracı ise 2001 yılında Malezya tarafından gerçekleştirilmiştir (Yılmaz 2014). 2001 yılında düşük bir işlem hacmiyle başlayan kira sertifikası ihracı 2010 yılına kadar düzenli ancak yavaş büyümüş, 2012-2013 yıllarında ise ciddi gelişme kaydetmiştir (Şekil 4.11).



Şekil 4.11 Küresel kira sertifikası ihracının yıllara göre gelişimi (Anonymous 2018d)

Almanya, Azerbaycan, Japonya ve Türkiye'nin kira sertifikası ihraç etmeye başlamasının ardından, bazı batı ülkeleri de kira sertifikası ile ilgili düzenlemelere mevzuatlarında yer vermiştir. 2017 yılı itibariyle 34 ülkede kira sertifikası ihracı yapılmakta olup finansal piyasaları oldukça gelişmiş olan ABD'nin bu alanda da ilk on beş ülke içinde yer alması dikkat çekicidir (Anonymous 2018d). Sonuç olarak faizsiz finans sistemi, yıllar itibariyle uluslararası finans piyasaları içinde yer almaya başlamış ve günden güne büyüyen bir piyasa haline gelmiştir.

Kira sertifikası ihracında 2001 - 2017 yılları arasında bölgesel düzeyde Asya ve Uzak Doğu ülkeleri %72,1; Ortadoğu ülkeleri ise %23,3 paya sahiptir. Küresel GYO piyasasına, mevzuatı geliştiren ABD'nin hakim olmasına benzer şekilde, kira sertifikasının geliştirildiği Malezya, 2017 yılı verilerine göre %62,53 pay ile piyasada birinci oyuncu konumundadır. Malezya'yı Suudi Arabistan, Birleşik Arap Emirlikleri, Endonezya, Bahreyn ve Katar takip etmektedir. Bu altı ülke, toplam ihraç miktarının %91,47'sine sahip durumdadır (Şekil 4.12).



Şekil 4.12 Küresel kira sertifikası ihracında ülkelere göre dağılım (Anonymous 2018d)

Türkiye’de faizsiz finans sistemi ile ilgili uygulamalar 1983 yılında Özel Finans Kurumu aracılığıyla başlamış, bu kurumlar 2005 yılında isim ve statü değişikliği sonucu Katılım Bankası ismini alarak İslami finans ile ilgili her türlü bankacılık hizmetini vermeye yetkili kılınmıştır (Aslan 2012).

Kira sertifikası ise, Türkiye sermaye piyasaları mevzuatına 01.04.2010 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan “Seri III, No:43 sayılı Kira Sertifikalarına ve Varlık Kiralama Şirketlerine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” ile dahil olmuştur. Sermaye Piyasası Kanunu’nun değişmesine bağlı olarak ilgili Kanunun 61. maddesi ile 130. maddesinin üçüncü fıkrasına istinaden 07.06.2013 tarih ve 28660 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “Kira Sertifikaları Tebliği” ile gerçekleştirilmiştir. Tebliğin 1. maddesinde tebliğ amacı, “kira sertifikalarının niteliklerinin belirlenmesi ve ihracında uyulması gereken esaslar ile varlık kiralama şirketlerinin kuruluş, esas sözleşme, devralabilecekleri varlık ve hakların tür ve nitelikleri, faaliyet, yönetim, belge ve kayıt düzeni ile tasfiyelerine ilişkin esasları düzenlemek” olarak belirtilmiştir. Tebliğin 3.

maddesinde kira sertifikası, “Her türlü varlık ve hakkın finansmanını sağlamak amacıyla varlık kiralama şirketi tarafından ihraç edilen ve sahiplerinin bu varlık veya haktan elde edilen gelirlerden payları oranında hak sahibi olmalarını sağlayan menkul kıymet” olarak tanımlanmaktadır.

Vergi yükümlülükleri bakımından da avantajlara sahip olan kira sertifikaları; sahipliğe, yönetim sözleşmesine, alım-satıma, ortaklığa ve eser sözleşmesine dayalı olarak veya bunlardan bazılarının birlikte kullanılması suretiyle varlık kiralama şirketleri tarafından ihraç edilebilmektedir (Yılmaz 2014, Yalçiner 218). Eser sözleşmesine dayalı kira sertifikası ihracı, gayrimenkul projelerinin finansmanı için de bir alternatif oluşturmaktadır.

Türkiye’de hem gayrimenkul finansmanı, hem de yatırımcılar açısından yeni bir sermaye piyasası aracı sayılabilecek olan kira sertifikası, halka arz edilerek veya halk arza edilmeksizin ihraç edilebilmektedir. Halka arzda borsada işlem görmesi zorunlu olup halka arz edilmeksizin yapılacak satışlar, tahsisli satış veya nitelikli yatırımcıya satış olmak üzere iki şekilde yapılabilmektedir. Vergi yükümlülükleri bakımından da avantajlara sahip olan kira sertifikaları uygulamasında, ihraca konu varlık veya hakların gerçek değer tespitinin yapılması, yatırımcılar açısından güven unsuru oluşturmaktadır. Türkiye’de satılan kira sertifikası 2015 ve 2016 yıllarında düşüş göstermiş, 2017 yılında hem satılan miktar hem de sermaye piyasası araçları içindeki ağırlığı artmıştır (Çizelge 4.9).

Çizelge 4.9 Türkiye’de kira sertifikalarının gelişimi (Anonim 2019e)

Yıl	Satılan Kira Sertifikası (Bin TL)	Satılan Tüm Sermaye Piyasası Araçları (Bin TL)	Satılan Tüm Sermaye Piyasası Araçları İçinde Kira Sertifikası Payı (‰)
2014	4.836.365	126.745.743	0,038
2015	3.656.193	116.892.420	0,031
2016	3.433.614	124.064.004	0,028
2017	8.353.887	186.243.883	0,045

4.5 Gayrimenkul Sertifikaları

Gayrimenkul sertifikası, “inşa edilecek veya edilmekte olan bir gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini ya da alan bazında belirli bir birimini temsil etmek üzere ihraç edilen sermaye piyasası aracı” olarak tanımlanmaktadır. Gayrimenkul sertifikasının temel amacı, tasarruf sahiplerinin projeden pay alması karşılığında gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesi için gereken finansmanı sağlamaktır (Köroğlu 2016, Sırma 2018).

Fon fazlası olan kesim, gayrimenkul sahibi olabilmek veya mülkiyet hakkı edinmeden gayrimenkul projesinin gelecekte sağlayacağı olası değer artışından faydalanmak amacıyla gayrimenkul sertifikası satın alabilmektedir. Gayrimenkulü likit bir araç haline getiren sertifikalar borsada işlem görmekte, ikincil piyasada alım satıma konu olmakta ve borsadaki olası fiyat artışlarından etkilenmektedir. Gayrimenkul projesinin tamamlanmasına kadar geçen sürede inşaat maliyetlerinin yükselmesi - diğer koşullar saklı kalmak üzere - gayrimenkulün değerine olumlu yönde etki edeceğinden birikimlerin piyasa şartlarından olumsuz etkilenmemesi sağlanmakta, bir başka deyişle yatırımcıların satın alma gücü korunmaktadır (Turan 2017).

Gayrimenkul sertifikası, Türkiye’de GYO ve GYF’den daha eski bir sermaye piyasası aracı olup bu model 1989 ve 1996 yıllarında uygulanmış ancak çeşitli sebeplerle süreklilik sağlanamamıştır.²³ 6362 Sayılı Kanun’un yürürlüğe girmesiyle sermaye piyasası araçlarına yönelik mevzuatta pek çok değişiklik yapılması ile gayrimenkul sertifikaları da yeniden gündeme alınmış ve yasal çerçeve, 29.11.2017 tarih ve 30255 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliğinde Değişiklik Yapılması Hakkında Tebliğ” ile güncel halini almıştır.

²³ Bu konuya çalışmanın “4.2 Konut Politikası Uygulama Araçları” başlığı altında yer verilmiştir.

4.5.1 Gayrimenkul sertifikalarının tanımı

Tebliğde gayrimenkul sertifikası, “ihraççıların inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini veya bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit sermaye piyasası aracı” olarak tanımlanmaktadır. Gayrimenkul sertifikalarının borsada işlem görmesi zorunlu olup yurt içinde halka arz edilerek veya nitelikli yatırımcıya satış suretiyle ya da yurtdışında ihraç edilebilmektedir. Tebliğe göre gayrimenkul sertifikası, gayrimenkul sahibi olmak ve gayrimenkul projesinin değer artışından faydalanmak olmak üzere iki amaçla satın alınabilmektedir (Yalçiner 2018).

Gayrimenkul sertifikası, inşa edilen veya inşa edilecek gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak amacıyla, bu gayrimenkul projesinin belirli bağımsız bölümlerini ya da alan bazında belirli bir birimini temsil etmek üzere ihraç edilen bir sermaye piyasası aracıdır. Gayrimenkul sertifikasının temel amacı, yatırımcı tarafın gayrimenkul projesine ortak olması sağlanarak finansman kaynağı yaratmaktır. Bu sayede gayrimenkul geliştiren ve üreten kesimin gereksinim duyduğu kaynak, bankacılık sistemi yerine sermaye piyasaları üzerinden daha düşük maliyetle sağlanmaktadır.

Gayrimenkul sertifikası bir yandan büyük ölçekli gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesine yönelik finansman sağlarken, diğer yandan edinilmesi finansal açıdan güç ya da getiri beklentisi yüksek olabilecek gayrimenkul projelerine dahil olabilmek bakımından gayrimenkul sahibi olmak isteyen veya gayrimenkule dayalı yatırım yapmak isteyen kesime farklı bir seçenek sunması ile gayrimenkul finansmanına iki yönlü hizmet eden bir sermaye piyasası aracı olmaktadır (Kaçira 2009, Yılmaz ve Altınkeser 2018).

Gayrimenkul sertifikası modelinde, yeterli sertifika toplanması halinde gayrimenkul sahibi olunabileceği gibi mülkiyet hakkı olunmadan yalnızca proje değer artışından da fayda sağlanabilir. Bu yönüyle tasarruf sahipleri açısından tercihli bir yatırım alternatifi oluşturan, ikincil piyasada işlem görmesi yönüyle gayrimenkulü likit varlığa dönüştüren,

getirisi tamamen gayrimenkul projesinin değer artışına bağlı bir uygulamadır. Gayrimenkul sertifikalarının özellikleri aşağıda belirtildiği gibidir:

- Varlığa dayalı bir yatırım aracıdır.
- Belirlenen sertifika miktarı karşılığında gayrimenkul edinme imkanı sağlar.
- Mülkiyet sahibi olmaksızın sertifikanın temsil ettiği pay ölçüsünde projenin değer artışından yararlanma imkanı sağlar.
- Gayrimenkul yatırımları ve kentsel dönüşüm projeleri sermaye piyasaları yoluyla desteklenerek finansman yaratır.
- Küçük tasarrufların, büyük gayrimenkul yatırımlarından pay almasını sağlar.
- Borsada işlem görmesi nedeniyle nakde dönüşüm açısından doğrudan gayrimenkul yatırımlarına nazaran daha avantajlı olabilecek bir yatırım aracıdır.
- İkincil piyasada alım - satıma konu olması nedeniyle vade tamamlanmadan kazanç sağlayabilir.
- Getiri miktarı, projenin değer artışına bağlı olduğundan ihraççının tercihi çerçevesinde faizsiz finans sisteminde kullanılabilen bir finansal üründür.

4.5.2 Gayrimenkul sertifikalarının yasal çerçevesi

Gayrimenkul sertifikaları ile ilgili yeni düzenleme, 2499 Sayılı Kanun'un kaldırılarak 6362 Sayılı Kanun'un yürürlüğe girmesi ve ilgili kanunun 61/A maddesi, 128. maddesinin birinci fıkrasının (e) bendi ile 130. maddesinin üçüncü fıkrasına dayanılarak gayrimenkul sertifikalarının niteliklerini belirlemek ve ihracında uyulması gereken esasları düzenlemek amacıyla hazırlanan 05.07.2013 tarih ve 28698 sayılı "Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)" ile sağlanmıştır.

Bununla birlikte, 2016 Yılı Eylem Planı kapsamında kentsel dönüşüm alanlarında hakların devredilmesine imkan sağlayacak şekilde gayrimenkul sertifikası modeli geliştirilmesine yönelik çalışmalar gerçekleştirilerek kentsel dönüşüm projelerinin finansmanında alternatif bir yöntem olarak gayrimenkul sertifikalarının kullanılması amacıyla yapılan 03.08.2016 ve 07.03.2017 tarihli değişiklikler sonrası 29.11.2017 tarih ve 30255 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren "Gayrimenkul

Sertifikaları Tebliğinde Değişiklik Yapılması Hakkında Tebliğ (VII-128.2c)” ile güncel halini almıştır.²⁴

Tebliğin amacı 1. maddede, “Bu Tebliğin amacı, gayrimenkul sertifikalarının niteliklerini belirlemek ve ihracında uyulması gereken esasları düzenlemektir” şeklinde ifade edilmiştir. Tebliğin birinci bölümünde amaç, kapsam, dayanak, tanımlar ve kısaltmalar; ikinci bölümünde gayrimenkul sertifikası ve ihracına ilişkin esaslar; üçüncü bölümünde kentsel dönüşüm amaçlı projeler kapsamında ihraç edilecek gayrimenkul sertifikaları ile ilgili hükümler; dördüncü bölümde ise çeşitli ve son hükümler yer almaktadır.

4.5.2.1 Gayrimenkul sertifikalarına ilişkin tanım ve kavramlar

Gayrimenkul sertifikaları ile ilgili tanım, kavram ve kısaltmalar, Tebliğin 3. maddesinde aşağıda belirtildiği şekilde açıklanmıştır:

- Gayrimenkul sertifikası: İnşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç edilen, projenin belirli bağımsız bölümlerini ya da bağımsız bölümlerin belirli bir alan birimini temsil eden nominal değeri eşit sermaye piyasası aracı,
- Gayrimenkul projesi: Gayrimenkul sertifikası ihraç edilerek finansmanı sağlanacak olan konut veya ticari alan projesi,
- İhraç: Gayrimenkul sertifikalarının halka arz yolu veya halka arz edilmeksizin satışı,
- İhraççı: Gayrimenkul sertifikası ihraç eden anonim ortaklıklar ile kendi mevzuatları uyarınca sermaye piyasası aracı ihraç etmeye yetkili kamu kurum ve kuruluşları,
- Arsa sahibi: Gayrimenkul projesine konu arsanın mülkiyetine sahip olan gerçek veya tüzel kişiler,
- Yatırımcı: Gayrimenkul sertifikası sahibi,
- İtfâ bedeli: Projeye ilişkin düzenlenen değerlendirme raporuna istinaden belirlenen gayrimenkul sertifikası bedeli,

²⁴ Çalışmada 29.11.2017’de yayımlanarak yürürlüğe giren “Gayrimenkul Sertifikaları Tebliği (VII-128.2)’nde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (VII-128.2c)” dikkate alınmıştır.

- Proje bitiş tarihi: Gayrimenkul projesinin ihraca konu edilen bağımsız bölümlerinin izahname²⁵ veya ihraç belgesinde²⁶ belirtilen vasıflara uygun bir biçimde tamamlanması için ihraççı tarafından öngörülen tarih,
- Asli edim: Asli edim ifa süresi içerisinde izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde, gayrimenkul sertifikası sahiplerine bağımsız bölümün teslim edilmesi,
- Tali edim: Tali edim ifa süresi içerisinde izahname veya ihraç belgesinde belirlenen esaslar çerçevesinde, tali edime konu gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümlerin satılmasıyla elde edilen satış tutarının, gayrimenkul sertifikası sahiplerine sahip oldukları sertifika nispetinde dağıtılması,
- Edim sorumlusu: Tebliğde ve izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar dahilinde edimlerin gerçekleştirilmesini kontrol etmekle yükümlü, sermaye piyasasında bağımsız denetim faaliyetinde bulunmaya yetkili denetim kuruluşudur²⁷.

4.5.2.2 Gayrimenkul sertifikaları ve ihracına ilişkin genel esaslar

Gayrimenkul sertifikaları, bir veya birden fazla gayrimenkul projesini temsil etmek üzere, belirli bağımsız bölümler ya da bağımsız bölümlerin belirli bir alanı için ihraç edilebilir. Bir bina ya da bloktaki tüm bağımsız bölümlerin ihraca konu edilmesi ve bu gayrimenkullerin projedeki ihraca konu olmayan diğer bina ya da blokta bulunan diğer bağımsız bölümler ile aynı standartlarda inşa edilmesi zorunludur.

Bağımsız bölümleri temsil eden ihraçlarda, her bir bağımsız bölüm için gereken gayrimenkul sertifikası adedi ihraç öncesinde belirlenmelidir. Bağımsız bölümlere ilişkin

²⁵ “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu”nun 3. maddesinde; “İzahname: İhraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesi” olarak tanımlanmaktadır.

²⁶ Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği’nin 4. maddesinde “İhraç Belgesi: Kurulun izahname hazırlanmasına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan belge” olarak ifade edilmektedir.

²⁷ “Bağımsız Denetim Yönetmeliği”nin 4. maddesinde “Bağımsız denetim kuruluşu, Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu’na bağımsız denetim yapmakla yetkilendirilen ortakları yeminli mali müşavirlik ya da serbest muhasebeci mali müşavirlik ruhsatını almış meslek mensuplarından oluşan sermaye şirketleri” olarak tanımlanmaktadır.

belirli bir alanı temsil edecek ihraçlarda, bağımsız bölümler arasındaki şerefiye farkı izahname veya ihraç belgesinde detaylı olarak açıklanmalıdır.

İhraca konu edilen bağımsız bölümler üzerinde, edimlerin yerine getirilmesini engelleyecek bir kısıtlılık ya da mimari proje ile uyumsuzluk bulunmamalıdır. Gayrimenkul sertifikası ihracına konu bağımsız bölümler, amacı dışında herhangi bir tasarrufa konu değildir. Projenin tamamlanması amacıyla farklı finansman araçlarına ihtiyaç duyulması halinde ihraca konu edilmeyen bağımsız bölümler teminat gösterilebilir.

Gayrimenkul sertifikaları yurt içinde halka arz yoluyla veya halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satış suretiyle veya yurt dışında ihraç edilebilir ancak borsada işlem görmesi zorunludur. Gayrimenkul sertifikası ihraç bedeli, değerlendirme kuruluşları tarafından hazırlanacak değerlendirme raporu referans alınarak ihraççı tarafından belirlenir. Ek sertifika satışı, izahnamede belirtilmesi şartıyla yapılabilir.

Gayrimenkul sertifikaları, ihraççı tarafından edimlerin yerine getirilmesi ve varsa cezai şartın ödenmesi koşuluyla itfa edilir. Projenin gerçekleşmemesi sebebiyle edimlerin yerine getirilmemesi durumunda, cezai şartın ödenmesi zorunludur. Sermaye Piyasası Kurulu, itfa bedelinin ve oluşabilecek cezai şartın yatırımcılara ödenmesi hususlarının; bir banka tarafından garanti altına alınmasını, yurt içinde satışın yalnızca nitelikli yatırımcılara yönelik yapılmasını veya gayrimenkul sertifikalarının derecelendirilmesini talep edebilir. Gayrimenkul projesinin tamamlanması için sigorta yaptırılması halinde ise, bu yükümlülükler aranmamaktadır. Edimleri yerine getirilen, itfa bedeli yatırımcıya ödenen veya yatırımcılardan talep gelmesi halinde piyasada yeniden satılmamak şartıyla geri alınan gayrimenkul sertifikaları, Merkezi Kayıt Kuruluşu Anonim Şirketi (MKK) tarafından belirlenen ve SPK tarafından uygun görülen esaslar çerçevesinde iptal edilir.

İhraççıların, gayrimenkul projesinin gerçekleştirileceği arsanın mülkiyetine münferiden sahip olması gerekmektedir. Bunun yanında ihraca konu gayrimenkul projesinin satış değerinin en az yarısı büyüklüğünde değere sahip bir projenin geçmiş beş yıl içinde

tamamlamış, uzun vadeli derecelendirme notu almış olması ve bağımsız denetimden geçmesi zorunludur.

TOKİ, İller Bankası AŞ veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması ya da ihraççı olmadığı ancak tamamen veya kısmen sahip olduğu arsa ve arazilerin gayrimenkul projesine konu edildiği ihraçlarda, yukarıda belirtilen hususların bazılarında muafiyetler söz konusu olabilmektedir.

Kentsel dönüşüm amaçlı projeler kapsamında yasal dayanağına göre ihraç yapabilecekler aşağıda belirtilmiştir:

- 6306 Sayılı Kanun uyarınca talep etmeleri ve Çevre ve Şehircilik Bakanlığı tarafından yetki devri yapılması ve projenin uygun görülmesi durumunda İller Bankası, TOKİ veya bunlar tarafından anlaşma suretiyle belirlenecek tüzel kişiler,
- 6306 Sayılı Kanun uyarınca Çevre ve Şehircilik Bakanlığı tarafından yetki devri yapılması ve projenin uygun görülmesi durumunda belediyeler veya belediyeler tarafından anlaşma suretiyle belirlenecek tüzel kişilerden İller Bankası tarafından garantör olunanlar,
- 6306 Sayılı Kanun'un 6. maddesinin beşinci fıkrasının (ç) bendi uyarınca Çevre ve Şehircilik Bakanlığı tarafından anlaşma suretiyle belirlenecek tüzel kişiler,
- 775 ve 2985 Sayılı Kanunlar uyarınca TOKİ ile TOKİ'nin anlaşma yapacağı bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ile tüzel kişiler.

Kentsel dönüşüm amaçlı projelerde hak sahibi olarak tespit edilen bireylere gayrimenkul sertifikası verilerek hak sahibi, sertifika satın alan yatırımcı ile aynı haklara sahip olabilmektedir.²⁸ Hak sahibinin projeden alacağı payın, bir başka deyişle hak sahibine verilecek gayrimenkul sertifikası adedi veya tutarının belirlenmesinde, hak sahibinin mülkiyetinde bulunan gayrimenkulün ilgili kurumların mevzuatında belirlenen esaslar

²⁸ Hak sahibi, 6306, 2985 ve 775 Sayılı Kanunlar kapsamında kentsel dönüşüm amaçlı proje yürütülen alanlarda, taşınmazlar üzerinde hak sahibi olduğu ilgili kurumlarca tespit edilen kişileri ifade etmektedir.

doğrultusunda tespit edilen değeri veya değerlendirme kuruluşları tarafından hazırlanacak değerlendirme raporları dikkate alınmalıdır.

4.5.2.3 Gayrimenkul sertifikaları uygulamasında düzenlenen raporlar

Gayrimenkul sertifikaları uygulamasında yatırımcıyı bilgilendirmek adına ihrac öncesi ve ihrac sonrasında yetkili kuruluşlar tarafından düzenlenmesi gereken raporlar aşağıda belirtilmiştir:

i. Değerleme Raporu: Gayrimenkul sertifikası ihracından önce SPK'ya başvuru ve proje bitiş tarihleri ile Tebliğde belirtilen durumlarda ya da Kurulca uygun görülecek diğer aşamalarda, değerlendirme kuruluşlarınca gayrimenkul projesine ilişkin değerlendirme raporları hazırlanır. Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca hazırlanacak bu raporlarda, ihraca konu bağımsız bölümlerin tahmini satış değerleri ile bu değerlerin belirlenmesinde bağımsız bölümlerle ilişkilendirilmek suretiyle esas alınan emsal değerler ve ihraca konu gayrimenkul projesindeki emsal satış bilgilerine yer verilmesi zorunludur.

ii. Fizibilite Raporu: Asli ve tali edimlerin ifa süresi içerisinde yerine getirilemeyeceğinin tespiti veya Kurulca uygun görülecek diğer aşamalarda, yapı denetim kuruluşları tarafından projeye ilişkin olarak bir fizibilite raporu hazırlanır. Bu raporda projenin mevcut tamamlanma düzeyi, tamamlanması için gereken süre ve tahmini maliyet bedeli hakkında bilgiler yer almalıdır.

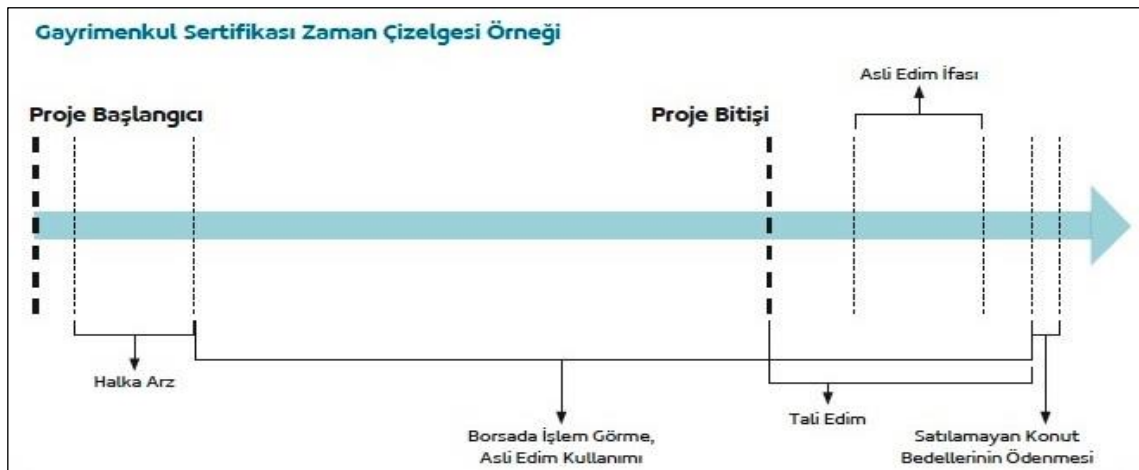
iii. İnşaat İlerleme Raporları: İhraçtan elde edilen fonların inşaat ilerleme esasına göre ihraççıya aktarılması için yapı denetim kuruluşları tarafından inşaat ilerleme raporları düzenlenir. TOKİ, İller Bankası ve bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olduğu veya bunların kısmen veya tamamen sahip olduğu arsa ve arazilerin gayrimenkul projesine konu olduğu ihraçlarda, fizibilite ve inşaat ilerleme raporları, yapı denetim kuruluşları yerine başka kurumlarca hazırlanabilir.

iv. Yatırımcı Raporu: Gayrimenkul sertifikası itfa edilene kadar her altı aylık hesap dönemi itibariyle ihraca konu bağımsız bölümlerin tamamlanma düzeyi ile dönem içerisinde talep edilen asli edimlere ilişkin bilgileri içeren rapordur. İhraççılar, daha kısa dönemler itibariyle de raporlama yapabilir.

4.5.2.4 Edimlerin kullanılması

Asli edim kullanım süresi, sertifikanın borsada işlem görme tarihinden önce olmamak üzere ihraççı tarafından belirlenir. Asli edim talep eden yatırımcı, asli edim ifa süresi içerisinde almak istediği bağımsız bölümün gerektirdiği sayıda gayrimenkul sertifikasını ihraççının hesabına aktarmak ve varsa şerefiye farkını ödemekle yükümlüdür. Aynı bağımsız bölüm farklı yatırımcılar tarafından talep edildiğinde, izahname veya ihraç belgesinde bir belirleme yoksa zaman önceliği esas alınır.

Asli edim süresi içerisinde talepte bulunmayan veya talepte bulunmasına karşın asli edim için gereken şartları sağlamayan yatırımcılar, tali edimi talep etmiş sayılır. Tali edime konu gayrimenkul sertifikalarına karşılık gelen bağımsız bölümler ihraççı tarafından, edimlere ilişkin taleplerin alındığı tarihten vadeye kadar olan sürede satılabilir (Şekil 4.13).



Şekil 4.13 Gayrimenkul sertifikalarında zaman çizelgesi (Anonim 2019f)

Tali edimi talep ettiği kabul edilen yatırımcılar, tali edim ifa süresi içerisinde asli edimi talep edebilir. Bu durumda yatırımcı tarafından verilmesi gereken sertifika sayısı, ihraç öncesi yayınlanan izahname veya ihraç belgesinde ilgili bağımsız bölüm için tespit edilen sertifika adedi ile aynı olacak şekilde belirlenir.

Tali edime konu bağımsız bölümlerin satışından elde edilen satış tutarı, tali edim ifa süresi boyunca yetkili kuruluş tarafından Kurulca uygun görülen çeşitli sermaye piyasası araçlarında yatırımcılar adına değerlendirilir. Bağımsız bölümlerin tümünün satışının tamamlanması sonrasında yatırımcıların hesaplarına sahip oldukları gayrimenkul sertifikası oranında aktarılır. TOKİ, İller Bankası A.Ş ve bunların bağı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olduğu veya bunların kısmen veya tamamen sahip olduğu arsa ve arazilerin gayrimenkul projesine konu olduğu ihraçlar hariç olmak üzere, tali edim ifa süresi bitiş tarihine kadar, tali edime konu bağımsız bölümler ihraççı ve ihraççı ile ilişkili taraflara satılamaz.

Tali edim ifa süresi bitiş tarihi itibariyle satılamayan bağımsız bölümlerin olması durumunda, bu bağımsız bölümlere karşılık gelen gayrimenkul sertifikalarının itfasına ilişkin olarak ihraççı tarafından yatırımcılara yapılacak ödemelerde, gayrimenkul sertifikalarının vade tarihinden önceki üç aylık dönemde borsada oluşan ağırlıklı fiyatların ortalaması esas alınır. Borsa veya Kurulca fiyatların sağlıklı tespit edilmediği kanaati oluşursa; bir değerlendirme raporu hazırlanarak ve yatırımcılara yapılacak ödemelerde bu rapor esas alınır.

4.5.2.5 Projenin gecikmesi ve/veya gerçekleşmemesi durumu

Projenin gecikmesi, edimlerin, izahname veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar dahilinde yerine getirilememesidir. Bu durumda bir fizibilite raporu hazırlanarak ek süre için Kurula başvurulur. Kurulca verilecek bu ek süre genel zorlayıcı sebepler haricinde proje bitiş tarihini izleyen 180 günü aşamaz. Kurulca verilen ek süre çerçevesinde yeniden belirlenen ifa süreleri içerisinde asli ve tali edimler yerine getirilir ve cezai şart ödenir. Projenin gecikmesi nedeniyle ek süre talebinde bulunulmaması veya verilen ek süre sonunda edimlerin yerine getirilememesi ise, projenin gerçekleşmemesi olarak kabul

edilmektedir. Bu durumda ihraççı, gayrimenkul sertifikalarının itfa bedelini ve cezai şartı yatırımcılara ödemekle yükümlüdür.

İhraççının itfa bedelini ve cezai şartı yatırımcılara ödeyememesi durumunda; Kurula bilgi verilir ve güncel bir fizibilite raporu hazırlanarak en geç otuz gün içerisinde projenin tamamlanması veya bloke edilen fonun ve gayrimenkul projesinde ihraca konu olan ancak tamamlanmayan kısmın satılarak bedelinin sahip olunan gayrimenkul sertifikaları nispetinde yatırımcılara iadesi hususu görüşülmek üzere gayrimenkul sertifikası sahipleri ile toplantı yapılır. Toplantıda yeter sayı aranmaksızın çoğunluğun alacağı karara göre hareket edilir.

4.5.2.6 İhraçtan elde edilen fonların kullanım şekli

Gayrimenkul sertifikası ihracı karşılığında elde edilen fon, yetkili kuruluş tarafından özel bir banka hesabında toplanarak Kurulca uygun görülen sermaye piyasası araçlarında ihraççı adına değerlendirilir. İhraçtan elde edilen fonun %25 kısmı inşaat başlamadan önce doğrudan; %65 kısmı inşaat ilerleme raporlarında belirlenen oranlar ölçüsünde ve geriye kalan %10 kısmı ise tüm edimler ifa edildikten sonra ihraççıya aktarılır. Gayrimenkul sertifikaları itfa edildikten sonra ihraçtan elde edilen fon hesabında kalan tutar, ihraççıya aktarılır. İtfa bedelinin ve oluşabilecek cezai şartın yatırımcılara ödenmesinin garanti altına alınması veya gayrimenkul projesinin tamamlanması için sigorta yaptırılması halinde, ihraçtan elde edilen fonun tamamının doğrudan ihraççıya aktarılması mümkündür. TOKİ, İller Bankası AŞ ve bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olduğu ihraçlarda fonun kullanım şekline ilişkin bir kısıtlama bulunmamaktadır.

4.5.3 Gayrimenkul sertifikalarının olumlu ve olumsuz yönleri

Tebliğ çerçevesinde gayrimenkul sertifikalarının olumlu yönleri aşağıdaki gibidir:

- Gayrimenkul projelerine bağımsız bölüm veya metrekare bazında katılım olanağı sunarak gayrimenkul edinme veya gayrimenkul projesinin değer artışından getiri elde etme imkanı sağlar.
- İkincil piyasada işlem görmesi nedeniyle istenildiğinde nakde dönüştürülebilir.
- Gayrimenkule dayalı yatırım konusunda alternatif bir yatırım aracıdır.
- Vergi yönünden doğrudan gayrimenkul yatırımlarına göre avantaj sağlar.
- İhraççının tercihi doğrultusunda faizsiz finans prensiplerine uygun olarak düzenlenmesi halinde faizsiz kazanç sağlayabilir.
- Devlet güvencesi altındadır.
- Gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesinde alternatif bir finansman kaynağıdır.
- Belli miktar sermayenin proje başlangıcında temin edilmesi, borçlanma maliyetlerini azaltır ve
- Bireysel, kurumsal ve yabancı yatırımcıya ulaşma imkânı tanır.
- Bilinen gayrimenkul pazarlama ve satış yöntemlerinin dışında bir satış süreci vardır. Proje başlangıcında halka arz yoluyla projenin bir kısmı pazarlandığından kalan kısmının satışı daha kolay gerçekleşebilir.
- Gayrimenkul sektöründe kurumsallaşma, markalaşma, reklam, tanıtım, prestij kazanma açısından katkı sağlar.
- Konut sorununun çözümüne katkı sağlar.
- Gayrimenkul ve özellikle konut finansmanında alternatif bir üründür.
- Küçük tasarrufların yatırıma dönüşmesini, büyük yatırımlardan pay almasını sağlar.
- Ülke ekonomisinde önemli bir payı olan gayrimenkul varlığının, menkul kıymetleştirme yoluyla değer kazanmasını sağlar.
- Riskli alan ve/veya yapıların yenilenmesi ve dönüşümünde rol oynar.
- Kentsel dönüşüm projelerinin finansmanında kullanılarak kamu sektörü üzerindeki maliyetleri düşürebilir.
- Gayrimenkul üreten ve geliştirenlerin kurumsallaşmasını, yeni gayrimenkul projelerinin üretilmesini sağlayarak gayrimenkul sektörünün gelişmesine katkı sunar.
- Kayıt dışının önlenmesinde, organize bir gayrimenkul piyasasının oluşmasında etkili olur ve yabancı sermaye ülke ekonomisine çekilebilir.
- Gayrimenkul sektörü ve sermaye piyasalarının hareketlenmesinde etkili olarak ülke ekonomisine katkı sağlar.

Gayrimenkul sertifikalarının da diğer finansal araçlar gibi risk içeren tarafları bulunmakta olup bunlar aşağıda belirtilmiştir:

- Proje ve sertifika tanıtımının iyi yapılmaması talebin düşük olmasına neden olabilir.
- Sertifika fiyatının belirlenmesinde referans alınacak olan değerlendirme raporunun tek bir değerlendirme kuruluşu tarafından hazırlanması risk taşımaktadır.
- İlk ihraç fiyatının yüksek belirlenmesi, yeterli ya da beklenen talebin oluşmamasına neden olabilir, bu durum ikincil piyasa gelişimini olumsuz yönde etkileyebilir.
- Gayrimenkul projesinin gecikme ya da gerçekleşmeme ihtimali nedeniyle edimlerin zamanında yerine getirilmeme riski vardır.
- Proje başlangıcında şerefiye ile ilgili tespit edilen değer farklılığı, proje bitiminde çevre şartlarının değişmesi, yatırımcı taleplerinin farklı olabilmesi, uygulamada proje dışı bazı değişiklikler yapılması veya ihraç sırasında öngörülemeyen sebeplerle değişebilir. Bu durum ödenecek şerefiye miktarını değiştirebilir.
- İhraç öncesinde projeye dair yasal süreç tamamlanmış olsa da, proje bitiminde yapı kullanım izin belgesi alımı, kat mülkiyetine geçiş aşamalarında gecikme yaşanabilir.
- Yatırımcılar açısından bir bağımsız bölüm için birden fazla talep olması halinde o bağımsız bölümün edinilememe riski vardır.
- Tali edime konu bağımsız bölümlerin satışı talebin yeterli olmaması durumunda gecikebilir, beklenen getiri bu nedenle düşebilir.
- Yatırımcının asli edimden vazgeçmesi halinde, açığa çıkan sertifikalar ikincil piyasada fiyatların düşmesine neden olabilir.
- Tali edime konu bağımsız bölümlerin satışından elde edilen fonun ihraççı adına değerlendirilmesi konusunda tercih edilen yatırım ürünleri ve getiri miktarının piyasadaki diğer finansal ürünlerin getirisinin altında kalması olasılığı vardır.
- Getiri garantisi bulunmamaktadır.
- Ekonomik veya başka gelişmelere bağlı olarak gayrimenkul değeri düşebilir ya da beklenen getiriyi sağlamayabilir.
- Borsada işlem görmesine rağmen, likit bir piyasa oluşmayabilir ya da bu piyasanın sürekliliği olmayabilir.
- Her türlü ekonomik ve siyasi olumsuzluktan etkilenebilir.
- Borsada oluşan sertifika fiyatı ile piyasa değeri arasında farklılıklar olabilir.

- Borsanın ilgili yönergeleri uyarınca sermaye piyasası aracına ilişkin işlemler geçici bir süre için durdurulabilir veya tek fiyat yöntemine geçilebilir.
- Gayrimenkul sertifikalarına tanınan muafiyetler zaman içinde değiştirilebilir veya tamamen kaldırılabilir.
- Gayrimenkul sertifikaları mevzuatında veya gayrimenkul piyasalarını ilgilendiren herhangi bir mevzuatta değişiklik yapılması, talebi olumsuz yönde etkileyebilir, sertifika fiyatlarının düşmesine sebep olabilir.

4.6 Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının karşılaştırılması

Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçları olarak GYO, GYF ve gayrimenkul sertifikaları; sermaye piyasası ya da borçlanma aracı, ihraççı, ihraç edilen kesim, ihraç şekli, süreli ya da süresiz olması, ihraç sonrası elde edilen fonun değerlendirilmesi gibi temel özellikler bakımından farklılıklar göstermektedir (Çizelge 4.10).

Çizelge 4.10 GYO, GYF ve gayrimenkul sertifikalarının temel özellikleri

GYO	GYF	Gayrimenkul Sertifikaları
Sermaye aracıdır.	Sermaye aracıdır.	Borçlanma ve yatırım aracıdır.
Gerçek veya tüzel kişilik tarafından kurulur.	Şirket ya da tüzel kişilik olarak değil mal varlığı olarak tanımlanır.	Tüzel kişilik tarafından gayrimenkul sertifikası ihraç edilebilir.
Hisselerin halka arz edilmesi suretiyle fon sağlanır.	Nitelikli yatırımcılardan katılma payları karşılığında fon toplanır.	Gayrimenkul projesinin bağımsız bölüm veya alan bazında belli bir birimini temsilen satılan sertifika karşılığında fon sağlanır.
Ortaklık paylarının en az %25'inin halka arzı zorunludur.	Halka arz yoktur.	Halka arz yoluyla veya halka arz edilmeksizin ihraç edilebilir.
Süreli veya süresiz, belirli bir projeye ve gayrimenkule yatırım yapmak ya da belirli bir alanda faaliyet göstermek amacı ile ya da amaçlarında sınırlama olmaksızın kurulabilir.	Süreli ya da süresiz, katılma belgeleri satılabilen, yalnızca fona iade edilebilen, belli bir sektöre veya belli bir gayrimenkule ya da gayrimenkul portföyüne yatırım amaçlı kurulabilir.	Belli bir gayrimenkul projesinin gerçekleştirilmesi amacıyla ihraç edilen ve vadesi olan bir yatırım aracıdır. Vade sonunda sertifika ya gayrimenkule ya da nakde dönüştürülür.
Nitelikli yatırımcıya satış yapılabilir.	Sadece nitelikli yatırımcıya satılabilir.	Nitelikli yatırımcıya satış yapılabilir.

Çizelge 4.10 GYO, GYF ve gayrimenkul sertifikalarının temel özellikleri (devam)

GYO	GYF	Gayrimenkul Sertifikaları
Borsada işlem görmesi zorunludur.	Borsada işlem görebilir.	Borsada işlem görmesi zorunludur.
Gayrimenkul geliştirme projelerine yatırım yapma olanağı vardır. Gayrimenkul projesinin inşaatını üstlenemez.	Gayrimenkul projelerine yatırım yapamaz. Fon bünyesine alınacak her türlü bina için yapı kullanım izin belgesi alınmalı, kat mülkiyeti tesis edilmiş olmalıdır.	Doğrudan inşa edilecek gayrimenkul projesine yatırım söz konusudur.
Küçük tasarruflar büyük yatırım projelerinde değerlendirilebilir.	Küçük yatırımcıya açık bir uygulama değildir.	Küçük tasarruflar büyük yatırım projelerinde değerlendirilebilir.
Aktif toplamının en az %51'i oranında gayrimenkul yatırımı yapmak zorundadır.	Fon toplam değerinin %80'inin gayrimenkul yatırımı olması zorunludur.	İhraçtan elde edilen fon, öncelikli olarak ihraca konu gayrimenkul sertifikalarının temsil ettiği bağımsız bölümlerin ve projenin tamamlanması için kullanılır.
Portföydeki varlıklar amacı dışında tasarruf edilemez.	Fon malvarlığı amacı dışında tasarruf edilemez.	İhraçtan elde edilen fon, amacı dışında tasarruf edilemez.
Sürekli kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamaz.	Sürekli kısa vadeli gayrimenkul alım satımı yapamaz.	Gayrimenkul alım-satımı söz konusu değildir.
Yatırımcı; portföyde bulunan gayrimenkuller, gayrimenkul projeleri, gayrimenkule dayalı haklar, altyapı yatırım ve hizmetleri, sermaye piyasası araçları, para piyasası ve ters repo işlemleri, Türk Lirası ve yabancı para cinsinden vadeli mevduat veya katılma hesabı ile Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan elde edilen gelirden hissesi oranında kazanç sağlar.	Yatırımcı; fon portföyünde bulunan gayrimenkul yatırımları, anonim ortaklıklara ait paylar, borçlanma araçları, vadeli mevduat ve katılma hesabı, yatırım fonu katılma payları, repo ve ters repo işlemleri ile vaat sözleşmeleri, kira sertifikaları, varantlar ve sertifikalar, para piyasası işlemleri ile Kurulca uygun görülen diğer yatırım araçlarından elde edilen gelirden katılma payı karşılığında kazanç sağlar.	İhraçtan elde edilen fon; devlet tahvili, Hazine bonosu, kira sertifikası, vadeli mevduat veya katılma hesabı olarak veya Kurulca uygun görülecek diğer sermaye piyasası araçlarında ihraççı adına değerlendirilir. Bu fon, öncelikle ihraca konu bağımsız bölümlerin ve yalnızca projenin tamamlanmasında kullanılır. Yatırımcı, yalnızca gayrimenkul projesinin sağlayacağı değer artışından kazanç sağlar.
Vergi istisnası vardır.	Vergi istisnası vardır.	Vergi istisnası vardır.
Portföy çeşitliliği içermesi yatırımcı açısından risk azaltıcı bir unsurdur.	Portföy çeşitliliği içermesi yatırımcı açısından risk azaltıcı bir unsurdur.	Genellikle ihraca konu tek bir gayrimenkul projesi vardır. Projenin tamamlanmama ya da geç tamamlanma riski vardır.
Faizsiz finans sistemine uygun değildir.	Faizsiz finans sistemine uygun değildir.	Faizsiz finans prensipleri uygulanarak getirisi faize bağlı olmayan kazanç sağlanabilir.

5. TÜRKİYE’DE GAYRİMENKUL SERTİFİKASI UYGULAMASI: PARK MAVERA III PROJESİ

Gayrimenkul sertifikaları, yeni tebliğin 2013 yılında düzenlenmesi ve 2017 yılında yapılan değişiklikler sonrasında Park Maveria III Projesi üzerinden uygulama alanı bulmuştur. Gayrimenkul sertifikası ihracına konu proje, TOKİ ile Makro İnşaat ve Ticaret Anonim Şirketi arasında gerçekleştirilen 06.04.2016 tarihli “Arsa Satış Karşılığı Gelir Paylaşım İşİ” sözleşmesine istinaden İstanbul ili Başakşehir ilçesi Kayabaşı mahallesi sınırları içinde, 50.696,43 metrekare yüzölçümlü 970 ada 9 parsel üzerinde gerçekleştirilen ve hâlihazırda inşaatı devam eden Park Maveria III Projesi’dir²⁹. Çalışmanın bu bölümünde, proje kapsamında gayrimenkul sertifikası uygulaması incelenmiştir.

5.1 İhraç Sürecinin İncelenmesi

Park Maveria III Projesi’nde yüklenici firma, taahhüt ettiği söz konusu işi 1000 gün içinde bitirmekle mükellef olup sözleşme süresi 1365 gün olarak belirlenmiştir. Sözleşmeye göre, projede yer alacak tüm bağımsız bölümlerin satışından elde edilecek toplam gelir 1.020.000.000,00 TL olarak öngörülmüş, TOKİ’nin arsa satış karşılığı toplam gelirden payı %30 oranında belirlenerek 306.000.000,00 TL olarak tespit edilmiştir. Toplam satış gelirinin öngörülen bedelden az olması halinde TOKİ’ye ayrılan pay miktarı ise değişmeyecektir (Anonim 2017b).

5.1.1 İhraççıya ilişkin bilgiler

TOKİ, 2985 Sayılı Kanun ile Toplu Konut ve Kamu İdaresi Başkanlığı adı ile kurulmuş, 14.08.2003 tarih 12142 sayılı Başbakanlık kararıyla Konut Müsteşarlığı’nın bağlı kuruluşu olmaktan çıkarılarak önce Bayındırlık ve İskân Bakanlığı’na, 16.01.2004 ve 802 sayılı kararla da Başbakanlığa bağlanmıştır. TOKİ, İdare’ye devredilen kurumların yetki

²⁹ Proje başlangıcında ada parsel numarası 876 ada 2 parsel olup 14.02.2017 tarihli imar işlemi neticesinde 970 ada 9 parsel olarak tescil edilmiştir.

ve görev alanları ile faaliyet konularının artmasına bağılı olarak görevlerini hâlihazırda aşağıda unvanları belirtilen altı iştirak şirketi ile birlikte sürdürmektedir:

- “Emlak Planlama İnşaat Proje Yönetimi ve Ticaret Anonim Şirketi,
- Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi,
- Vakıf İnşaat Restorasyon ve Ticaret Anonim Şirketi,
- GEDAŞ Gayrimenkul Değerleme ve Anonim Şirketi,
- TOBAŞ Toplu Konut - Büyükşehir Belediyesi İnşaat Emlak Mimarlık ve Proje Anonim Şirketi,
- Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi.”

İzahname setinde yer alan İhraççı Bilgi Dokümanında, TOKİ tarafından inşaatı devam eden ve toplam yatırım bedeli 44.133.974.160 TL olarak belirtilen 1.535 adet projede toplam 132.787 adet konut üretildiği, TOKİ’nin gayrimenkul sertifikası sahiplerine karşı yükümlülüklerini yerine getirmesini etkileyebilecek bir husus olmadığı ifade edilmektedir. TOKİ, belirli bir kamu hizmetini yürütmek üzere özel bütçeli bir kuruluş olup 2985 Sayılı Kanun uyarınca gelir ve giderleri yıllık bazda Sayıştay denetimine tabidir. Bu nedenle İzahname’de finansal tablolar, sermaye yapısı ve bağımsız denetime ilişkin görüş bulunmamaktadır (Anonim 2017b). İhraççı ile yüklenici firma arasında yapılan gelir paylaşım sözleşmesine göre; TOKİ’ye ayrılan payın %10’luk ilk kısmı sözleşme tarihinden 1 yıl sonra yapılacak, diğer ödemeler ise 6 ayda bir olacak şekilde devam edecektir (Çizelge 5.1).

Çizelge 5.1 Park Maveria III Projesi TOKİ payı gelir ödeme planı (Anonim 2017b)

Ödeme No	Ödeme Günü	TOKİ Payı Ödeme Oranı (%)	TOKİ Payı Tutarı (TL)
1	360’ıncı Gün	10	30.600.000,00
2	540’ıncı Gün	10	30.600.000,00
3	720’inci Gün	20	61.200.000,00
4	900’üçü Gün	20	61.200.000,00
5	1080’inci Gün	20	61.200.000,00
6	1260’ıncı Gün	20	61.200.000,00
Toplam		100	306.000.000,00

5.1.2 Yüklenici firmaya ilişkin bilgiler

Gayrimenkul sertifikasının ilk uygulaması olan Park Maveria III Projesi'nde yüklenici firma Makro İnşaat ve Ticaret Anonim Şirketi'dir. Şirket, 2004 yılında taahhüt işleri ile faaliyete geçmiş, 2009-2012 yılları arasında arsa satış karşılığı gelir paylaşımı projeleri gerçekleştirmiştir. 2013 yılından bugüne ise gelir paylaşımı projelerinin yanı sıra arsa geliştirme hizmeti de vermektedir. Firmanın tamamlamış olduğu Maveria Sarayları, Park Maveria I ve II, Seyran Şehir, Başakşehir Merkez Çarşı gibi büyük ölçekli konut ve ticaret merkezi projeleri yine Başakşehir İlçesi'nde yer almaktadır. Firma kurulduğu günden bu yana lüks konut, ticaret ve AVM gibi yatırımlarda toplam üç milyon metrekare inşaat alanına ulaşmıştır (Anonim 2017d). Gelir paylaşım sözleşmesine göre; taahhüt konusu işin inşaat seviyesinin ilerlemesine paralel olarak yüklenici payına düşen gelir belirlenen oranlar halinde yüklenici firmaya aktarılacaktır (Çizelge 5.2). İlk ödeme yapı ruhsatlarının alınması, inşaatın fiili olarak başlaması ve satış izinlerinin alınması sonrasında yapılacaktır (Anonim 2017b).

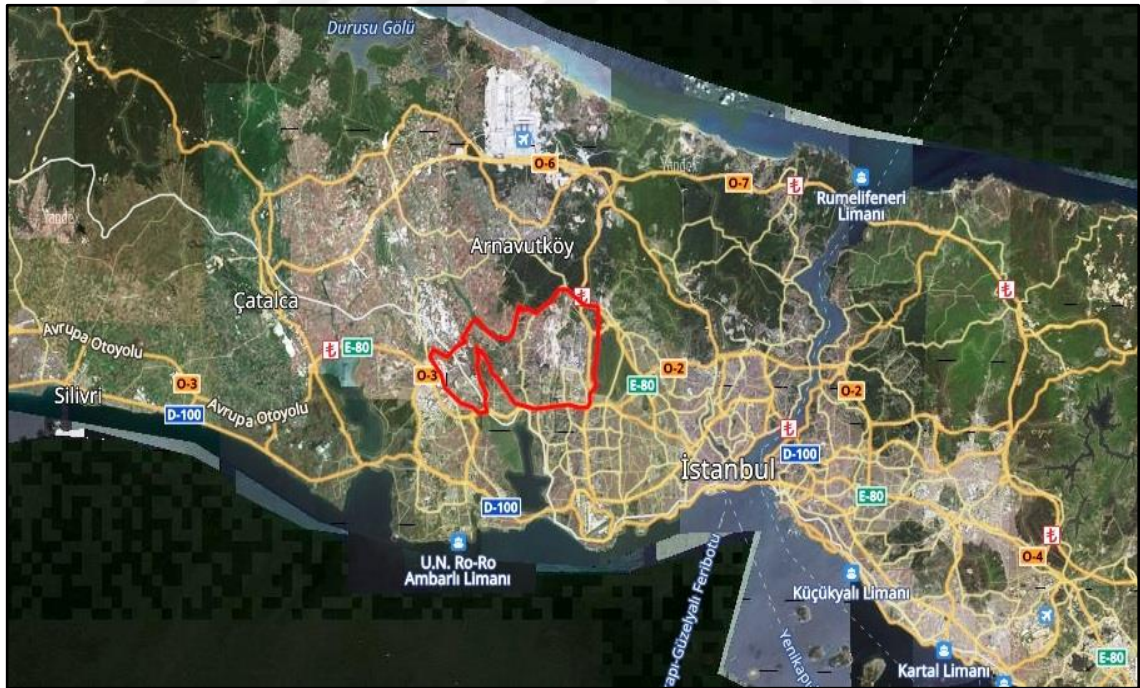
Çizelge 5.2 Park Maveria III Projesi yüklenici payı gelir ödeme planı (Anonim 2017b).

Ödeme No	Taahhüt Konusu İşin Genel İnşaat Seviyesi (%)	Yüklenici Payı Ödeme Oranı (%)
1	0	10
2	10	20
3	20	30
4	30	40
5	40	50
6	50	60
7	60	69
8	70	76
9	80	82
10	90	90
11	95	97
12	Geçici Kabul	99
13	Kesin kabul	100

5.1.3 Park Maveria III Projesine ilişkin bilgiler

Gayrimenkul sertifikası ihracına konu proje, TOKİ ile Makro İnşaat ve Ticaret Anonim Şirketi arasında gerçekleştirilen 06.04.2016 tarihli “Arsa Satış Karşılığı Gelir Paylaşım İş” sözleşmesine istinaden İstanbul İli, Başakşehir İlçesi, Kayabaşı Mahallesi sınırları içinde, 50.696,43 metrekare yüzölçümlü 970 ada 9 parsel üzerinde gerçekleştirilen ve hâlihazırda inşaatı devam eden Park Maveria III Projesi’dir³⁰.

Başakşehir ilçesi, İstanbul’un yeni ilçelerinden biri olup 2008 yılında 5747 Sayılı Kanun kapsamında, Küçükçekmece ve Esenler ilçelerinden ayrılan mahalleler ve Bahçeşehir Belde Belediyesi’nin birleştirilmesiyle kurulmuştur. Başakşehir; kuzeyde Arnavutköy, kuzeydoğuda Eyüp, doğuda Sultangazi ve Esenler, güneyde Bağcılar, Küçükçekmece ve Avcılar, güneybatıda ise Esenyurt ilçeleriyle çevrili olup denize kıyısı bulunmamaktadır (Şekil 5.1).



Şekil 5.1 İstanbul ili Başakşehir ilçesi uydu görünümü

³⁰ Proje başlangıcında ada parsel numarası, 876 ada 2 parsel olup, 14.02.2017 tarihli imar işlemi neticesinde 970 ada 9 parsel olarak tescil edilmiştir.

Kentin toplu konut alanlarının bulunduğu bir ilçe olup Adrese Dayalı Nüfus Kayıt Sistemi (ADNKS)'ne göre 2018 yılı nüfusu 427.835 olarak tespit edilmiştir. Altınşehir, Şahintepe, Kayabaşı, Güvercintepe, Başakşehir, Başak, Ziya Gökalp, Bahçeşehir 1. Kısım, Bahçeşehir 2. Kısım Mahalleleri ile Şamlar Köyü'nden oluşmaktadır (Şekil 5.2).

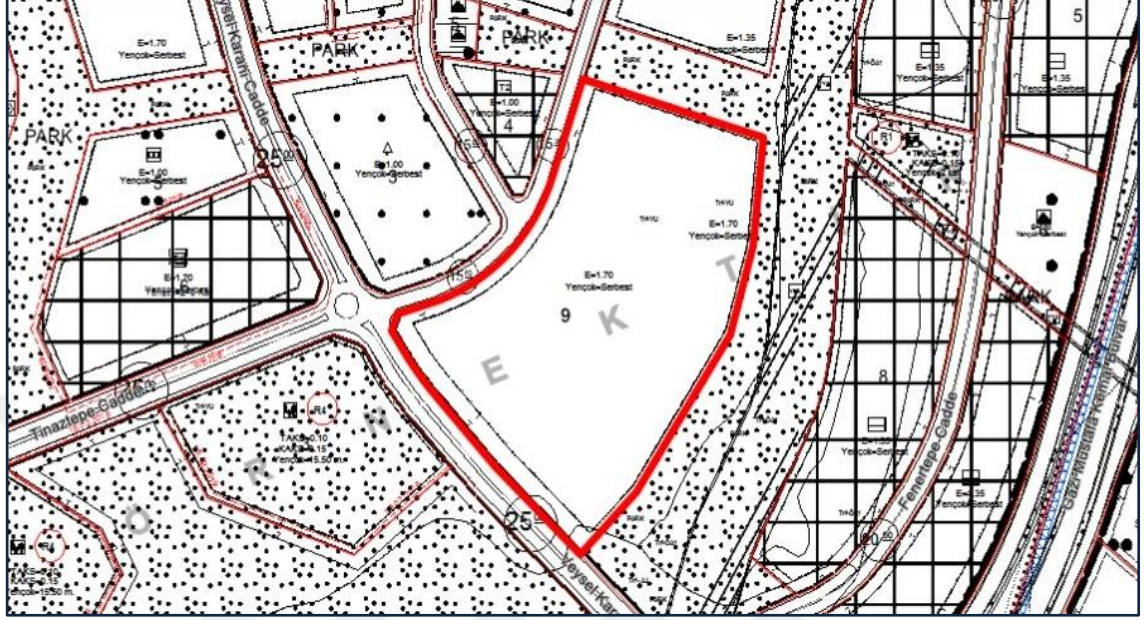


Şekil 5.2 İstanbul ili Başakşehir ilçesi mahalle sınırları

Kayabaşı bölgesi ise, yaklaşık 12 milyon metrekare yüzölçümlü alanda, TOKİ tarafından geliştirilen 65.000 konutluk bir uydukent projesidir. Uydukent, alt ve orta gelir grubuna yönelik konut ve yaşam alanı olarak tasarlanmış ancak kaynak yaratmak açısından lüks konut yapımı da planlanmıştır. Bölge, 3. köprü bağlantı yolu güzergâhında kalmakta olup TEM Otoyolu'na 8 kilometre, Taksim'e 21 kilometre, 15 Temmuz Şehitler Köprüsü'ne 24 kilometre, Fatih Sultan Mehmet Köprüsü'ne ise 25 kilometre mesafededir. Bunun yanı sıra güneyde konumlu olan ve 2019 yılı içerisinde faaliyetine son verilen Atatürk Havalimanı ile bölgenin kuzeyinde konumlanan ve 2019 yılı içerisinde hizmete açılan İstanbul Havalimanı arasında kalmaktadır.

Park Maveria III Projesi, Çevre ve Şehircilik Bakanlığı'nca 19.11.2015 tarih ve 18736 sayılı Karar ile ilan edilen Rezerv Yapı Alanı içerisinde ve 15.08.2016 tarihinde

onaylanan 1/1000 ölçekli Kayabaşı Gecekondu Önleme Bölgesi Revizyon Uygulama İmar Planı kapsamında, konut alanında kalmaktadır³¹ (Şekil 5.3).



Şekil 5.3 Park Maveria III Projesi'nin yer aldığı parselin imar durumu

Projeye dair Başakşehir Belediyesi'nce düzenlenen 12.01.2017 tarihli yapı ruhsatları mevcut olup bu tarih, projenin başlangıç tarihi olarak kabul edilmiştir. Projede A1, A2, B1, B2, B3, C1, C2, D1, D2 olarak isimlendirilmiş konut blokları ile 1 adet ticari blok olmak üzere toplam 10 adet blok bulunmaktadır (Şekil 5.4).

Kat irtifakı 20.01.2017 tarih 1308 yevmiye ile tesis edilmiştir. Proje kapsamında 723 adet mesken, 31 adet ticari birim olmak üzere toplam 754 adet bağımsız bölüm bulunmaktadır. Konutlar 1+0, 1+1, 2+1, 3+1, 4+1 ve 5+1 olmak üzere altı farklı tipte projelendirilmiştir. Park Maveria III Projesi, düzenlenen yapı ruhsatlarına göre ortak alanlar dâhil toplam brüt 154.779,02 metrekare inşaat alanına sahiptir.

³¹ 644 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) ile “depreme karşı dayanıksız yapılar ile imar mevzuatına, plan, proje ve eklerine aykırı yapıların ve bunların bulunduğu alanların dönüşüm projelerini ve uygulamalarını yapmak veya yaptırmak görevi Çevre ve Şehircilik Bakanlığı’na verilmiştir. 2012/3573 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile İstanbul ili Avrupa yakasında yaklaşık 42.000 hektar alanda Çevre ve Şehircilik Bakanlığı yetkilendirilmiş, ayrıca söz konusu alan yeni yerleşim alanı olarak kullanılmak üzere 6306 Sayılı Kanun kapsamında Rezerv Yapı Alanı olarak belirlenmiştir.”



Şekil 5.4 Park Mavera III Projesi'ne ait görsel

Sermaye Piyasası Kurulu'nca 23.03.2017 tarihinde onaylanan Sermaye Piyasası Aracı Notu'nda projenin toplam maliyeti aşağıdaki gibi belirlenmiştir:

Çizelge 5.3 Park Mavera III Projesi maliyet tablosu (Anonim 2017b).

Proje Adı	Park Mavera III
Proje Başlangıç Bitiş Tarihi	12/01/2017 - 06/12/2019
Konut	723 Adet - 117.613,00 m ²
Ticari Birim	31 Adet - 8787,00 m ²
Arsa Maliyeti	306.000.000,00 TL
Arsa Birim m² Maliyeti	6035,93 TL
Tahmini İnşaat Maliyeti	335.450.000,00 TL
Toplam Maliyet	641.450.000,00 TL

5.1.4 Değerleme raporunun incelenmesi

Gayrimenkul sertifikası ihracına ilişkin TOKİ iştiraki olan GEDAŞ tarafından 20.02.2017 tarihli tek bir değerleme raporu düzenlenmiştir. Rapor, İstanbul ili Başakşehir ilçesi

Kayabaşı mahallesi Toplu Konut Alanı, 970 ada 9 parsel üzerinde geliştirilmekte olan Park Maveria III Projesi, 723 adet konut ve 31 adet ticari birimden oluşan toplam 754 adet bağımsız bölümün değerlemesini kapsamaktadır.

Raporda değerlendirme tarihi itibarıyla kat irtifakı kurulmuş olmasına rağmen, yalnızca ana taşınmaz tapu bilgilerine yer verilmiştir. Takyidat bilgileri raporu talep eden TOKİ tarafından istenmediğinden raporda yer almamaktadır³². Değerleme raporunda proje alanının imar durumu ve yapılaşma koşulları, çevresel özellikler, proje alanının bölge içindeki konumu, ulaşım bağlantıları ve toplu konut alanının etkileşim içinde olabileceği kentsel donatılara yer verilmiştir.

Rapor tarihi itibarıyla, arsa üzerinde kazı çalışmalarının başlamış olduğu belirtilmiş, yapıların toplam inşaat alanı, kat adedi, inşaat özellikleri, bağımsız bölüm sayısı ve konut tipleri, 12.01.2017 tarihli blok bazında düzenlenen yapı ruhsatları ve eki mimari proje dikkate alınarak blok bazında verilmiştir (Çizelge 5.4). Buna göre her bir blok ayrıık nizamda, betonarme karkas sistemde, doğalgaz yakıtlı merkezi sistem ısıtmalı ve asansörlü olarak inşa edilecektir. Ticari birimler A1, A2 bloklar ile sosyal tesis olarak adlandırılan ticaret bloğunda yer almaktadır. B1 blok dışında tüm bloklarda açık ve kapalı otopark imkânı mevcuttur. Proje kapsamında ayrıca yeşil alanlar, çocuk oyun alanları ve süs havuzları bulunmaktadır.

Değer takdirini olumlu veya olumsuz yönde etkileyen faktörler, yine proje geneli dikkate alınarak ifade edilmiş, olumlu etkenlerde daha çok bölgeye olan talep ve projenin konum özelliklerine değinilmiştir. Olumsuz etkenlerde ise yakın çevrede benzer nitelikte markalı konut projeleri olmasının rekabet şartlarını getirdiği, bunun yanı sıra ekonomide yaşanan istikrarsızlığın gayrimenkul piyasalarını olumsuz etkilediği belirtilmiştir.

³² Tapu ve takyidat bilgileri değerlendirme raporunda yer almadığından bağımsız bölümlerin arsa payı verilerine ulaşılamamıştır.

Çizelge 5.4 Park Maveria III Projesi blok bazında dağılım (Anonim 2017b).

Blok	Yapı Sınıfı (³³)	Kat Dağılımı (³⁴)	Brüt İnşaat Alanı (m ²)	Konut	Ticari Birim	Toplam
A1 Blok	5A	3B+Z+17N	25.865,43	79	12	91
A2 Blok	5A	2B+Z+16N	26.872,98	75	15	90
B1 Blok	4C	B+Z+15N	13.489,59	90		90
B2 Blok	4C	B+Z+15N	13.482,03	90		90
B3 Blok	4C	B+Z+15N	13.481,62	90		90
C1 Blok	4C	2B+Z+14N	15.662,44	74		74
C2 Blok	4C	2B+Z+14N	15.655,61	74		74
D1 Blok	4C	2B+Z+14N	12.676,39	75		75
D2 Blok	4C	2B+Z+15N	12.673,88	76		76
Ticari Blok	4B	2B+Z	4.919,05		4	4
Genel Toplam			154.779,02	723	31	754

Değerlemede yalnızca emsal karşılaştırma yöntemi kullanılmıştır. Mevcut pazar bilgilerinin yanı sıra değerleme raporunun düzenlendiği süreçte, söz konusu projeye emsal olabilecek nitelikte yakın mesafede konumlu, marka değeri yüksek konut projelerinin satış fiyatlarından yararlanıldığı belirtilmektedir (Anonim 2017b). Bu kapsamda Park Maveria III Projesi ile aynı bölgede konumlu olan Park Maveria I ve II, Avrupa Konutları Başakşehir 2, Nida Park Kayaşehir, Evvel İstanbul, Adım İstanbul ve Emlak Konut Başakşehir Toplu Konut Projeleri örnek seçilmiş ve konutlar için 3.500,00 - 7.500,00 TL/m², ticari birimler için 17.000,00 - 25.000,00 TL/m² aralığında talep fiyatı olduğu belirtilmiş olsa da emsal olarak seçilen örneklerde konutların 4.300,00 - 6.250,00 TL/m², ticari birimlerin ise 11.200,00 - 19.500,00 TL/m² aralığında talep fiyatı olduğu görülmektedir.

Değerlemede mimari proje ekinde yer alan bağımsız bölüm net ve brüt alan tablosu kullanılarak inşaatın mimari projeye uygun biçimde tamamlanması kabulü ile bağımsız

³³ Çevre ve Şehircilik Bakanlığı'nın mimarlık ve mühendislik hizmet bedellerinin hesabında kullanılması için yapı yaklaşık birim maliyetleri hakkında her yıl düzenlediği tebliğ esas alınmaktadır.

³⁴ Kat dağılımı kısaltmalarında B: Bodrum kat, Z: Zemin kat, N: Normal kat olarak ifade edilmiştir.

bölümlerin konum, kat, cephe, yön, kullanım alanı, manzara faktörü gibi özelliklerinden kaynaklanan şerefiye farklılıkları dikkate alınarak her bir bağımsız bölümün brüt alanı üzerinden ayrı değer takdir edilmiştir (Anonim 2017b). Değerleme tablosu incelendiğinde; konutlar için 2.500,00 - 6.700,00 TL/m², ticari üniteler için 19.000,00 - 25.000,00 TL/m² aralığında birim değer belirlenerek Park Maveria III Projesi'nde yer alan 723 adet konut ve 31 adet ticari birimden oluşan 754 adet bağımsız bölüm için proje değeri toplam 693.548.135,38 TL takdir edilmiştir (Çizelge 5.5). Proje bitiş tarihine ilişkin bir öngöründe bulunulmamıştır.

Çizelge 5.5 Park Maveria III Projesi değer takdiri (Anonim 2017b).

	Konut	Ticari Birim
Bağımsız Bölüm Sayısı	723	31
Birim Değer Aralığı (TL/m²)	2.565,00 - 6.693,75	19.372,50 - 24.946,00
Takdir Edilen Değer (TL)	499.562.306,29	193.985.829,09
Toplam Değer (TL)	693.548.135,38	

5.1.5 Gayrimenkul sertifikası ihracına ilişkin bilgiler

Park Maveria III Projesi'nde halka arz için B2, C2 ve D2 olarak isimlendirilmiş bloklardan toplam 218 adet konut ihraca konu edilmiştir.³⁵ Talep fazlası olması halinde C1 ve D1 olarak isimlendirilmiş bloklardan toplam 135 adet konut ise ek satış için tespit edilmiştir. Gayrimenkul sertifikaları için sabit fiyat ile talep toplama³⁶ tarihi 29-30-31 Mart 2017 olarak belirlenmiş, halka arzda 1.685.200 adet sertifika yurtiçi bireysel yatırımcılara, 1.685.200 adet sertifika yurtiçi kurumsal yatırımcılara tahsis edilmiştir (Çizelge 5.6).

³⁵ Söz konusu bloklarda bulunan tüm bağımsız bölümler ihraca konu edilmemiş, burada Tebliğ'in 4. maddesinin 1. fıkrası (ç) bendinde belirtilen TOKİ, İller Bankası AŞ veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması durumundaki muafiyet uygulanmıştır.

³⁶ Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği'nin 14. maddesinin 4. fıkrasına göre, "Talep toplama yoluyla satış yöntemi; a) Sabit fiyatla talep toplama, b) Fiyat teklifi alma, c) Fiyat aralığı ile talep toplama yoluyla gerçekleştirilir." Tebliğin 5. maddesine göre, "Sabit fiyatla talep toplama yoluyla satış yönteminde, satışa sunulan aracın pay olması durumunda sabit bir fiyat belirlenerek talep toplanır".

Çizelge 5.6 Park Maveria III Projesi gayrimenkul sertifikası ihraç özeti (Anonim 2017c)

İhraççı	TOKİ
Yüklenici	Makro İnşaat Ticaret AŞ
Gayrimenkul Sertifikasına Konu Proje	Park Maveria III
Proje Büyüklüğü (m²)	126.400 m ² (754 adet bağımsız bölüm)
Sertifika Fiyatı (TL)	42,50 TL
Sertifika Adedi	5.629.146
Halka Arz Büyüklüğü (TL)	239.238.705 TL
Tahsisat Grupları	50% (Yurtiçi Bireysel)
	50% (Yurtiçi Kurumsal)
Proje Başlangıç Tarihi	12.01.2017
Talep Toplama Tarihleri	29 - 30 - 31 Mart 2017
Borsada İşlem Görme Başlangıcı	05.04.2017
Asli Edim Kullanım Süresi Sonu	07.10.2019
Proje Bitiş Tarihi	06.12.2019
Asli Edim İfa Süresi Sonu	06.02.2020
Borsada İşlem Görme Kapanışı	02.04.2020
Vade Sonu	06.04.2020
Tali Edim İfa Tarihi	06.04.2020
Asli Edim Kullanım Süresi	05.04.2017 - 07.10.2019
Asli Edim İfa Süresi	06.12.2019 - 06.04.2020
Tali Edim İfa Süresi	08.10.2019 - 06.04.2020

İhraca konu bağımsız bölümlerin her biri için, aynı zamanda satış alanı olarak da ifade edilen konut genel brüt alanı³⁷ üzerinden Katma Değer Vergisi (KDV) hariç satış fiyatı belirlenmiştir. Sertifika fiyatının tespiti için aşağıda yer alan formül kullanılmıştır.

(A): İhraca Konu Bağımsız Bölümlerin Satışa Esas Toplam Brüt Alanı (m²)

(B): İhraca Konu Bağımsız Bölümlerin Şerefiye Dâhil Toplam Fiyatı (TL)

(C): İhraca Konu Bağımsız Bölümlerin Ortalama Fiyatı (TL/m²)

(D): İhraca Konu Bağımsız Bölümlerin Ortalama Fiyatı (TL/dm²)

(E): Herhangi Bir Bağımsız Bölümü Temsil Eden Sertifika Adedi

(X): Herhangi Bir Bağımsız Bölüm için Belirlenen KDV Hariç Satış Fiyatı (TL)

³⁷ Çevre ve Şehircilik Bakanlığı'nca hazırlanarak 01/06/2013 tarih, 28664 sayılı Resmi Gazete'de yürürlüğe giren "Planlı Alanlar Tip İmar Yönetmeliğinde Değişiklik Yönetmeliği"nin 47. maddesinde; "Bağımsız Bölüm Genel Brüt Alanı: Bağımsız bölüm toplam brüt alanına bağımsız bölüme ortak alanlardan düşen payların eklenmesi suretiyle hesaplanan genel brüt alandır" şeklinde tanımlanmaktadır.

$$C = B / A ; D = C / 100 ; E = X / D \quad (5.1)$$

Eşitlik (5.1) kullanılarak ortalama desimetrekare fiyatı, 1 adet sertifika bedeline eşdeğer tutularak 42,50 TL olarak belirlenmiş, bu fiyat üzerinden halka arz için belirlenen 218 adet konutun toplam satış bedeli 143.242.425,00 TL, toplam sertifika sayısı ise 3.370.400 olarak tespit edilmiştir (Çizelge 5.7). Sertifikanın desimetrekare fiyatı üzerinden satılmasında borsada işlem görecektir olan sertifikanın lot fiyatının düşük tutularak daha fazla küçük yatırımcıya ulaşmak hedeflenmiştir (Anonim 2017e).

Çizelge 5.7 Park Mavera III Projesi ihrac bilgileri (Anonim 2017c)

	Blok	Konut Sayısı	2+1	3+1	4+1	Toplam Gelir (TL)	Toplam Alan (m ²)	Ort (TL/m ²)	Ort (TL/dm ²)	Sertifika Adedi
İlk İhrac	B2	82	80	2		48.701.685	10.956	4.445	44,45	1.145.919
	C2	68	14	30	24	54.103.350	12.541	4.314	43,14	1.273.016
	D2	68	41	27		40.437.390	10.207	3.962	39,62	951.465
Toplam		218	135	59	24	143.242.425	33.704	4.250	42,50	3.370.400
Ek Satış	C1	68	14	30	24	56.282.580	12.541	4.488	44,88	1.324.275
	D1	67	41	26		39.713.700	10.046	3.953	39,53	934.425
Toplam		135	55	56	24	95.996.280	22.587	4.250	42,50	2.258.700
Genel Toplam		353	190	115	48	239.238.705	56.291	4.250	42,50	5.629.100

İzahname setinde yer alan asli edime konu bağımsız bölüm listesinde ihraca konu olan her bir bağımsız bölümün satış fiyatı ve o bağımsız bölümün edinilmesi için gerekli sertifika miktarı belirtilmiştir (Anonim 2017b). İhraca konu gayrimenkuller için değerlendirme raporunda takdir edilen değerler ile ihracçı tarafından belirlenen satış fiyatları karşılaştırıldığında, ihracçı tarafından belirlenen fiyatların her bir bağımsız bölümde değerlendirme raporuna göre daha yüksek ve satış fiyatları toplamının değerlendirme raporuna göre 5.164.303,86 TL fazla olduğu, özellikle C2 blokta yer alan bazı bağımsız bölümler arasındaki takdir edilen değer ile satış fiyatı farkının %10 ve üzerinde olduğu görülmektedir (EK 1). Sertifika fiyatının belirlenmesinde kullanılan formül üzerinden

bakıldığında, değerlendirme raporuna göre bir sertifika (desimetrekare) fiyatı 40,97 TL iken, ihraççı tarafından bu fiyat 42,50 TL olarak belirlenmiştir.

Gayrimenkul sertifikası halka arzında, toplam 143.242.425 TL değerindeki her biri 42,50 TL olan 3.370.410 adet gayrimenkul sertifikası satışı, gelen talebin değerlendirilmesi sonucu SPK'nın "Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği" hükümlerine göre; yurtiçi bireysel yatırımcılar ve yurtiçi kurumsal yatırımcılar için belirlenen tahsisat oranlarında Vakıf Yatırım'ın önerisi ve TOKİ onayı ile kaydırma yapılmak suretiyle gerçekleştirilmiştir (Anonim 2019g). Nihai olarak gayrimenkul sertifikasını 5.038 bireysel, 39 kurumsal olmak üzere toplam 5.077 yatırımcı satın almış; %52,70 oranda yurtiçi bireysel yatırımcılara, %47,30 oranda yurtiçi kurumsal yatırımcılara satış yapılarak, bireysel yatırımcı talebi %82,90 oranda karşılanmıştır (Çizelge 5.8). Ek satış için belirlenen 135 adet konut (2.258.736 adet sertifika, dolayısıyla 95.996.280,00 TL) ihraç dışı kalmıştır.

Çizelge 5.8 Park Mavera III Projesi gayrimenkul sertifikası tahsisat ve nihai tahsisat dağılımı (Anonim 2017b)

Tür	Tahsisat Dağılımı (Adet)	Tahsisat Dağılımı (%)	Talep (Adet)	Nihai Tahsisat Dağılımı (Adet)	Nihai Tahsisat Dağılımı (%)	Talep Eden Kişi / Kurum Sayısı	Talebi Karşılanan Kişi / Kurum Sayısı	Talebin Karşılanma Oranı (%)
Bireysel	1.685.205	50	2.141.506	1.775.842	52,70	5.244	5.038	82,90
Kurumsal	1.685.205	50	2.064.568	1.594.568	47,30	41	39	77,20
Toplam	3.370.410	100	4.206.074	3.370.410	100	5.285	5.077	80,10

Halka arz yoluyla satışa sunulan sertifikaların %10,47 kısmı bir katılım bankası tarafından, %13,65 kısmı ise iki emeklilik yatırım fonu tarafından satın alınmıştır. Bireysel yatırımcı verilerine göre; 79 ilden talep alınmış ve taleplerin ilk beşini %49 İstanbul, %10 Ankara, %4 İzmir, %3 Bursa ve %3 oranla Konya illeri oluşturmuştur. Talebin %26'sı kadın, %74'ü erkek yatırımcılardan ve bireysel taleplerin yaklaşık %40'ı, 30-40 yaş aralığındaki bireylerden oluşmaktadır (Anonim 2017e). Bireysel yatırımcılar tarafından geçilen en büyük talep 1,5 milyon TL, ortalama talep büyüklüğü ise 17 bin TL seviyesindedir (Anonim 2017f).

Borsa İstanbul tarafından hazırlanan Kotasyon Yönergesi çerçevesinde halka arz edilen Park Maveria III Projesi'ne ilişkin 143.242.425 TL tutarındaki gayrimenkul sertifikaları; 07.04.2017 tarihinden itibaren "Borsa İstanbul A.Ş. Pay Piyasası" bünyesinde, "Kollektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı" (KYÜYÜP)'nda "PMVR3.G" işlem kodu ile 42,50 TL baz fiyattan işlem görmeye başlamıştır.

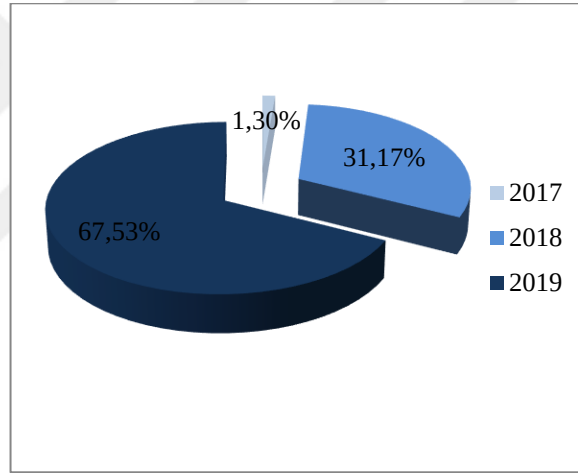
Tebliğe göre, ihracattan elde edilen fonun ihraççıya aktarılması, inşaat seviyesinin ilerlemesi esasına dayanmaktadır. Park Maveria III Projesi için 2017 yılında beş, 2018 ve 2019 yıllarında ise ikişer tespit yapılmıştır. KAP üzerinden açıklanan 09.12.2019 tarihli yatırımcı raporunda; 04.12.2019 itibarıyla ihraca konu blokların ortalama inşaat seviyesi %92,90, proje geneli ise %90,91 olarak belirlenmiştir (Çizelge 5.9). Proje bitiş tarihi (06.12.2019) dikkate alındığında, inşaat faaliyetlerinin henüz tamamlanmamış olduğu görülmektedir. Bunun yanı sıra Tebliğe göre inşaat seviyesi yapı denetim kuruluşları tarafından tespit edilmektedir. Bu tespit, genellikle gerçekleştirilen imalatlar bakımından daha az kalem içeren bir tutanak üzerinden yapılmaktadır. Bu nedenle projenin halihazırdaki tamamlanma oranı, ilan edilen seviyenin altında olabilir.

Çizelge 5.9 Park Maveria III Projesi inşaat seviyesi (Anonim 2019g)

Tarih	B2 Blok İnşaat Seviyesi (%)	C2 Blok İnşaat Seviyesi (%)	D2 Blok İnşaat Seviyesi (%)	İhraca Konu Bloklarda Ort. İnşaat Seviyesi (%)	Proje Genel İnşaat Seviyesi (%)
15.05.2017	8,10	20,77	8,10	12,32	11,34
15.06.2017	8,10	34,72	16,69	19,84	15,25
15.08.2017	8,10	43,12	38,15	29,79	20,36
30.10.2017	8,10	44,57	44,17	32,28	26,88
15.12.2017	8,10	46,31	47,03	33,82	30,44
03.07.2018	47,29	59,52	61,75	56,19	46,28
10.09.2018	49,56	61,96	63,00	58,17	47,95
20.05.2019	53,62	64,94	65,57	61,38	51,22
04.12.2019	91,37	93,58	93,75	92,90	90,91

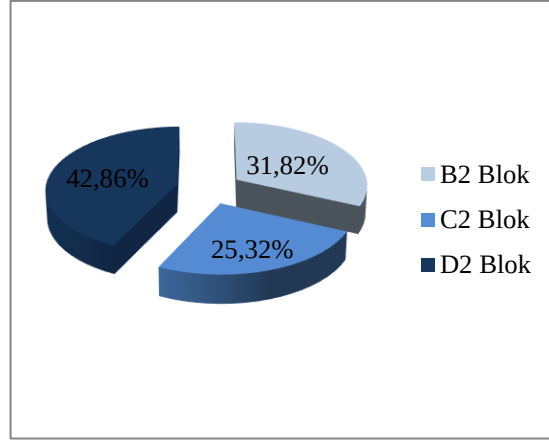
Gayrimenkul sertifikası ihracına 218 adet konut konu edilmiş olup 09.12.2019 tarihli yatırımcı raporunda asli edim süresi içinde 154 adet konut için başvuru gerçekleştiği ilan edilmiştir (EK 1). Bir başka ifadeyle, ihraca konu bağımsız bölümlerin %70,64'ü için asli edim talebinde bulunulmuştur. Asli edim talep tarihleri incelendiğinde, projenin başladığı

2017 yılında yalnızca iki talep olduğu, %31'inin 2018 yılı, yaklaşık %68'inin ise 2019 yılı içinde gerçekleşmiş olduğu görülmektedir (Şekil 5.5). Nitekim, 26.09.2019 tarihli açıklamada asli edim kullanım süresinin 07.10.2019 tarihinde sona erdiği, tali edim süresinin 08.10.2019 itibariyle başladığı ve 06.04.2020 tarihine kadar devam edeceği duyurulmuştur. Buna göre; öngörülen asli edim ve tali edim sürelerinde herhangi bir değişiklik gerçekleşmemiştir. Asli edim taleplerinin, inşaat seviyesinin ilerlemesi ve özellikle proje değerinin 2019 yılında artmasına paralel olarak arttığı öne sürülebilir. Bunun yanı sıra, asli edim talebinde bulunulan bağımsız bölümlerin KAP üzerinden duyurulmuş olması, aynı bağımsız bölümün farklı yatırımcılar tarafından talep edilmesi riskini de ortadan kaldıran bir uygulama olmuştur. İhraca konu olan ancak asli edim talebinde bulunulmayan 64 adet konutun, tali edim süresi içinde satılması gerekmektedir.



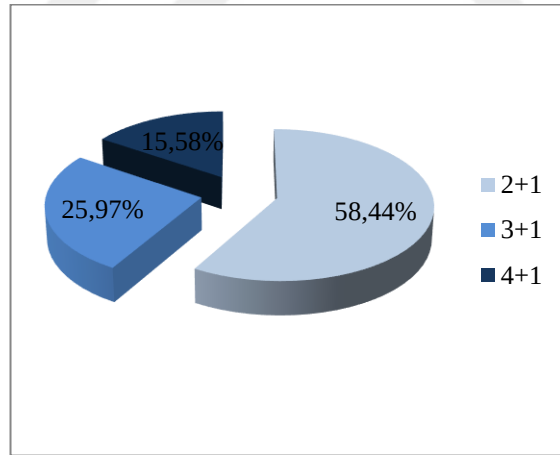
Şekil 5.5 Park Mavera III Projesi asli edim talebi dönemsel dağılımı (Anonim 2019g)

Asli edim taleplerinin bloklara göre dağılımında %32'sinin B2 blok, %25'inin C2 blok ve %43'ünün D2 blokta olduğu görülmektedir (Şekil 5.6). D2 blok projenin kuzeyinde, Botanik Park'a en uzak konumda yer alan, diğer bloklara nazaran şerefyesi daha düşük, dolayısıyla sertifika miktarı daha az belirlenen bloktur. Talebin ağırlıklı olarak D2 blokta gerçekleşmiş olması daha az şerefye ödenecek konutların tercih edilmesi şeklinde yorumlanabilir. Nitekim ihraca konu edilen blokların kendi içindeki dağılımında B2 blokta yaklaşık %60, C2 blokta %57, D2 blokta ise %97 oranında konut için asli edim başvurusu olduğu görülmektedir.



Şekil 5.6 Park Maveria III Projesi asli edimin bloklara göre dağılımı (Anonim 2019g)

Park Maveria III Projesi, altı farklı konut tipinde projelendirilmiş, ihraca 2+1, 3+1 ve 4+1 tip konutlar konu edilmiştir. Asli edim talebinin konut tiplerine göre dağılımında %58'i 2+1, %26'sı 3+1, yaklaşık %16'sı 4+1 tip konutlardan oluşmaktadır (Şekil 5.7). Konut tiplerinin kendi içindeki dağılımında ise, ihraca konu edilen 2+1 konutların %67, 3+1 konutların %68, 4+1 konutların ise %100 oranında asli edim talebine dönüşmüştür.



Şekil 5.7 Asli edimde konut tiplerinin toplam içindeki dağılımı (Anonim 2019g)

5.2 Gayrimenkul Sertifikası İhracının Değerlendirilmesi

Gayrimenkul sertifikası uygulama projesi; proje finansmanı açısından değerlendirildiğinde, sertifika için tespit edilen bir metrekare fiyatı vardır ve proje

maliyetinin bir kısmı inşaat başlamadan ihraç yoluyla temin edilmiştir. Yüklenici firma ile TOKİ arasında yapılan sözleşmeye istinaden TOKİ belirli tarihler itibariyle sözleşmede belirlenen paylar üzerinden gelirini tahsil etmekte, yine sözleşmede belirlenen inşaat seviyelerinin tamamlanması ile belirlenen oranlar dahilinde yüklenici firma da gelirini alabilmektedir. Bunun yanında, toplam 754 adet bağımsız bölümün bulunduğu bir projede; 218 konut için gayrimenkul sertifikası ihraç edilmiş, ek satış için belirlenen 135 adet bağımsız bölüm ihraca konu olmamıştır. Türkiye geneli ve İstanbul özelinde son beş yılın yapı ruhsatına göre bina ve daire sayısı verilerine bakıldığında; İstanbul’da yıllık ortalama 200.000 adet yeni konut üretimi söz konusu iken, bu modelle projenin yaklaşık %30’u talep görmüş durumdadır.

Gayrimenkul sertifikaları modeli, projeye finansman sağlaması yanında yatırımcıya bir yatırım aracı olarak da sunulmuştur. Bu nedenle sürecin yatırımcılar açısından nasıl ilerlediğini izleyebilmek için ikincil piyasa verilerine bakılması gerekmektedir. Borsa İstanbul AŞ’de “PMVR3.G” kodu ile işlem gören gayrimenkul sertifikası, borsadaki ilk ayında baz fiyatın epey altına düşerek 37,62 TL seviyesine gerilemiş ve 2018 yılının sonuna kadar düşüş eğilimi yer yer devam ederek 32,50 - 40,10 TL arasında işlem görmüştür. Nisan 2017 - Aralık 2019 tarihleri arasında en düşük fiyatın 32,56 TL, en yüksek fiyatın 54,00 TL olarak gerçekleştiği, sertifikanın ortalama fiyatının ise 38,85 TL olduğu görülmektedir (Çizelge 5.10).

Gayrimenkul sertifikası, ihraç fiyatının üzerine ilk kez 2019 yılının ilk ayında çıkabilmiş ve dokuzuncu aya kadar 40,50-42,60 TL aralığında seyretmiştir. Oysaki halka arz yaklaşık 2,5 yıl öncesinde 42,50 TL üzerinden yapılmış olup yeni yatırımcı açısından bir konut için ödenmesi gereken metrekare fiyatı dikkate alındığında borsadan sertifika edinmek - özellikle belli bir dönem için - daha avantajlı hale gelmiştir. Çünkü aynı projede yer alan ve ihraca konu edilmeyen gayrimenkuller için belirlenen satış fiyatları ve gerçekleşen satışlar borsada oluşan fiyata göre daha yüksek kalmıştır. Benzer şekilde gayrimenkul sertifikasını halka arz sürecinde 42,50 TL üzerinden satın alan yatırımcılar ise özellikle 2017 ve 2018 yılları boyunca borsa yükselmiş olsa bile zarar etmiş görünmektedir.

Çizelge 5.10 Park Mavera III borsa performansı (Anonim 2019h)

Tarih	Şimdi	Açılış	Yüksek	Düşük	Hacim	Fark (%)
Aralık 2019	50,900	50,850	51,500	50,850	-	0,20
Kasım 2019	50,800	50,500	53,000	50,000	43,99K	-0,20
Ekim 2019	50,900	50,500	54,000	47,920	93,10K	-0,20
Eylül 2019	51,000	41,280	54,000	41,000	209,96K	23,43
Ağustos 2019	41,320	40,580	41,980	40,380	531,90K	1,82
Temmuz 2019	40,580	41,200	42,500	39,660	323,01K	-1,50
Haziran 2019	41,200	40,860	42,600	37,220	231,80K	1,08
Mayıs 2019	40,760	41,960	42,600	32,640	82,55K	-2,95
Nisan 2019	42,000	42,280	43,400	41,340	69,02K	-0,66
Mart 2019	42,280	42,700	44,000	40,000	60,11K	-0,75
Şubat 2019	42,600	40,500	44,900	40,400	68,94K	5,19
Ocak 2019	40,500	40,100	43,060	39,640	61,97K	1,00
Aralık 2018	40,100	39,100	40,100	38,400	81,56K	3,19
Kasım 2018	38,860	37,460	40,100	37,320	74,66K	3,57
Ekim 2018	37,520	34,000	40,340	33,980	153,23K	10,35
Eylül 2018	34,000	33,940	34,800	33,500	125,99K	0,18
Ağustos 2018	33,940	33,460	34,500	33,200	171,82K	1,19
Temmuz 2018	33,540	33,640	34,400	32,900	183,42K	-1,06
Haziran 2018	33,900	32,700	34,600	32,560	223,55K	3,67
Mayıs 2018	32,700	33,200	33,960	32,580	193,98K	-1,51
Nisan 2018	33,200	33,700	33,960	33,180	120,15K	-1,37
Mart 2018	33,660	34,260	34,400	33,520	135,39K	-1,75
Şubat 2018	34,260	34,320	34,620	33,920	83,19K	-0,17
Ocak 2018	34,320	34,600	35,260	33,700	170,67K	-1,66
Aralık 2017	34,900	35,000	36,100	34,500	91,83K	-0,29
Kasım 2017	35,000	36,000	37,500	34,700	119,74K	-2,78
Ekim 2017	36,000	35,500	36,720	34,900	178,14K	2,80
Eylül 2017	35,020	34,660	35,440	33,160	145,61K	1,04
Ağustos 2017	34,660	36,000	36,260	33,860	147,71K	-3,78
Temmuz 2017	36,020	37,480	37,480	35,900	146,89K	-7,64
Haziran 2017	39,000	37,600	39,000	35,800	125,46K	3,67
Mayıs 2017	37,620	39,120	39,300	36,400	239,50K	-3,83

Sertifika fiyatı borsada ancak 2019 yılının ilk aylarında ihraç fiyatı ile aynı seviyeye gelebilmiş ve bundan sonra bir yükseliş trendine geçmiştir. Borsada oluşan fiyatların piyasa fiyatları ile birebir örtüşmesi beklenmese de, bu durum gayrimenkul sertifikaları uygulamasının en tartışmalı yönlerinden birini ortaya koymaktadır. Kısa dönemde konut fiyatları değişmediğinden borsadaki yükseliş, sertifika fiyatını etkilememektedir.

Sertifika fiyatı, genel ekonomik duruma bağlı olarak gayrimenkul piyasasında talebin canlı olmasının bir sonucu olarak proje değerinin artması ile artış gösterebilir. Nitekim 2019 yılının Eylül ayında sertifika fiyatının 51,00 TL seviyesine ulaştığı, izleyen aylarda da bu seviyenin korunduğu görülmektedir (Şekil 5.8). Bu durumda gayrimenkul sertifikasının ikincil piyasada işlem görmesinin gerekliliği ve özellikle halka arz sürecinde sertifika satın alıp tali edimi tercih eden yatırımcıların değer kaybı önem kazanmaktadır. Bu sonuç TOKİ, İller Bankası AŞ ve iştiraklerinin ihraççı olduğu durumlarda, ihraca konu edilen bağımsız bölümler ile ihraca konu edilmeyen diğer bağımsız bölümlerin farklı kalite ve nitelikte inşa edilmesi sonucu oluşan fiyat farklılığından da kaynaklanıyor olabilir. Burada da gayrimenkul sertifikasına konu edilen projenin tüm bağımsız bölümlerinin aynı kalitede inşa edilmesi ve yine proje süresi boyunca tüm bağımsız bölümler için dönem dönem değerlendirme raporları hazırlanması ve yatırımcı ile paylaşılmasının önemi ortaya çıkmaktadır.

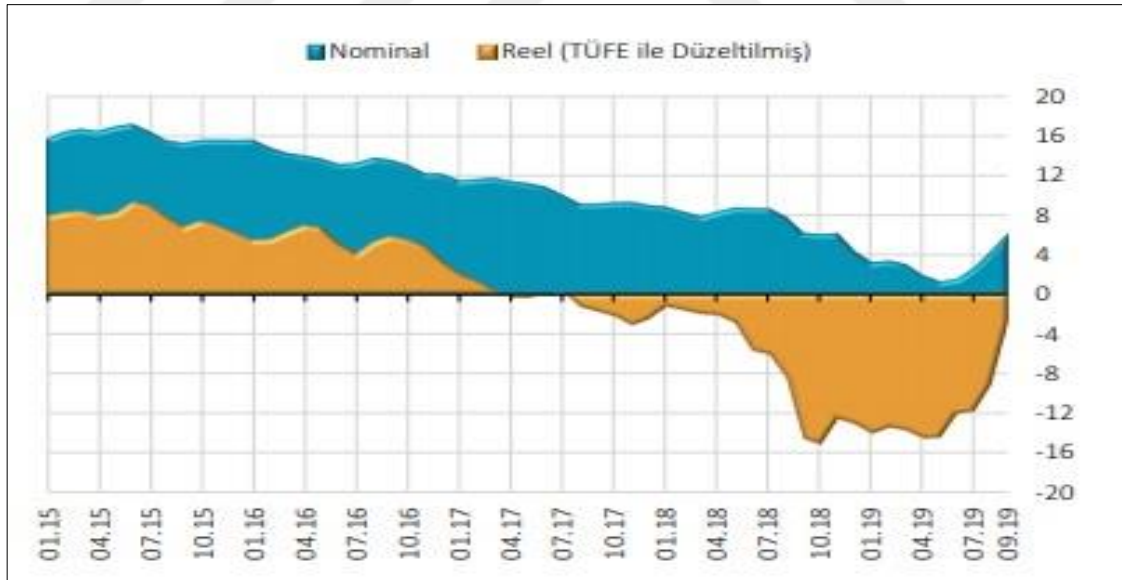


Şekil 5.8 Park Maveria III Projesi gayrimenkul sertifikası borsa fiyatı değişimi (Mayıs 2017 - Aralık 2019) (Anonim 2019h)

İkincil piyasada yeterli talebin oluşmaması, bir başka ifadeyle gayrimenkul sertifikasına gereken ilginin gösterilmemesine bağlı olarak borsa fiyatlarının düşmesinde ekonomik göstergelerin olumsuz yönde seyretmesi, özellikle 2018 yılının ikinci yarısından sonra döviz kurunda yaşanan dalgalanmanın enflasyon ve faiz oranlarını arttırması, tüm

maliyetlerin hızla yükselmesi kuşkusuz etkili olmuş, bu durumdan kısa sürede gayrimenkul piyasaları da etkilenmiştir. Enflasyon ve faiz oranlarının artması, borçlanma maliyetlerini yükselttiğinden gayrimenkule olan talep düşmüş, bu durum gayrimenkul fiyatlarının beklentinin altında seyretmesine neden olmuştur.

Nitekim Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası tarafından (TCMB) aylık yayınlanan Konut Fiyat Endeksi'nde (KFE) bu durum daha iyi anlaşılmaktadır (Şekil 5.9). Türkiye genelinde konut fiyatlarının artış hızı önceki dönemlere göre yavaşlama eğilimine girmiş olup endeks, enflasyon verileri ile değerlendirildiğinde 2018 yılı sonları ve 2019'un ilk dokuz ayında reel olarak %15'e yakın azalmıştır (Anonim 2019i). Ekonomi ve gayrimenkul piyasalarındaki olumsuz tablonun yanı sıra, gayrimenkul sertifikasının tanıtımının yeterli şekilde yapılmamış olması, kurumsal ve yabancı yatırımcının ilgi göstermemesi, uygulama projesi olan Park Maveria III Projesi'nin ihraç fiyatının yüksek belirlenmiş olması gibi nedenler ise, bir finansman yöntemi olarak sunulan gayrimenkul sertifikası uygulamasına özgü diğer sorunlar olarak değerlendirilmektedir.



Şekil 5.9 Konut fiyat endeksi yıllık yüzde değişimi (Eylül 2019) (Anonim 2019i)

Bu bakımdan özellikle bir gayrimenkul (konut) sahibi olmak için değil de sertifikayı bir yatırım aracı olarak tercih eden yatırımcı açısından uygulamanın değerlendirilmesine ihtiyaç duyulmuştur. Bu değerlendirmede ihraç konusu en düşük fiyata sahip konut (D2

blok - 10 numaralı bağımsız bölüm) seçilerek borsada işlem görmeye başladığı tarih olan 07.04.2017 itibariyle, bir yatırımcının bu konutun satış fiyatını karşılayacak kadar sertifika satın almasından yola çıkılmıştır.

Yatırım karşılaştırması için seçilen konutun satış fiyatı ihraççı tarafından 469.965,00 TL, gerekli sertifika adedi ise 11.058 olarak belirlenmiştir. Bu projede yer alan en düşük fiyata sahip konut için edinilmesi gereken sertifika miktarı, dolayısıyla konutun satış fiyatından hareketle; aynı bedelin döviz, altın, 10 yıllık devlet tahvili ve 1 yıl vadeli mevduat gibi farklı yatırım araçlarında değerlendirilebileceği öngörülmüştür. Döviz yatırımında Amerikan doları ve avro seçilmiş, ihraç tarihi itibariyle geçerli olan alış kuru fiyatından ne kadar döviz yatırımı yapılabileceği; altın olarak değerlendirilmesi seçeneğinde yine aynı tarihteki altının gram fiyatı üzerinden ne kadar altın yatırımı yapılabileceği tespit edilmiştir. Mevduat ve tahvil seçeneklerinde ise ihraç tarihi itibariyle geçerli faiz oranları üzerinden projenin yaklaşık bitiş tarihine gelmek üzere üç dönem değerlendirmeye tabi tutulmuştur (Çizelge 5.11).

Çizelge 5.11 Gayrimenkul sertifikasının diğer yatırım araçları ile karşılaştırılması

Yatırım Araçları	Yatırım Cinsinden Karşılık		07.04.2017 06.04.2018		07.04.2018 05.04.2019		06.04.2019 06.12.2019	
Sertifika Fiyatı (TL)	42,50	469.965,00	33,72	372.875,76	42,82	473.503,56	51,60	570.592,80
USD/TL ³⁸	3,7275	126.080,48	4,0600	511.886,76	5,6024	706.353,30	5,7582	725.996,64
AVRO/TL ³⁹	3,9640	118.558,27	4,9677	588.961,94	6,2910	745.850,10	6,3920	757.824,49
Altın (TL/Gr) ⁴⁰	149,246	3.148,93	172,806	544.153,76	232,307	731.518,16	272,890	859.311,13
Devlet Tahvili ⁴¹	10,72%	469.965,00	10,72%	520.345,25	10,72%	576.126,26	10,72%	616.597,45
1 Yıl Vadeli Mevduat ⁴²	13,60%	469.965,00	15,81%	533.880,24	27,00%	618.286,71	25,00%	725.090,79

³⁸ Belirlenen tarihteki TCMB verilerinden yararlanılmıştır.

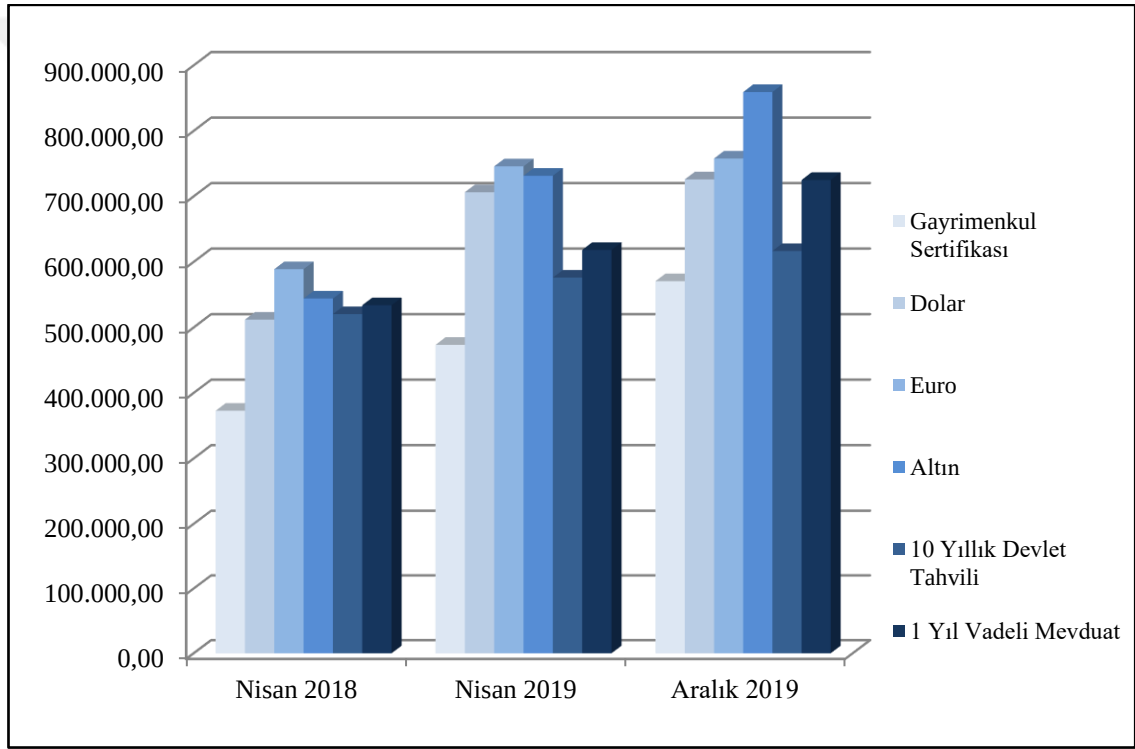
³⁹ Belirlenen tarihteki TCMB verilerinden yararlanılmıştır.

⁴⁰ Belirlenen tarihteki <https://www.bloomberght.com/altin> verilerinden yararlanılmıştır.

⁴¹ Belirlenen tarihteki <https://www.bloomberght.com/tahvil/tr-10-yillik-tahvil> verilerinden yararlanılmıştır.

⁴² Belirlenen tarihteki TCMB verilerinden yararlanılmıştır.

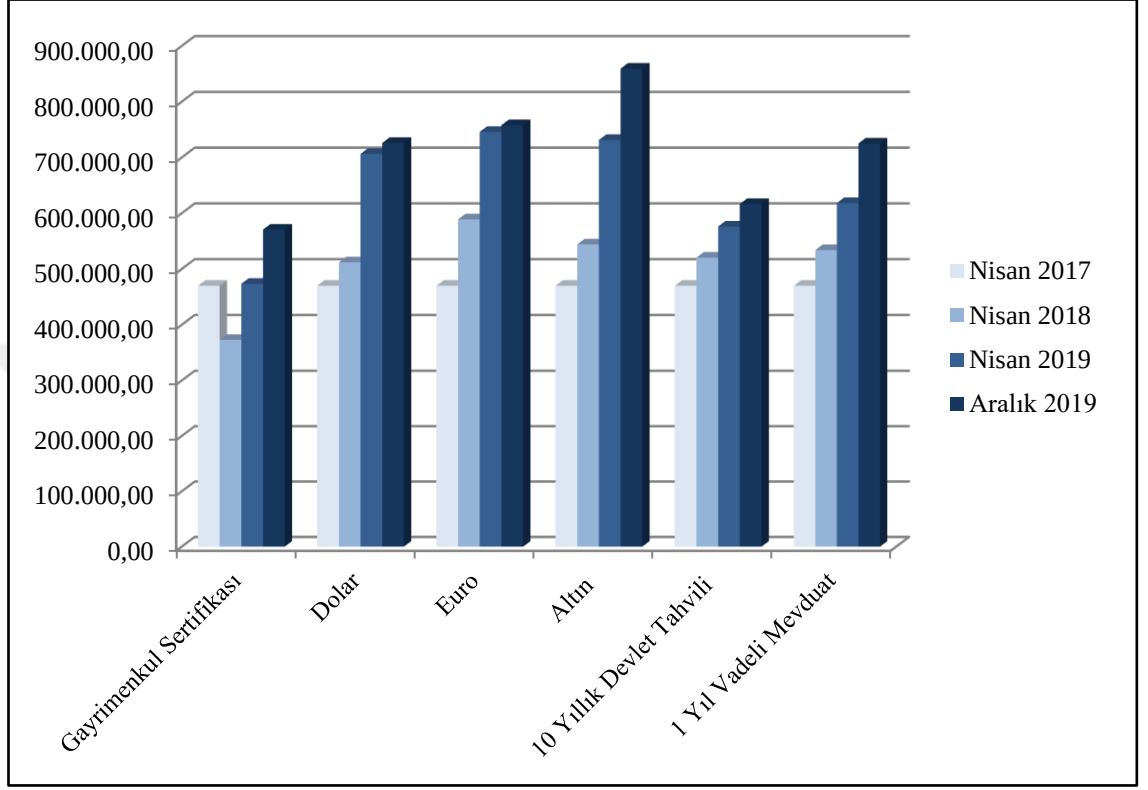
Söz konusu yatırım bedelinin (469.965,00 TL); borsa, döviz kurları, altın, tahvil ve mevduat olmak üzere farklı yatırım araçlarında değerlendirilmesi halinde; 1 yıl sonraki getirilere bakıldığında en yüksek getirinin avro, en düşük yatırımın ise gayrimenkul sertifikası yatırımı olduğu; 2 yıl sonraki getiriler incelendiğinde en yüksek getiriye sahip aracın yine avro olduğu ancak dolar yatırımının artış bazında daha fazla yükselişe geçtiği, en düşük yatırım aracının yine gayrimenkul sertifikası olduğu görülmektedir. İnşaatın tamamlanma tarihi olan 2019 yılının son ayına bakıldığında en yüksek getiriye sahip aracın altın yatırımı olduğu, sertifika fiyatının ihraç fiyatına nazaran yükselmiş olsa bile bu sıralama içinde yine en alt sırada kaldığı görülmektedir (Şekil 5.10).



Şekil 5.10 Gayrimenkul sertifikası getirisinin diğer yatırım araçları ile karşılaştırılması (Nisan 2017 – Aralık 2019)

Yatırım araçları dönemler itibariyle kendi içinde değerlendirildiğinde ise; gayrimenkul sertifikasının 2018 yılı içinde düşüşte, 2019 yılı başlarında ihraç fiyatı seviyesinde olduğu görülmektedir. Dolayısıyla özellikle bu dönemler itibariyle yatırımcı açısından gayrimenkul sertifikasının bir getirisi olmamış, aksine kayba neden olmuştur. Gayrimenkul sertifikası dışında seçilen tüm yatırım araçlarının getirisi belirlenen dönemler itibariyle hep artış göstermekte olup dönem sonunda en yüksek getiriye sahip

yatırım aracının altın olduğu tespit edilmektedir. Bu araçlardan tahvil daha dengeli bir ivme kaydetmiş olsa da yine de dönem sonu getirisi bakımından gayrimenkul sertifikasından daha yüksek getiriye sahiptir (Şekil 5.11).



Şekil 5.11 Gayrimenkul sertifikası ve diğer yatırım araçlarının dönemler itibariyle getiri durumu (Nisan 2017 – Aralık 2019)

Sonuç olarak gayrimenkul sertifikası, bir yatırım aracı olarak diğer yatırım araçlarına nazaran iyi bir getiri sağlamamış, ikincil piyasada olumlu bir trend yakalayamamıştır. Gayrimenkul sertifikasının ikincil piyasada işlem görmesinin tek olumlu yanı, gayrimenkul yatırımının likit hale dönüştürülmesi olarak yorumlanabilir.

5.3 Proje Değerlemesi

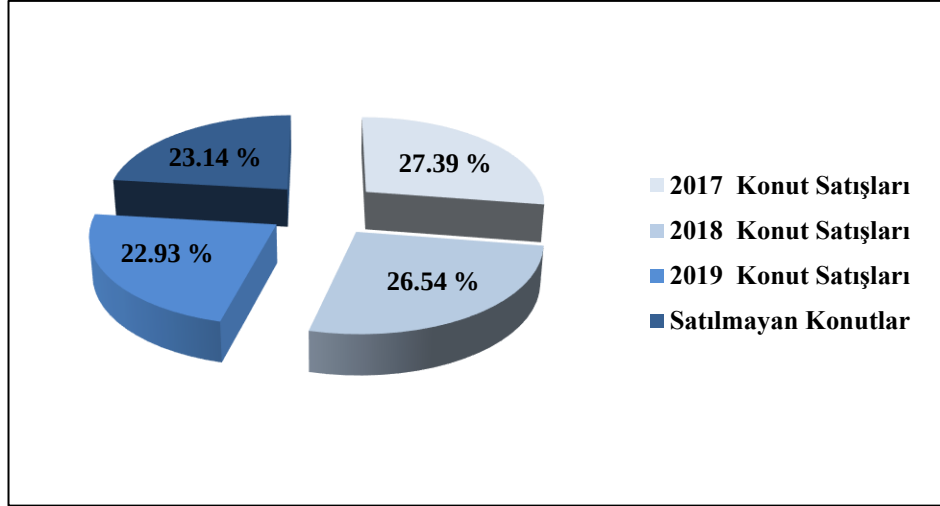
Gayrimenkul sertifikası uygulama projesi olan Park Maveria III Projesi için belirlenen ihraç fiyatı ile karşılaştırma yapılması amacıyla alternatif bir proje değerlendirme çalışması yapılmıştır. Çalışmanın birinci bölümünde değerlendirme yöntemlerinin detayı açıklanmıştır.

olup bu değerleme çalışmasında, proje alanının bulunduğu bölgede söz konusu proje ile benzer nitelik taşıyan çok sayıda konut ve karma projenin olması ve bağımsız bölüm bazında satışların aktif şekilde gerçekleşmesi dikkate alınarak “Pazar Yaklaşımı” kullanılmıştır. Bu yöntemle tespit edilen toplam proje değerinin teyit edilmesi ve aykırılık teşkil edip etmediğinin belirlenmesi amacıyla ikinci yöntem olarak “Gelir Yaklaşımı” kullanılmıştır. Ayrıca TOKİ ile yüklenici firma arasında yapılan arsa satış karşılığı gelir paylaşım işi sözleşmesinde öngörülen maliyet bedelinin karşılaştırılması amacıyla “Maliyet Yaklaşımı” kullanılarak söz konusu proje için 2017 yılının birinci ayı itibariyle yaklaşık maliyet bedeli tespit edilmiştir.

5.3.1 Pazar yaklaşımı

Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder (Anonim 2017a). Bu tanımdan hareketle ihrac fiyatı ile ilgili bir karşılaştırma yapılabilmesi amaçlanmış, pazar yaklaşımı esasına göre bir metrekare fiyatı tespit edebilmek için öncelikle söz konusu projede ihraca konu olmayan benzer nitelikteki satışa sunulan gayrimenkullerin ortalama satış fiyatları ile gerçekleşen ortalama satış fiyatları dikkate alınmıştır.

Park Maveria III Projesi, 723 adet konut ve 31 adet ticari bölüm olmak üzere toplam 754 adet bağımsız bölümden oluşmaktadır. İhraca konu edilen 218 adet konutun dışında, 505 adet konut ve 31 adet ticari birimin proje sürecinde satılması beklenmektedir. KAP üzerinden yapılan 04.05.2017 tarihli açıklamada ihraca konu olmayan 471 adet konutun tiplerine göre satılmak istenen fiyatları belirtilmiş, bu tarihten sonraki bildirimlerde ise hem satış fiyatı listesi hem de gerçekleşen satışlar kümülatif biçimde ilan edilmiştir (Anonim 2019g). Buna göre satışa sunulan 471 adet konutun yaklaşık %23’ henüz satılmamış durumda olup satışlar ise yıllar itibariyle yaklaşık aynı oranlarda gerçekleşmiştir (şekil 5.12). Satışa sunulmayan 34 adet konut ve ticari birimlerin durumu ile ilgili herhangi bir bilgi bulunmamaktadır. Bunun yanı sıra asli edim süresi içinde talep edilmeyen 64 adet konutun da satılması gerekmektedir.



Şekil 5.12 Park Mavera III Projesi ihraca konu olmayan konut satışları (Anonim 2019g)

KAP üzerinden 2017 yılı içinde ayda bir, 2018 ve 2019 yıllarında ise alta ayda bir açıklama yapılmış olup ihrac sonrası satışa sunulan 471 adet konutun ortalama metrekare birim fiyatının 4.950,00 TL olarak belirlendiği, ancak yıl içinde gerçekleşen satışın metrekare birim fiyatının ortalama 4.750,00 TL olduğu görülmektedir. Konut satışlarının metrekare birim fiyatı 2018 yılının başında 4.750,00 TL, yıl ortasında 4.900,00 TL, 2019 yılında ise 5.000 - 5.200 TL olarak gerçekleşmiştir (Çizelge 5.12).

Çizelge 5.12 Park Mavera III Projesi satış fiyatları (Anonim 2019g)

Satışta Olan Konutlar						Gerçekleşen Satışlar				
Daire Tipi	Adet	Toplam Satış Fiyatı (₺)	Toplam Genel Brüt (m²)	Ort m² Fiyatı (₺)	Dönem	Daire Tipi	Adet	Toplam Satış Fiyatı (₺)	Toplam Genel Brüt (m²)	Ort m² Fiyatı (₺)
2+1	245	158.621.000	32.867	4.826	05.2017					
3+1	80	70.120.000	14.943	4.692						
4+1	26	25.518.000	5.557	4.592						
5+1	120	146.282.000	27.512	5.317						
Top.	471	400.541.000	80.879	4.952						
2+1	242	156.001.860	32.461	4.806	06.2017	2+1	3	1.923.000	406	4.735
3+1	80	71.461.000	14.943	4.782		3+1				
4+1	26	25.518.000	5.557	4.592		4+1				
5+1	119	144.678.380	27.286	5.302		5+1	1	1.252.000	226	5.544
Top.	467	397.659.240	80.247	4.955		Top.	4	3.175.000	632	5.024

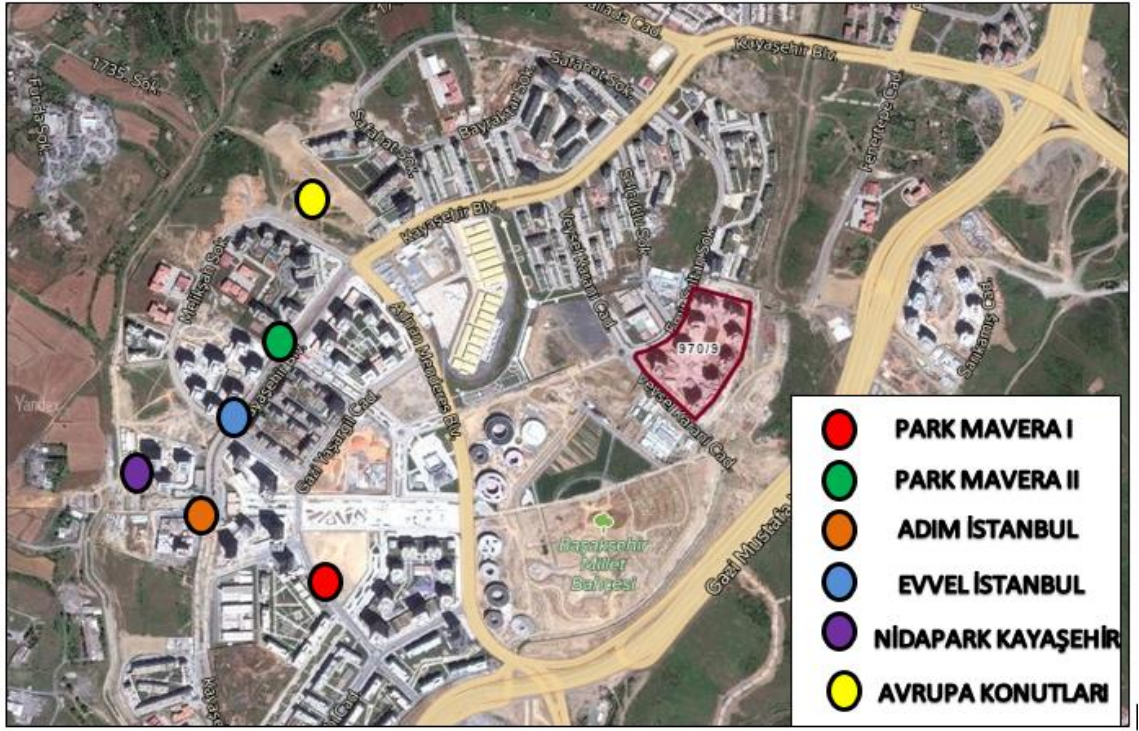
Çizelge 5.12 Park Mavera III Projesi satış fiyatları (Anonim 2019g) (devam)

Satışta Olan Konutlar						Gerçekleşen Satışlar				
Daire Tipi	Adet	Toplam Satış Fiyatı (₺)	Toplam Genel Brüt (m²)	Ort m² Fiyatı (₺)	Dönem	Daire Tipi	Adet	Toplam Satış Fiyatı (₺)	Toplam Genel Brüt (m²)	Ort m² Fiyatı (₺)
2+1	241	155.392.160,00	32.325,80	4.807,06	07.2017	2+1	4	2.564.000,00	541,52	4.734,82
3+1	80	71.461.000,00	14.943,01	4.779,26		3+1				
4+1	26	25.518.000,00	5.557,38	4.591,73		4+1				
5+1	117	142.182.582,00	26.834,18	5.298,56		5+1	3	3.776.000,00	677,49	5.573,51
Top.	464	394.509.282,00	79.660,37	4.952,39		Top.	7	6.340.000,00	1.219,01	5.200,94
2+1	194	125.746.626,00	26.080,97	4.821,39	08.2017	2+1	51	30.864.904,13	6.786,35	4.548,09
3+1	59	52.958.000,00	11.080,38	4.779,44		3+1	21	17.242.189,85	3.862,63	4.463,85
4+1	20	19.809.000,00	4.314,54	4.591,22		4+1	6	5.233.759,40	1.242,84	4.211,13
5+1	92	111.892.000,00	21.097,90	5.303,47		5+1	28	33.195.102,55	6.413,77	5.175,60
Top.	365	310.405.626,00	62.573,79	4.960,63		Top.	106	86.535.955,93	18.305,59	4.727,30
2+1	193	125.069.626,00	25.950,36	4.819,57	09.2017	2+1	52	31.541.904,13	6.916,96	4.560,08
3+1	59	52.958.000,00	11.080,38	4.779,44		3+1	21	17.242.189,85	3.862,63	4.463,85
4+1	20	19.809.000,00	4.314,54	4.591,22		4+1	6	5.233.759,40	1.242,84	4.211,13
5+1	89	112.851.000,00	20.379,87	5.537,38		5+1	31	36.974.702,55	7.131,80	5.184,48
Top.	361	310.687.626,00	61.725,15	5.033,40		Top.	110	90.992.555,93	19.154,23	4.750,52
2+1	190	123.250.000,00	25.565,12	4.821,02	10.2017	2+1	55	33.453.530,13	7.302,20	4.581,29
3+1	57	51.550.100,00	10.279,36	4.804,58		3+1	23	18.724.189,85	4.213,65	4.443,70
4+1	20	19.809.000,00	4.314,54	4.591,22		4+1	6	5.233.759,40	1.242,84	4.211,13
5+1	89	113.315.000,00	20.379,87	5.560,14		5+1	31	36.974.702,55	7.131,80	5.184,48
Top.	356	307.924.100,00	60.988,19	5.048,86		Top.	115	94.386.181,93	19.890,49	4.745,29
2+1	185	120.172.000,00	24.897,77	4.826,62	11.2017	2+1	60	36.509.570,13	7.969,55	4.581,13
3+1	56	50.809.100,00	10.553,85	4.814,27		3+1	24	19.645.189,85	4.389,16	4.434,83
4+1	19	18.823.000,00	4.107,40	4.582,70		4+1	7	6.264.759,40	1.449,98	4.320,58
5+1	88	112.376.000,00	20.148,60	5.577,36		5+1	32	38.080.502,55	7.363,07	5.171,82
Top.	348	302.180.100,00	59.707,62	5.061,00		Top.	123	100.320.021,93	21.171,76	4.738,39
2+1	182	118.514.000,00	24.501,71	4.836,97	12.2017	2+1	63	38.222.570,13	8.365,61	4.569,01
3+1	55	49.806.100,00	10.363,47	4.805,93		3+1	25	20.468.189,85	4.579,54	4.469,49
4+1	19	18.823.000,00	4.107,40	4.582,70		4+1	7	6.264.759,40	1.449,98	4.320,58
5+1	86	109.723.000,00	19.696,94	5.570,56		5+1	34	40.630.502,55	7.814,73	5.199,22
Top.	342	296.866.100,00	58.669,52	5.059,97		Top.	129	105.586.021,93	22.209,86	4.754,02
2+1	180	130.562.000,00	24.235,01	5.387,33	01.2018	2+1	65	39.533.200,13	8.632,31	4.579,68
3+1	52	51.955.038,00	9.767,96	5.318,92		3+1	28	22.961.689,85	5.175,05	4.437,00
4+1	19	20.526.000,00	4.107,40	4.997,32		4+1	7	6.264.759,40	1.449,98	4.320,58
5+1	82	112.251.000,00	18.788,79	5.974,36		5+1	38	45.333.402,55	8.722,88	5.197,07
Top.	333	315.294.038,00	56.899,16	5.541,28		Top.	138	114.093.051,93	23.980,22	4.757,80

Çizelge 5.12 Park Maveria III Projesi satış fiyatları (Anonim 2019g) (devam)

Satışta Olan Konutlar						Gerçekleşen Satışlar				
Daire Tipi	Adet	Toplam Satış Fiyatı (₺)	Toplam Genel Brüt (m²)	Ort m² Fiyatı (₺)	Dönem	Daire Tipi	Adet	Toplam Satış Fiyatı (₺)	Toplam Genel Brüt (m²)	Ort m² Fiyatı (₺)
2+1	146	113.065.000,00	19.742,01	5.727,13	07.2018	2+1	99	61.395.255,13	13.125,31	4.677,62
3+1	33	34.197.000,00	6.169,25	5.543,14		3+1	47	41.270.763,20	8.773,76	4.703,89
4+1	11	13.470.000,00	2.450,28	5.497,33		4+1	15	14.329.543,40	3.107,10	4.611,87
5+1	27	39.539.000,00	6.233,98	6.342,50		5+1	93	110.292.826,78	21.277,69	5.183,50
Top.	217	200.271.000,00	34.695,52	5.788,93		Top.	254	227.288.388,51	46.253,86	4.910,75
2+1	130	118.688.000,00	17.593,45	6.746,15	01.2019	2+1	115	71.704.077,72	15.273,87	4.694,56
3+1	24	29.009.000,00	4.539,40	6.390,49		3+1	56	49.263.055,20	10.403,61	4.735,19
4+1	8	11.810.000,00	1.828,86	6.457,57		4+1	18	17.458.973,40	3.782,52	4.682,55
5+1	7	12.189.000,00	1.633,08	7.463,81		5+1	113	137.944.136,78	25.878,59	5.330,43
Top.	169	171.696.000,00	25.594,79	6.708,24		Top.	302	276.370.243,10	55.284,59	4.999,05
2+1	113	109.865.000,00	15.296,65	7.182,29	07.2019	2+1	132	87.264.092,17	17.570,67	4.966,46
3+1	12	15.435.000,00	2.219,40	6.969,90		3+1	68	65.652.492,35	12.723,61	5.159,90
4+1	5	6.702.000,00	1.035,70	6.509,61		4+1	21	24.262.039,40	4.521,68	5.365,71
5+1	3	6.079.000,00	719,54	8.448,45		5+1	117	145.190.402,98	26.792,13	5.419,14
Top.	133	138.155.000,00	19.271,29	7.168,95		Top.	338	322.369.026,90	61.608,09	5.232,58
2+1	97	104.213.000,00	13.093,91	7.958,89	10.2019	2+1	148	101.662.509,17	19.773,41	5.141,37
3+1	5	6.969.000,00	933,76	7.463,37		3+1	75	73.711.808,35	14.009,25	5.261,65
4+1	3	4.405.000,00	621,42	7.088,60		4+1	23	27.248.070,90	4.935,56	5.520,77
5+1	4	7.934.000,00	908,15	8.736,44		5+1	116	146.821.828,80	26.603,52	5.518,89
Top.	109	123.521.000,00	15.557,24	7.939,78		Top.	362	349.444.217,22	65.321,74	5.349,59

Park Maveria III Projesi'nin bulunduğu Kayabaşı bölgesinde pek çok konut projesi mevcut olup bunlardan ihraca konu proje ve Botanik Bahçesi'ne yakın konumda olanlar Park Maveria I ve II, Nidapark Kayaşehir, Evvel İstanbul, Adım İstanbul ve Avrupa Konutları Projeleri'dir (Şekil 5.13).



Şekil 5.13 Konut ve ticari emsallerin konumları

İncelenen projelerin tamamı, benzer sosyal donatılar içeren çok katlı konut projeleri olup ticari kullanımlar da mevcuttur. Pazar yaklaşımında kullanılmak üzere söz konusu projelerde 2017 yılında pazara çıkarılmış konut emsalleri dikkate alınarak bölgedeki ortalama metrekare birim fiyatı belirlenmiştir (Çizelge 5.13). Park Maveria III Projesi'nin bulunduğu bölgede inşaatı tamamlanmış ya da devam eden benzer projelerde konut satış birim metrekare fiyatlarının 4.100,00 - 5.200,00 TL aralığında olduğu görülmektedir. Bu projelerde peşin ödemede %15 - 25 oranında indirim olduğu belirtilmiş olup talep fiyatları ortalama %20 üzerinden iskonto edildiğinde birim metrekare satış fiyatlarının 3.300,00 - 4.700,00 TL aralığında kaldığı tespit edilmektedir.

Çizelge 5.13 Pazar yaklaşımında kullanılan konut emsalleri (Anonim 2018e, Anonim 2018f, Anonim 2018g)

Emsal	Proje Adı	Proje Geliştirici	Tip	Sat. Esas Alan (m ²)	Talep Fiyatı (TL)	Birim Fiyatı (TL/m ²)	Ortalama Birim Fiyatı (TL/m ²)	Peşin Satış Fiyatı (TL)	Peşin Satış Birim Fiyatı (TL/m ²)
1	Park Maveria I	Makro İnşaat	2+1	132	550.000	4.166,67	4.124,64	467.500	3.541,67
2			4+1	197	800.000	4.060,91		680.000	3.451,78
3			4+1	205	850.000	4.146,34		722.500	3.524,39
4	Park Maveria II	Ak Yapı ve Makro İnşaat	2+1	125	596.970	4.775,76	4.762,72	507.425	4.059,40
5			3+1	182	857.340	4.710,66		728.739	4.004,06
6			4+1	207	993.960	4.801,74		844.866	4.081,48
7	Evvel İstanbul	İntaya, EYG ve İntes	2+1	102	499.000	4.892,16	4.601,24	424.150	4.158,33
8			3+1	145	625.000	4.310,34		531.250	3.663,79
9			3+1	163	750.000	4.601,23		637.500	3.911,04
10	Adım İstanbul	İntaya, EYG ve İntes	2+1	106	589.050	5.557,08	5.213,21	500.693	4.723,51
11			3+1	164	757.350	4.617,99		643.748	3.925,29
12			5+1	254	1.388.000	5.464,57		1.179.800	4.644,88
13	Avrupa Konutları	Artaş İnşaat	2+1	124	640.000	5.161,29	5.065,75	544.000	4.387,10
14			2+1	150	750.000	5.000,00		637.500	4.250,00
15			5+1	278	1.400.000	5.035,97		1.190.000	4.280,58
16	Nidapark Kayaşehir	Tahincioğlu Gayrimenkul	2+1	102	456.390	4.474,41	4.137,29	387.932	3.803,25
17			3+1	152	609.840	4.012,11		518.364	3.410,29
18			4+1	200	785.070	3.925,35		667.310	3.336,55

Benzer şekilde, ticari kullanımlar için de piyasa araştırması yapılmış ve talep fiyatlarında herhangi bir düzeltme yapılmadığında bölgede 2017 yılındaki ticari birim metrekare fiyatının 10.000,00 - 17.000,00 TL aralığında, ortalamada ise 13.500,00 TL olduğu görülmektedir (Çizelge 5.14). Konutlar için uygulanan iskonto oranı, ticari birimler için de uygulandığında birim metrekare fiyatları 7.200,00 - 15.500,00 TL aralığında kalmaktadır. Ticari birimlerde pazarlık ve satış sürecinin uzun zaman alması ve pazarlık paylarının genellikle daha yüksek olması, pazar yaklaşımında ayrıca dikkate alınmıştır.

Çizelge 5.14 Pazar yaklaşımında kullanılan ticari emsaller (Anonim 2018e, Anonim 2018f, Anonim 2018g)

Emsal	Proje Adı	Proje Geliştirici	Satışa Esas Brüt Alan (m ²)	Talep Fiyatı (TL)	Birim Fiyatı (TL/m ²)	Ortalama Birim Satış Fiyatı (TL/m ²)	Pazarlık Fiyatı (TL)	Düzeltilmiş Birim Fiyat (TL/m ²)
1	Park Maveria I	Makro İnşaat	52	655.000	12.596,15	12.596,15	524.000	10.076,92
2	Park Maveria I Meydan Dükkanlar	Makro İnşaat	169	3.000.000	17.751,48	16.934,25	2.400.000	14.201,18
3			190	2.700.000	14.210,53		2.160.000	11.368,42
4			80	1.550.000	19.375,00		1.240.000	15.500,00
5			50	820.000	16.400,00		656.000	13.120,00
6	Park Maveria II	Ak Yapı ve Makro İnşaat	89	840.000	9.438,20	12.495,10	672.000	7.550,56
7			125	1.944.000	15.552,00		1.555.200	12.441,60
8	Adım İstanbul	İntaya, EYG ve İntes	370	4.150.000	11.216,22	10.130,17	3.320.000	8.972,97
9			136	1.230.000	9.044,12		984.000	7.235,29
10	Emlak Konut Başakşehir	TOKİ - Emlak Konut	120	1.339.470	11.162,25	12.288,44	1.071.576	8.929,80
11			82	1.100.000	13.414,63		880.000	10.731,71
12	Nidapark Başakşehir	Tahincioğlu Gayr.	65	844.000	12.984,62	12.949,45	675.200	10.387,69
13			70	904.000	12.914,29		723.200	10.331,43

Piyasa verileri analiz edilerek Park Maveria III Projesi'nde yer alan her bir bağımsız bölüm için şerefiyeden arındırılmış bir birim metrekare değeri belirlenmiştir. Proje bütününde blok konumu, kat, yön / güneşlenme ve cephe / manzara kriterlerinin her biri için gayrimenkul değerine etkisi dikkate alınarak ağırlık katsayısı verilmiş (EK 2-3-4-5), baz olarak belirlenen birim değer bu değerlendirmeye tabi tutularak her bir konut için şerefiyeli birim metrekare değerleri tespit edilmiş ve buna istinaden bağımsız bölüm bazında değerlendirme tabloları oluşturulmuştur (EK 6-7). Söz konusu proje için değerlendirme raporunda 693.548.157,96 TL takdir edilmişken, 2017 yılı piyasa verileri kullanılarak pazar yaklaşımına göre yapılan alternatif değerlendirme çalışmasında toplam piyasa değeri 587.359.678,55 TL olarak tespit edilmiştir. Pazar yaklaşımına göre gayrimenkul sertifikası ihracına konu bağımsız bölümlerin toplam değeri ise 125.161.124,26 TL olarak tespit edilmiştir. Sertifika fiyatının tespitinde kullanılan formül uygulandığında metrekare

fiyatı 3713,60 TL, bir sertifika fiyatı ise yaklaşık 37,14 TL olarak tespit edilmektedir (Çizelge 5.15).

Çizelge 5.15 Park Maveria III Proje değerlemesi - pazar yaklaşımına göre değerlendirme tablolarının özeti (EK 6-7)

Blok	BB Sayısı	Toplam Brüt Alan (m ²)	Toplam Piyasa Değeri (TL)	Ortalama Birim Değeri (TL/m ²)	Değerleme Raporunda Takdir Edilen Toplam Değeri (TL)
A1	79	13.517,47	65.338.916,44	4.833,66	70.757.984,60
A2	75	12.798,54	62.549.768,22	4.887,26	69.097.060,72
B1	90	10.206,84	45.237.409,68	4.432,07	55.029.732,61
B2	90	10.206,84	45.237.409,68	4.432,07	53.790.398,31
B3	90	10.206,84	44.574.237,33	4.367,09	50.867.420,08
C1	74	11.998,89	52.071.671,62	4.339,71	56.922.218,28
C2	74	11.998,89	51.188.823,42	4.266,13	55.995.939,51
D1	75	9.517,39	39.815.728,66	4.183,47	43.013.210,64
D2	76	9.666,68	40.845.393,59	4.225,38	44.088.364,12
Ticari	31	9.734,77	140.500.319,90	14.432,83	193.985.829,09
Toplam	754	109.853,15	587.359.678,55		693.548.157,96
İhraca Konu Bağımsız Bölümlerin Satışa Esas Top. Brüt Alanı (m²)					33.703,37
B2 Blok					41.157.895,32
C2 Blok					47.246.630,27
D2 Blok					36.756.598,67
Toplam					125.161.124,26
Sertifika Fiyatı (TL/dm²)					37,14

5.3.2 Gelir yaklaşımı

Gelir yaklaşımında bir varlığın değeri; gelecekte yaratacağı nakit akışlarının bugünkü değerine indirgenmesiyle tespit edilir. (Anonim 2017a). Bu tanımdan hareketle, proje süreci Nisan 2017 tarihinden başlamak üzere satışların proje bitiminden sonra da devam edeceği kanaatiyle üç dönem olarak düşünülmüş ve ilk dönemde projede yer alan

konutların %30'unun, ikinci dönemde %35'inin, üçüncü dönemde %35'inin; benzer şekilde ticari gayrimenkullerin ise ilk dönemde %10'unun, ikinci dönemde %40'ının, son dönemde ise %50'sinin satılabileceği öngörülmüştür.

Pazar yaklaşımında elde edilen veriler ve söz konusu proje ile ilgili KAP'ta açıklanan satış bilgileri dikkate alınarak konutlar için ilk dönem ortalama satış fiyatı 4.350,00 TL/m², ikinci dönem 4.650,00 TL/m², üçüncü dönem 5.000,00 TL/m²; ticari birimler için ise ilk dönem 13.500,00 TL/m², ikinci dönem 15.000,00 TL/m², üçüncü dönem 16.500,00 TL/m² olarak belirlenmiş ve bu değerler üzerinden her bir dönemin indirgenmemiş satış hasılatı elde edilmiştir.

Elde edilen satış hasılatının projenin başlangıç tarihi olan 2017 yılının dördüncü ayına getirilmesi için her bir dönem için risk faktörü dahil %15 indirim oranı kullanılmıştır. İndirim oranı; 2017 yılı nisan ayında geçerli olan 10 yıllık devlet tahvili getiri oranına (%10), o dönem için öngörülebilecek risk priminin (%5) ilave edilmesiyle tespit edilmiştir. Ancak 2017 yılının takip eden ayları ve özellikle 2018 yılında faiz oranlarının öngörülen seyirden çıkması dikkate alındığında proje değerinin tahmin edilen değerin de altında kalabileceği sonucunu ortaya koymaktadır.

Bu veriler doğrultusunda gelir yaklaşımına göre proje değeri 490.195.787,44 TL olarak takdir edilmiştir (Çizelge 5.16). Pazar yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemleri dikkate alındığında söz konusu projede ihraca konu edilen sertifika satış değerinin 30 - 37 TL aralığında olması gerektiği değerlendirilmektedir.

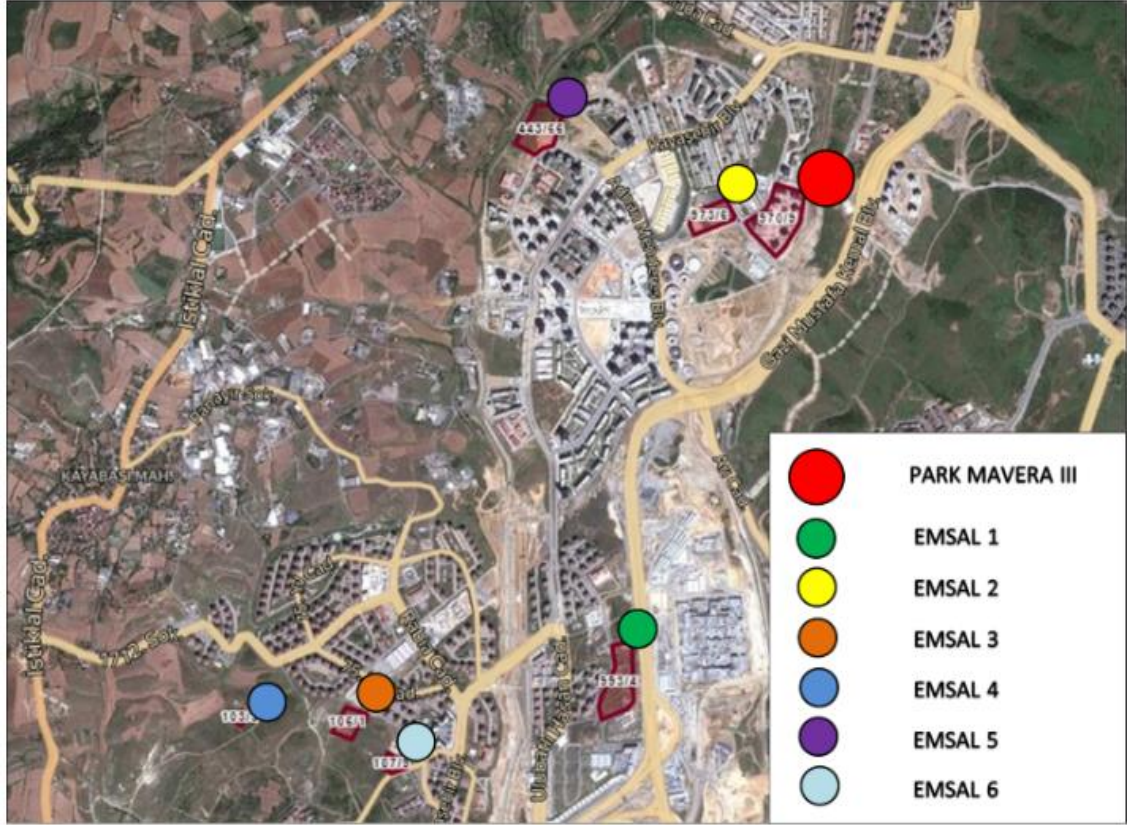
Çizelge 5.16 Park Maveria III proje değerlemesi - gelir yaklaşımı

Proje Süreci	36 Ay				
Satılabilir Konut Alanı (m ²)	100.115,2				
Satılabilir Dükkan Alanı (m ²)	12.409,63				
Toplam Satılabilir Alan (m ²)	112.524,83				
Toplam İnşaat Alanı (m ²)	154.779,02				
İnşaat Birim Maliyet Fiyatı (TL/m ²)	1.250				
Arsa Yüzölçümü (m ²)	50.696,43				
Dönemler		Nisan 2017 - Mart 2018	Nisan 2018 - Mart 2019	Nisan 2019 - Nisan 2020	
		1. Dönem	2. Dönem	3. Dönem	Toplam
Nakit Girişleri					
Konut Satışı Dağılımı		30%	35%	35%	
Satılan Konut Alanı (m ²)		30.034,56	35.040,32	35.040,32	100,115.20
Ortalama Konut Satış Fiyatı (TL)		4.350,00	4.650,00	5.000,00	
Konut Satış Geliri (TL)		130.650.336,00	162.937.488,00	175.201.600,00	468.789.424,00
Ticari Birim Satış Dağılımı		10%	40%	50%	
Satılan Ticari Alan (m ²)		1.240,96	4.963,85	6.204,82	12.409,63
Ortalama Ticari Birim Satış Fiyatı (TL)		13.500,00	15.000,00	16.500,00	
Ticari Alan Satış Geliri (TL)		16.753.000,50	74.457.780,00	102.379.447,50	193.590.228,00
Satış Gelirleri Toplamı (TL)		147.403.336,50	237.395.268,00	277.581.047,50	662.379.652,00
İndirgeme Oranı		15%	15%	15%	
Net Bugünkü Değer (TL)		128.176.814,35	179.504.928,54	182.514.044,55	490.195.787,44

5.3.3 Maliyet yaklaşımı

Maliyet yaklaşımı, belirli bir gayrimenkulün değerlendirme tarihi itibarıyla maliyet bedelinin tespit edilmesini sağlar. Maliyet yaklaşımında arazi ya da arsa maliyeti, bina yapım maliyeti, girişimci karı ve varsa yıpranma payı (birikmiş amortisman) tespit edilir. Bu tanımdan hareketle söz konusu bölgede ortalama arsa fiyatlarının tespit edilebilmesi için emsal çalışması yapılmış ve 2019 yılı Temmuz ayı itibarıyla satışta olan benzer konum, yüzölçümü ya da imar durumuna sahip arsalar belirlenmiştir (Şekil 5.14). Çalışmada kullanılan 1 ve 2 numaralı gayrimenkuller, Emlak Konut GYO AŞ tarafından 11.07.2019

tarihli muhtelif taşınmaz ihale listesine konulmuş olup muhammen satış fiyatları KDV hariç belirlenmiştir. İmar durumu ve konum bakımından Park Maveria III Projesi ile benzer özelliklerde olan bu arsaların birim metrekare fiyatı, söz konusu tarih itibariyle yaklaşık 4.500 TL'ye tekabül etmektedir.



Şekil 5.14 Maliyet yaklaşımında kullanılan arsa emsallerinin konumları

Diğer arsa emsalleri, Park Maveria III Projesi ile konum, yüzölçümü, imar özellikleri bakımından karşılaştırılmış ve olası pazarlık payları göz önünde bulundurularak söz konusu projenin yer aldığı arsanın 2019 yılındaki değeri tespit edilmiş, bu değer yine 2017 yılı Ocak ayında geçerli olan 10 yıllık devlet tahvili faizi (%11,22) ile indirgenerek 2017 yılının yaklaşık arsa değerine ulaşılmıştır (Çizelge 5.17).

Çizelge 5.17 Maliyet yaklaşımında kullanılan arsa emsalleri (Anonim 2019j, Anonim 2019k, Anonim 2019 l)

	Emsal 1	Emsal 2	Emsal 3	Emsal 4	Emsal 5	Emsal 6	Emsal 7	Emsal 8	Emsal 9
Mahalle	Kayabaşı	Kayabaşı	Kayabaşı	Kayabaşı	Kayabaşı	Kayabaşı	Başakşehir	Başakşehir	Başakşehir
Yüzölçümü (m2)	39.031,98	20.000,00	14.170,00	1.820,90	31.609,94	5.902,26	2.500,00	4.000,00	3.880,00
Ada / Parsel	993/4	973/6	106/1	103/3	443/66	107/9			
Plan Fonksiyonu	Konut	Konut + Ticaret	Kısmen Konut Kısmen Park	Konut	Konut	Kısmen Konut Kısmen Park	Konut	Konut + Ticaret	Konut
Emsal (KAKS)	1.35	1.70	1.00	1.00	1.00	1.00	1.75	1.20	1.25
Talep Fiyatı (TL)	177.000.000	90.860.000	30.000.000	4.500.000	55.000.000	16.000.000	14.000.000	20.000.000	21.000.000
Pazarlıklı Fiyat (TL)	177.000.000	90.860.000	28.000.000	4.300.000	54.000.000	15.000.000	12.500.000	18.000.000	20.000.000
Birim Fiyat (TL/m2)	4.534,74	4.543,00	1.976,01	2.361,47	1.708,32	2.541,40	5.000,00	4.500,00	5.154,64
Konum Düzeltmesi	0%	-3%	-40%	-45%	-40%	-40%	5%	5%	10%
Alan Düzeltmesi	0%	3%	3%	10%	0%	5%	10%	10%	10%
İmar Düzeltmesi	-10%	0%	-70%	-35%	-40%	-70%	0%	-25%	-25%
Toplam Düzeltme	-10%	0%	-107%	-70%	-80%	-105%	15%	-10%	-5%
Düzeltilmiş Birim Değer (TL/m2)	4.988,22	4.543,00	4.090,33	4.014,50	3.074,98	5.209,87	4.250,00	4.950,00	5.412,37
2019 Yılı Ortalama Arsa Değeri (TL)									4.503,70
2017 Yılı Ortalama Arsa Değeri (TL)									3.273,56

Projenin toplam inşaat alanı; bağımsız bölümlerin toplam alanı, ortak alanlar ve açık alanlar olmak üzere ayrılmış, yapı sınıflarının blok bazında farklı olması sebebiyle blok bazında da ayrıştırma yapılmıştır. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı'nın 2017 yılı için belirlediği yapı yaklaşık birim maliyet fiyatları üzerinden 2017 yılı için toplam maliyet belirlenmiş, projenin 2018 ve 2019 yıllarında da devam edecek olması sebebiyle maliyet kalemleri üzerinde her yıl için %20 oranında artış yapılarak bu yıllara ait birim fiyatlara ulaşılmıştır. İnşaat maliyet bedelleri, o yıl içinde tamamlanması gerektiği düşünülen inşaat seviyesine göre değerlendirilerek proje başlangıç tarihine indirgenmiştir. Tespit edilen inşaat maliyeti üzerinden girişimci karı öngörüsü ve 2017 yılı için tespit edilen arsa

değerinin ilave edilmesiyle proje maliyeti yaklaşık 410,280,629.55 TL olarak tespit edilmiştir (Çizelge 5.18).

Çizelge 5.18 Park Maveria III proje değerlemesi - maliyet yaklaşımı

Blok	Top. İnş. Alanı (m²)	Top. Bağ. Böl. Alanları (m²)	Top. Teras Alanları (m²)	Top. Ortak Alanlar (m²)	Yapı Sınıfı	Birim Maliyet Fiyatı (TL/m²)	Teras ve Ortak Alanlar Birim Maliyet Fiyatı (TL/m²) (4A)	2017 İnşaat Maliyeti (TL)
A1	25.865,40	18.669,94	865,62	6.329,87	5A	1425	882	32.951.086,68
A2	26.873,00	18.870,54	984,78	7.017,66	5A	1425	882	33.948.671,58
B1	13.489,60	10.206,84		3.282,75	4C	1135	882	14.480.148,90
B2	13.482,00	10.206,84		3.275,19	4C	1135	882	14.473.480,98
B3	13.481,60	10.206,84		3.274,78	4C	1135	882	14.473.119,36
C1	15.662,40	11.998,79		3.663,65	4C	1135	882	16.849.965,95
C2	15.655,60	11.998,79		3.656,82	4C	1135	882	16.843.941,89
D1	12.676,40	9.517,39		3.159,00	4C	1135	882	13.588.475,65
D2	12.673,90	9.663,88		3.010,00	4C	1135	882	13.623.323,80
T	4.919,05	1.184,95	98,20		4B	1021	882	1.296.446,35
Toplam	154.779,00	112.524,8	1948,60	36.669,70				172.528.661,14
Yıllar		İnşaat Maliyeti		İnşaat Maliyetinin İndirgenmiş Hali		İnş Sev.	İnşaat Maliyetinin 2017 Yılına İndirgenmesi	
2017		172.528.661,14		172.528.661,14		30%	51.758.598,34	
2018		207.034.393,37		186.148.528,47		30%	55.844.558,54	
2019		248.441.272,04		200.843.584,04		40%	80.337.433,62	
Toplam İnşaat Maliyeti							187.940.590,50	
Girişimci Karı (%30)							56.382.177,15	
Arsa Değeri							165.957.861,90	
Toplam Maliyet							410.280.629,55	

5.3.4 Proje değerlendirme sonuçlarının analizi

Bir değerlendirme işleminde, mevcut koşullar dikkate alınarak tek bir yöntemle doğru ve güvenilir değer tespitinin yapılabileceği durumlarda birden fazla değerlendirme yönteminin kullanılması gerekli bulunmamaktadır. Ancak tek bir yöntemin kullanılması için sağlıklı ve yeterli verinin oluşmadığı durumlarda birden fazla değerlendirme yaklaşımının kullanılması önerilmekte, bu yaklaşımların aritmetik ortalamaya tabi tutulmak yerine,

piyasa koşulları dikkate alınarak ve gerekçeleri belirtilmek koşuluyla ağırlıklı ortalamasının alınarak değer takdirinin yapılması gerekmektedir (Anonim 2017a).

Park Maveria III Projesi değerlendirme çalışmasında, ihraç öncesindeki değer takdirinden yola çıkılarak sertifika fiyatının belirlenmesi ve ihraç fiyatı ile karşılaştırılması amaçlanmıştır. Değerlemede pazar yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve maliyet yaklaşımı kullanılmış olup bu yaklaşımlar arasında yaklaşık %17 civarında makul sayılabilecek bir farklılık oluşmuştur. En yüksek değer takdiri pazar yaklaşımı ile en düşük değer takdiri ise maliyet yaklaşımı ile elde edilmiştir.

Pazar yaklaşımında değerlemeye konu gayrimenkulün ya kendisiyle ilgili fiyat bilgisi edinilmiş ya da bu gayrimenkul ile ciddi benzerlikler taşıyan farklı gayrimenkuller piyasada işlem görmüş veya görmektedir. Bu nedenle bir değerlendirme işleminde aktif bir piyasadan elde edilen fiyat bilgisinin, genellikle değer tespitine yönelik en güçlü veri olduğu değerlendirilmektedir (Anonim 2017a). Nitekim söz konusu projede ihraca konu edilen konutların dışında, satışa sunulmuş diğer konutlar değerlendirme çalışması için önemli bir dayanak oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra projenin yer aldığı bölgede, söz konusu proje ile benzer donanımlara sahip pek çok konut ve karma proje yer almaktadır. Bu husus dikkate alınarak ağırlıklı ortalamada en güçlü yaklaşımın pazar yaklaşımı olduğu kanaati oluşmuştur.

Maliyet yaklaşımında değeri oluşturan girdiler; arsa bedeli, inşaat maliyeti ve girişimcinin kar payı olmaktadır. Bu projede TOKİ ile arsa karşılığı inşaat sözleşmesi yapılmış olup TOKİ'nin alacağı pay sözleşme başında belirlenmiştir. Proje sonucunda hedeflenen kar marjına ulaşılmasa da, TOKİ'nin payı değişmemektedir. Ayrıca proje ile aynı bölgede benzer özelliklerde bir arsanın bulunması ve satışa konu olması her zaman mümkün görünmemektedir. Bu hususlar, arsa değerinin sağlıklı tespit edilmesini güçleştirmektedir. Park Maveria III Projesi, sözleşmede inşaat süresi 1000 gün olarak belirlenmiş kapsamlı bir projedir. Dolayısıyla yıllara yaygın şekilde inşaat faaliyetleri devam edecek olup inşaat maliyetini oluşturan kalemler her yıl artış gösterebilecektir. Piyasa koşulları dikkate alınarak bu artışlar maliyet bedeline yansıtılmış olsa da, geleceğe

dair öngörünün çok sağlıklı ve güvenilir sonuç vermeyeceği düşünülerek ağırlıklı değerlendirmede en düşük oran maliyet yaklaşımına verilmiştir.

Gelir yaklaşımında ise, maliyet yaklaşımına benzer şekilde geleceğe dair bir öngörü söz konusudur. Projede 723 adet konut, 31 adet ticari birim mevcuttur ve özellikle konutlar nakit akışı elde edilecek şekilde kiralamaya konu değildir. Bu nedenle projedeki bağımsız bölümlerin satışından elde edilecek gelirler üç dönem için nakit akışı olarak düşünülmüş ve her bir dönemde projedeki belli bir oranın satılabileceği öngörülmüştür. Proje satışından elde edilen gelecekteki değerler, her yıl için belli bir oran kullanılarak proje başlangıç tarihine indirgenmiştir. Projenin tamamlanmasında olabilecek gecikmeler, satış hızının farklı olması ve genel ekonomik şartların öngörülenden farklı gerçekleşebilecek olması, dolayısıyla risk faktörünün değişebilecek olması sebebiyle gelir yaklaşımı, ağırlıklı ortalama ikincil ağırlığa sahip yaklaşım olarak değerlendirilmiştir.

Pazar, gelir ve maliyet yaklaşımları kullanılarak tespit edilen değerlerin ağırlıklı ortalama tabi tutulması sonucunda proje değeri 531.648.653,86 TL, sertifika fiyatı ise 33,62 TL olarak tespit edilmiştir (Çizelge 5.19).

Çizelge 5.19 Park Mavera III proje değerlemesi - değer takdiri

Yöntem	Takdir Edilen Değer (TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (TL)	Ağırlıklı Ortalama Değer (TL)	Sertifika Fiyatı (TL)
Pazar Yaklaşımı	587.359.678,55	55%	323.047.823,20	531.648.653,86	33,62
Gelir Yaklaşımı	490.195.787,44	30%	147.058.736,23		
Maliyet Yaklaşımı	410.280.629,55	15%	61.542.094,43		

Alternatif proje değerlemesi sonucunda, sertifika (desimetrekare) fiyatı yaklaşık 33,62 TL olarak tespit edilmiş olup ihraç öncesinde halka arz fiyatının yüksek belirlendiği sonucuna varılmıştır.

6. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Gayrimenkul ve kentsel dönüşüm projeleri yüksek sermaye gerektiren, farklı meslek dallarının koordinasyonu ile gerçekleştirilen büyük yatırımlardır. Gayrimenkul geliştiren, üreten ve piyasaya sunan taraf için, özellikle konut üretimi söz konusu olduğunda, alternatif finansman kaynaklarının varlığı, bu projelerin hayata geçirilmesi ve sürdürülebilirliğinin sağlanmasında önemli bir etkidir. Diğer taraftan gayrimenkul ve özellikle konut; getiri sağlama, uzun vadede değerini koruma gibi özellikleriyle Dünyanın birçok ülkesinde geleneksel bir yatırım aracı olarak görülmekte ve gayrimenkul edinmek veya gayrimenkul yatırımı yapmak isteyen kesim de düşük maliyetli finansman kaynaklarına ve güvenle tercih edilebilecek yatırım araçlarına erişmek istemektedir. Bu bakımdan fon akışının sürdürülebilir olduğu finansman modellerinin geliştirilmesi ve çeşitlendirilmesi gerekmektedir.

Nitekim sermaye piyasalarının gelişmesi de; çeşitli finansal ürünlerin varlığına, bu ürünlerin farklı risk ve beklenti algısında olan yatırımcılar tarafından tercih edilmesine, faaliyetlerin şeffaf olmasına ve piyasa mekanizmasının düzenli işlemesine bağlıdır. Bu bakımdan gayrimenkul yatırımlarını likit hale getiren ve diğer sermaye piyasası araçlarıyla rekabet edilebilirliği sağlayan kira ve gayrimenkul sertifikaları gibi gayrimenkule dayalı ürünlerin ve bunları portföylerinde bulunduran kurumsal yatırımcıların varlığı ve gelişimi; gayrimenkul piyasalarının sermaye piyasaları ile entegre olması ve ekonomiye katkısı yönünden önemlidir.

Gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarının ortak amacı, yatırımcılardan toplanan fonlar sayesinde gayrimenkul projelerine finansman kaynağı yaratmaktır. İnşaat ve gayrimenkul sektöründe sermaye piyasası araçlarının kullanımı ile finansman sorununun ağırlığı bankacılık sistemi üzerinden alınmakta ve bu yolla maliyetlerin azaltılabilmesi mümkün görülmektedir. GYO ve GYF, gayrimenkule dayalı birer sermaye piyasası aracı olarak daha çok yatırımcı tarafı ilgilendirmektedir. Gayrimenkul sertifikaları ise, bir yatırım ve borçlanma aracı olması yönüyle diğerlerinden ayrılmaktadır. Bunun sebebi, gayrimenkul sertifikaları yönteminde dayanak varlık olan gayrimenkulün doğrudan edinilebilmesi özelliğidir. Gayrimenkul sertifikaları, bir taraftan gayrimenkul veya

kentsel dönüşüm projelerinin gerçekleştirilmesi için bir kaynak yaratmakta, diğer taraftan konut veya gayrimenkul sahibi olmak isteyenler ya da bu projeye yatırım yaparak proje değer artışından getiri elde etmek isteyenler için önemli bir açılım sunmaktadır.

Türkiye'nin hemen hemen bütün illerinde deprem riskinin yüksek olmasının yanı sıra mevcut yapı stokunun niteliği ve plansız yapılaşma durumu dikkate alındığında kentsel dönüşüm projelerinin önemi aşikârdır. Bu projelerin gerçekleştirilmesinde en büyük sorun, finansman problemi olmaktadır. Kentsel dönüşüm projelerinde, projenin gerçekleştirileceği alandaki hak sahipleri, projeden pay almak istediğinde; hak sahibi olunan yapı ve/veya arsanın bedeli nispetinde varlığa, bir anlamda öz kaynağa sahip sayılmakta, bu kaynak yetmediği takdirde borçlandırma yoluyla gerçekleştirilecek projeden konut sahibi olması sağlanmaktadır. Gayrimenkul sertifikaları modeli de, yeterli sertifikaya sahip olunması karşılığında gayrimenkul edinilmesi esasına dayandığından, bu yöntemin kentsel dönüşüm projelerinde kullanılabilecek olması, keza yerel yönetimlerin gayrimenkul sertifikası ihraç edebilme yetkisi, kamu tarafından gerçekleştirilecek kentsel dönüşüm projeleri için önemli bir kaynak sağlama potansiyeli barındırmaktadır.

Gayrimenkul sertifikaları, Türkiye'de daha önce de denenmiş bir sermaye piyasası aracı olup 1989 ve 1996 yıllarında iki uygulama yapılmıştır. Ancak, ihraç fiyatının ihraççı tarafından ve yüksek belirlenmesi, getiri oranının enflasyon altında kalması, konut edinimi süresinin uzun olması, borsada işlem görmesine karşın sertifika fiyatının her ay ihraççı tarafından yeniden belirlenmesi ve bu durumun piyasa ekonomisiyle çelişmesi gibi sebeplerle sürekliliği sağlanamamıştır.

Gayrimenkul sertifikası, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 2012 yılında değişmesi sonrasında çıkarılan tebliğ ile mevzuata dâhil edilmiş ve kentsel dönüşüm projelerinde kullanılmasının önünü açan düzenlemeler ile güncel halini almış, 2017 yılının dördüncü ayında TOKİ öncülüğünde Park Mavera III Projesi üzerinden uygulama alanı bulmuştur. Gayrimenkul sertifikasının 2017 yılı sonunda uygulamaya geçirilmesi planlanmasına karşın, TOKİ envanterinde hazır bir proje olması sebebiyle, ihraç tarihi öne çekilmiş ve uygulama örneği üzerinden yöntemin eksiklikleri tespit edilmek istenmiştir (Anonim

2017e). Yeni düzenleme sonrasında gerçekleştirilen bu ilk uygulama, projenin büyük ölçüde tamamlanması, edim sürelerinin değişmemesi bakımından başarılı görünmektedir. Ancak yöntemin, gerek yasal çerçeve gerek işleyiş açısından ilk örnek üzerinden eleştirilebilecek ve öneriler sunulabilecek pek çok yanı da mevcuttur.

Park Maveria III Projesi, İstanbul'un toplu konut alanı olarak belirlenen bir bölgesinde, büyük yatırımların planlandığı bir konumda yer alsa da, bölgede bu projeye alternatif çok sayıda proje bulunmaktadır. Belirli bir bölgede gayrimenkul arzının bu denli yüksek olması; gayrimenkule olan talebi, dolayısıyla değer artışını da olumsuz yönde etkilemektedir. İlâveten Park Maveria III Projesi, ekonomik açıdan Türkiye'nin olumsuz bir dönemine denk gelmiş, bu durum gayrimenkul piyasalarına da sirayet etmiş, dolayısıyla projeye olan talep düşük kalmıştır. Bu nedenle gayrimenkul sertifikası ihracından önce ekonominin genel durumu ve gayrimenkul piyasaları iyi analiz edilmeli, yalnızca günün şartları değil; proje başlangıcı, projenin devam ettiği süre ve sonrası dahil olmak üzere tüm süreç fizibilite ve değerlendirme çalışmalarıyla ortaya konulmalı, gayrimenkul sertifikası ihracına konu edilecek proje de bu kapsamda belirli kriterler doğrultusunda seçilmelidir. Yöntemin kentsel dönüşüm projelerinde kullanılması halinde; talebin yüksek olmasını sağlamak için projelendirme aşamasında yerel yönetim, sivil toplum örgütleri, bölge kullanıcısı arasında işbirliği sağlanmalı, onların talep ve ihtiyaçlarına göre süreç şekillendirilmelidir.

Uygulamanın eleştirilen yanlarından biri, tanıtımın yeterli yapılmamış olması noktasında gelmektedir. Aslında bir yatırım aracı olarak hem gayrimenkul sertifikasının, hem de gayrimenkul sertifikasına konu edilen projenin tanıtımının eksik kalması şeklinde iki yönlü bir durum söz konusudur. Her ne kadar daha önce denenmiş bir model olsa da, neticede yeni bir yatırım aracı ve hatta konut edinme yöntemi olarak piyasaya sunulmuş bu ürün, borsada işlem görmesi nedeniyle bir miktar finansal okur-yazarlık gerektirmektedir. Gayrimenkul sertifikası yönteminin başarısını arttırmak ve sürekliliğini sağlayabilmek için hem bir yatırım aracı olarak sertifikanın, hem de yatırıma konu projenin tanıtımı çok iyi yapılmalıdır. İhraca konu edilen proje ile ilgili her türlü veri (proje bilgileri, projeye dair türlü görseller, inşaat seviyesi, asli edim talepleri, ihraca konu edilmeyen diğer bağımsız bölümlerin satış verileri), yatırımcıların ve kamuoyunun

bilgisine sunulmalıdır. Bu hususların bir anlamda proje tanıtımının devamı olarak ele alınmasının, ikincil piyasa koşullarını da olumlu etkileyebileceği öngörülmektedir.

Gayrimenkul sertifikasının borsada işlem görmesi zorunlu olup, vade tamamlandığında gayrimenkul mülkiyetine veya sahip olunan sertifika karşılığında projenin değer artışından sağlanan getiriye dönüştürülmektedir. Sertifikanın vade yapısının diğer yatırım araçlarına nazaran belirli ve kısa olması nedeniyle uzun vadeli yatırımcıları mekanizma içerisinde tutabilmek için, sertifika ihraçlarının artırılması ve piyasanın derinleşmesi sağlanmalıdır.

Tebliğ, bir veya birden çok gayrimenkul projesinin sertifika ihracına konu edilebileceğine yönelik düzenlenmiş, ancak ilk uygulama tek bir gayrimenkul projesi üzerinden yapılmıştır. Gayrimenkul sertifikasının sınırlı vade yapısını değiştirmek, tek projeye dayalı ihraçlarda oluşabilecek değer kaybını önlemek ve bir tür portföy çeşitliliği yaratmak amacıyla birden fazla proje ihraca konu edilebilir.

Gayrimenkul sertifikası ihracında, bir bina veya blok gibi ancak bütünü tamamlandığında kullanılabilecek yapılarda yer alan bağımsız bölümlerin tamamı ihraca konu edilmekte ve bu bağımsız bölümlerin, aynı projedeki sertifika ihracına konu edilmeyen bloklarda yer alan bağımsız bölümler ile aynı kalite standartlarında inşa edilmesi zorunlu tutulmaktadır. Ancak TOKİ, İller Bankası AŞ veya bunların bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin ihraççı olması durumunda bu şart aranmamakta, sağlanan bu muafiyetin gerekçesi anlaşılır bulunmamaktadır. Nitekim Park Mavera III Projesi'nde de uygulama bu şekilde yapılmış, tüm bloklar ihraca konu edilmemiş, ihraç için belirlenen bloklarda bulunan bağımsız bölümlerin tamamı da ihraca dahil edilmemiştir. Özellikle blok ve bağımsız bölümlerin farklı kalite standartlarında inşa edilmesi, ihraca konu edilecek gayrimenkul veya kentsel dönüşüm projesinin bütünlüğünü bozabilecek, ayrıca değer takdiri ve şerefiye ile ilgili uygulamaları da zorlaştırabilecek bir yaklaşım olmaktadır. Zira, kalite standartlarının farklılaştırılması yoluyla projenin farklı kesimlere hitap etmesi amaçlanmış ise, proje süreci ve tamamlanması sonrasında yatırımcı ve kullanıcı tercihlerinin bu doğrultuda değişikliğe uğrayabileceği dikkate alınmalıdır.

Gayrimenkul sertifikaları ihracında, her bir bağımsız bölüme ya da projenin belli bir alanına karşılık gelen sertifika sayısının önceden belirlenmesi hususu oldukça önemlidir. Park Mavera III Projesi'nde blok, kat ve cephe farklılıklarından doğan şerefiye unsurunun, ihraca konu edilen bağımsız bölümlerin satış fiyatlarına yansıtılmış olduğu belirtilmektedir. Şerefiye faktörünün gerçekleşen taleple de ilgisi bulunmakta olup, bazı uygulamalarda bu durumun tekrar değerlendirilmesi gerekebilir.

Tebliğe göre gayrimenkul sertifikası ihraç tutarı, ihraca konu bağımsız bölümler için hazırlanan değerlendirme raporunda takdir edilen değer referans alınmak suretiyle ihraççı tarafından belirlenmektedir. Bu uygulama yeterince açık ve şeffaf değildir. Değerleme raporunun hangi düzeyde, oranda ya da aralıkta referans alınarak fiyatların belirlendiği ise bilinmemektedir. Gayrimenkul sertifikasının geçmiş uygulamalarında ihraç fiyatı ve getiri oranının ihraççı tarafından belirlenmiş olması eleştiri konusu olmuşken, yeni düzenlemede aynı yolun izlenmemesi gerektiği düşünülmektedir.

Nitekim ilk uygulama örneğinde yine TOKİ iştiraki olan bir değerlendirme kuruluşu tarafından proje başlangıcında tek bir değerlendirme raporu hazırlanmış ve yalnızca pazar yaklaşımı kullanılarak piyasa değeri tespit edilmiştir. İnşaat sürecinde bir kez de ihraca konu edilmeyen bağımsız bölümler için bir değerlendirme raporu hazırlanmıştır. İhraca konu bağımsız bölümlerin satış fiyatları ihraççı tarafından belirlenmiştir. Değerleme raporunda takdir edilen değerler ile ihraççı tarafından belirlenen halka arz fiyatları arasında %10'un üzerinde fark oluşmuş, sertifika fiyatı daha düşük olabileceken, ihraççı tarafından belirlenen satış fiyatları doğrultusunda 42,50 TL olarak belirlenmiştir.

Projenin yaklaşık %30'u halka arz edilmiştir. Ek satış için belirlenen bağımsız bölümlerin ihraca konu edilememesi, talebin düşük kaldığını göstermektedir. Türkiye geneli ve İstanbul il ölçeğinde bir yıl içinde başlatılan konut projeleri göz önüne alındığında, ihraca konu edilen gayrimenkul sayısının az olduğu, ihraç fiyatının daha düşük belirlenmesi ve tanıtımın daha iyi yapılması halinde, talebin çok daha yüksek olabileceği düşünülmektedir.

Gayrimenkul sertifikası modelinin orta-uzun vadeli sayılabilecek bir yöntem olduğu, asgari 3-4 yıl devam edebilecek karma kullanımların yer aldığı gayrimenkul ve kentsel dönüşüm projelerinde uygulanabileceği hususları dikkate alındığında; tek bir değerlendirme kuruluşu tarafından hazırlanan değerlendirme raporunun da yeterli olmadığı; fizibilite çalışması ve proje değerlendirme faaliyetlerinde en az üç farklı kuruluştan değerlendirme hizmeti alınması, takdir edilen proje değerleri baz alınarak bir aralık oluşturulması ve sertifika fiyatının bu aralık dahilinde mümkün olan asgari fiyattan belirlenmesi gerektiği düşünülmektedir. Değerleme raporunun, yalnızca başvuru sırasında ve proje bitiminde değil, proje süresine göre belli aralıklarda düzenlenerek yatırımcı bilgisine sunulması ile ihraç fiyatının güvenilirliği ve sertifikaya olan talebin artabileceği, bu verilerin sertifikanın işlem gördüğü ikincil piyasayı da olumlu yönde etkileyebileceği değerlendirilmektedir.

Park Maveria III Projesi uygulamasında, borsada işlem görecektir lot fiyatının düşük olması hedeflenerek desimetrekare üzerinden sertifika fiyatı belirlenmiştir. Bununla küçük tasarrufların gayrimenkul sertifikaları yatırımına çekilmesi amaçlanmıştır. Yatırımcılar ile ilgili verilere bakıldığında, bireysel taleplerde ortalama yatırım büyüklüğünün 17 bin TL olması, bu amacın bir bakıma gerçekleştiğini göstermektedir. Ancak sertifika fiyatı, borsadaki ilk haftasında düşmüş, 2017 ve 2018 yıllarında ihraç fiyatının altında kalmış, 2019 yılının dokuzuncu ayında yükselişe geçmiştir. İhraç fiyatından sertifika satın alan yatırımcılar aynı dönemde borsa yükselmiş olsa bile uzun bir dönem için zarar etmiş görünmektedir. Gerek ikincil piyasa verileri gerekse sertifikaya olan talebin düşük olması, halka arz fiyatının yüksek belirlendiği çıkarımını açıkça ortaya çıkmaktadır. Bu bakımdan çalışmada pazar yaklaşımı kullanılarak bağımsız bölüm bazında alternatif bir değerlendirme yapılmış, bu tespit maliyet ve gelir yaklaşımları da kullanılarak desteklenmiş ve ağırlıklı ortalama sonucunda sertifika fiyatının 32-34 TL aralığında olması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Bunun yanı sıra, sertifikanın getirisi; proje süreci boyunca üç dönem halinde daha geleneksel sayılabilecek farklı yatırım araçlarının getirisi ile karşılaştırmalı olarak incelenmiş ve genelleme yapılması yoluna gidilmiştir.

Halka arz sürecinde sertifikayı yatırım aracı olarak seçen yatırımcıların; gerek proje sürecindeki dönemler, gerek tüm dönemlerin sonunda toplam olarak diğer yatırım

araçlarına göre daha az getiri elde ettiği tespit edilmiştir. Burada özellikle küçük yatırımcının kaybının önemi ortaya çıkmaktadır. Küçük birikimlerin üç yıl sonunda projeden bir konut edinmeye yetmeyeceği dikkate alındığında; yatırımcının altın, döviz kuru hatta faizin yüksek olduğu dönemlerde mevduata yönelmesi olağandır. Dolayısıyla gayrimenkul sertifikaları uygulamasında ihraç fiyatının doğru belirlenmesinin önemi bir kez daha ortaya çıkmaktadır. Sertifika fiyatının mümkün olan asgari fiyattan belirlenmesi, daha çok yatırımcıdan talep alınmasını sağlayacak, bununla birlikte yatırımının süreç içinde kazanca dönüştüğünü gören yatırımcı için gayrimenkul sertifikası tercih edilir bir ürün olacaktır. Gayrimenkul yatırımına yönelmek isteyen yatırımcıların bu alanda kalabilmesi, kurumsal yatırımcının bu aracı daha çok tercih etmesi, yabancı yatırımcının gayrimenkul piyasalarına kazandırılabilmesi için, ihraç fiyatının doğru belirlenmesi ve işlemlerin denetime açık ve aydınlatıcı olması oldukça önemlidir.

Tebliğe göre, ihraçtan elde edilen fonun ihraççıya belli inşaat seviyelerinde aktarılmasına yönelik yapı denetim kuruluşları tarafından inşaat seviye tespiti yapılmaktadır. Bu tespitler, genellikle daha az imalat kalemi içerdiğinden, tamamlanma oranı daha yüksek çıkabilmekte ve yatırımcı açısından yanıltıcı olabilmektedir. Bu nedenle yatırımcının ve kamuoyunun doğru bilgilendirilmesi, yabancı ve kurumsal yatırımcının bu alana çekilebilmesi adına belli dönemlerde değerlendirme hizmeti alınması, bu raporlarda inşaat seviye tespiti ile UDS doğrultusunda değerlendirme yaklaşımları kullanılarak şimdiki değer ve tamamlanması halindeki değer tahminlerine mutlaka yer verilmelidir.

Tebliğde yatırımcıların hak ve menfaatlerini iyileştirici nitelikte olduğu SPK'ca uygun görülen esasların izahname veya ihraç belgesinde belirtilmek suretiyle uygulanabileceği belirtilmiştir. Modelin en riskli taraflarından biri projenin tamamlanmama ya da geç tamamlanması ve tali edime konu gayrimenkullerin satılamaması durumunda ihraççı tarafından edimlerin yerine getirilememesi olasılığıdır. Tebliğde projenin tamamlanması için sigorta yaptırılabilmesine değinilmiştir.

İlk uygulama, gayrimenkul piyasalarının ekonomik gelişmelerden olumsuz yönde etkilendiği bir döneme denk gelmiş olup, bu uygulamada ihraççının özel sektör olduğu düşünüldüğünde, projenin tamamlanmama ya da geç tamamlanma riskinin çok daha

yüksek olabileceği ortadadır. Kamu özel sektör ayrımı yapılmaksızın sigorta mekanizmasının işletilmesinin, projenin tamamlanma riskini azaltabilecek yatırımcı lehine bir önlem olduğu düşünülmektedir.

Tebliğde TOKİ, İller Bankası AŞ ve iştiraklerinin ihraççı olması durumu hariç olmak üzere tali edim ifa süresi tamamlanana kadar, tali edime konu bağımsız bölümlerin ihraççı ve ihraççının ilişkili taraflarına satılamayacağı belirtilmektedir. Ancak uygulamada ihraççı lehine olan bu muafiyetin uygulanıp uygulanmadığı bilinmemektedir.

Uygulamanın başarılı yanlarından biri de; asli edim taleplerinin duyurulması olmuştur. Bu sayede aynı bağımsız bölümün farklı yatırımcılar tarafından talep edilmesi riskinin önüne geçilmiştir. İhraca konu edilen gayrimenkullerin yaklaşık %70'i için asli edim talebinde bulunulması, gayrimenkul sertifikaları modelinin konut edinimi konusundaki amacını bir anlamda karşıladığını göstermektedir. İhraca konu edilmeyen diğer bağımsız bölümlerin satışına ilişkin kümülatif verilerin paylaşılması da, yöntemin işleyişi açısından önemli bir uygulamadır.

Uygulama örneği üzerinden Tebliğe getirilebilecek eleştirilerden biri de izahnamenin yalnızca Türkçe olarak düzenlenmiş olmasıdır. İzahname, yatırımcının bilgilendirilmesi amacıyla düzenlenen kapsamlı bir bilgilendirme setidir. Yabancı yatırımcının hedeflendiği uygulamalarda hitap edilmek istenen piyasalar nezdinde izahname setinin farklı dillerde de düzenlenmesi önerilmektedir. Özellikle Türkiye’de taşınmaz edinen ve yatırım yapan yabancıların uyruk ve tabiiyetleri dikkate alınarak izahnamenin farklı dillerde (İngilizce, Rusça, Arapça, Japonca gibi) hazırlanması ve ilgili platformlarda yatırımcıların dikkatlerine sunulması yararlı olacaktır.

Nihai olarak Park Maveria III Projesi öngörülen proje bitiş tarihinde büyük ölçüde tamamlanmış, asli edim ve tali edim sürelerinde herhangi bir değişiklik yaşanmamıştır. Çalışma itibarıyla asli edim süresi tamamlanmış olup, edimlerin zamanında ve tam olarak yerine getirileceği öngörülmektedir. Uygulama; Park Maveria III Projesi’ne finansman kaynağı sağlanması, ihraca konu edilmeyen diğer bağımsız bölümlerin büyük ölçüde satılmış olması, edimlerin zamanında yerine getirilecek olması gibi yönleriyle finansman

yöntemi bakımından başarılı olarak görülebilir. Ancak tanıtımın yeterli yapılmaması, tek bir değerlendirme raporu kullanılarak ilk ihraç fiyatının yüksek belirlenmesi, uygulamanın başarısız yanlarını ortaya koymaktadır. Nitekim yatırımcı açısından bakıldığında, proje süreci boyunca sertifika getirisinde iyi bir trend yakalanamamış, ikincil piyasa yalnızca sertifikanın el değiştirmesini sağlamış, bu yönden geçmişteki uygulamalar ile benzer bir süreç yaşanmıştır.

Konusunda ilk ve şimdilik tek olan bu uygulamadan edinilen tecrübe, akademik alanda ifade edilen ve bu çalışmada yer verilen önerilerin dikkate alınması halinde gayrimenkul sertifikaları modelinin; gayrimenkul ve özellikle kentsel dönüşüm projelerinin finansmanında önemli bir kaynak ve yatırımcı açısından alternatif bir yatırım aracı olarak varlığını sürdürebileceği düşünülmektedir. Bu modelin hem ihraç öncesi yapılacak çalışmaların çeşitliliği nedeniyle fizibilite analizleri, hem de borsada işlem görmesi sürecinde gerek sistemin işleyişi gerekse yapılacak değerlendirme işlemleri bilimsel, teknik ve hukuki analiz gerektirdiğinden, söz konusu çalışmaların ve sürecin her aşamasında üniversitelerin gayrimenkul geliştirme ve yönetimi bölümlerinin lisans ve lisansüstü programlarından mezun olan uzmanları tarafından yapılması, uygulamaya olan güven ile çalışmaların etkinlik ve verimliliğini artıracak değerlendirilmektedir. Özellikle geliştirme, değerlendirme, varlık yönetimi, gayrimenkul yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları, menkul değerler, borsa, takas ve saklama şirketleri başta üzere ilgili bütün kamu ve özel hukuk tüzelkişilerinin yönetim organlarının oluşturulması ve kariyer uzmanlığında gayrimenkul geliştirme ve yönetimi uzmanlarına önem ve öncelik verilmesi başarı için gerekli ve hatta zorunlu görülmektedir. Esasen kamu ve özel kurumlarda kapasite geliştirme ve insan kaynağının geliştirilmesi yoluyla gayrimenkul piyasaları ile para ve sermaye piyasalarının birbirine entegre edilmesi kolaylaşacak ve gayrimenkul projelerinin finansmanına da büyük ölçüde katkı yapılacaktır.

KAYNAKLAR

- Akçalı, Y.B. ve Mollaahmetoğlu, E. 2018. Gayrimenkul Sertifikası Modeli: Toda - Yamamoto Nedensellik Yaklaşımı İle Analizi. Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 4(16); 289-300.
- Akçay, B. 2006. Avrupa Birliği Finansal Entegrasyon Sürecinde İpotekli Piyasalar: Aday Ülke Statüsünde Olan Türkiye'ye Bir Bakış. Ankara Avrupa Çalışmaları Dergisi, 6(1); 19-47.
- Aksoy, A. ve Tanrıöven, C. 2007. Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi. 3. Baskı, Gazi Kitabevi, 784 s., Ankara.
- Anonim. 2000. Bina Sayım Raporu 2000. TÜİK Web Sitesi: http://www.tuik.gov.tr/Kitap.do?metod=KitapDetay&KT_ID=9&KITAP_ID=64, Erişim Tarihi: 24.12.2018.
- Anonim. 2004. Gayrimenkul Değerlemesi. Appraisal Institute. Erbil Töre (çev.). İstanbul Üniversitesi Yayın No: 4487, 757 s., İstanbul.
- Anonim. 2011. TÜİK Nüfus ve Konut Araştırması Raporu. Web Sitesi: <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>, Erişim Tarihi: 24.12.2018.
- Anonim. 2013. Türkiye'de Konut Piyasasındaki Gelişmeler. Türkiye İş Bankası İktisadi Araştırmalar Bölümü, Web Sitesi: https://ekonomi.isbank.com.tr/ContentManagement/Documents/ar_16_2013.pdf Erişim Tarihi: 24.12.2018.
- Anonim. 2015. Gayrimenkul Sektörü ve İstanbul İçin Öngörüler. GYODER Gayrimenkul Araştırma Raporu. Web Sitesi: <https://www.gyoder.org.tr/yayinlar/arastirma-raporlari>, Erişim Tarihi: 24.12.2018.
- Anonim. 2017a. Uluslararası Değerleme Standartları 2017. IVSC. Web Sitesi: <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/Ek-UDS.pdf>, Erişim Tarihi: 04.12.2018.
- Anonim. 2017b. Web Sitesi. <https://www.toki.gov.tr/izahname-seti>, Erişim Tarihi: 28.05.2019
- Anonim. 2017c. Web Sitesi. <https://www.toki.gov.tr/ihrac-bilgileri>, Erişim Tarihi: 28.05.2019
- Anonim. 2017d. Web Sitesi. <https://www.makroinsaat.com/> Erişim Tarihi: 28.05.2019
- Anonim. 2017e. Gayrimenkul Sertifikaları Çalıştayı. İstanbul Üniversitesi İslam İktisadi ve Finansı Uygulama ve Araştırma Merkezi. Web Sitesi. <https://islamiktisadi.istanbul.edu.tr/tr/duyuru/gayrimenkul-sertifikalari-calistayi-69006E002D00460071007900720063004E00720034003100>, <https://www.youtube.com/watch?v=3WY1QZeZ26s&feature=youtu.be>, Erişim Tarihi: 07.01.2020

- Anonim. 2017f. Web Sayfası. <http://katilimfinansdergisi.com.tr/herkesin-kazandigi-model-gayrimenkul-sertifikasi/>, Erişim Tarihi: 25.12.2019
- Anonim. 2018a. İnşaat Sektörü Raporu. INTES Web Sitesi: <https://intes.org.tr/wp-content/uploads/2018/11/SEKT%C3%96R-RAPORU.pdf>, Erişim Tarihi: 21.12.2018.
- Anonim. 2018b. 16. Gayrimenkul Zirvesi Sonuç Bildirgesi. GYODER Web Sitesi: <https://www.gyoder.org.tr/bulten-gayrimenkul-zirvesi/16gayrimenkul-zirvesi-sonuc-bildirgesi>, Erişim Tarihi: 24.12.2018.
- Anonim. 2018c. Gayrimenkul ve Konut Sektörüne Bakış. Emlak Konut GYO AŞ. Web Sitesi:, Erişim Tarihi: 24.12.2018.
- Anonim. 2018d. Sermaye Piyasası Araçları: 2. Sermaye Piyasası Lisanslama Sınavları Çalışma Notları. SPL Yayınları, 154 s, Ankara.
- Anonim. 2018e. Web Sitesi. <https://www.zingat.com/>
- Anonim. 2018f. Web Sitesi. <https://www.emlakmanset.com>
- Anonim. 2018g. Web Sitesi. <https://www.turyap.com.tr/ilan-detayi/satilik/konut-apartman-dairesi/istanbul/basaksehir/ikitelli/>
- Anonim. 2019a. Web Sitesi. <http://www.tdk.gov.tr/>, Erişim Tarihi: 24.12.2018.
- Anonim. 2019b. TOKİ Kurumsal Tanıtım Raporu. Web Sitesi: <https://www.toki.gov.tr/yayinlar> Erişim Tarihi: 24.12.2018.
- Anonim. 2019c. Web Sitesi: <https://www.tbb.org.tr/tr/bankacilik/banka-ve-sektor-bilgileri/istatistiki-raporlar/59>, Erişim Tarihi: 18.03.2019.
- Anonim. 2019d. Web Sitesi: <http://www.tuik.gov.tr/Start.do>, Erişim Tarihi: 18.03.2019.
- Anonim. 2019e. Web Sitesi: <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>, Erişim Tarihi: 03.04.2019.
- Anonim. 2019f. <https://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/duyuru-dosyalari/gayrimenkul-sertifikalari-brosuru.pdf?sfvrsn=5>, Erişim Tarihi: 10.06.2019
- Anonim. 2019g. Web Sitesi. <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/ozet/4423-t-c-toplu-konut-idaresi-baskanligi-park-mavera-iii-projesi>
- Anonim. 2019h. Web Sitesi. <https://tr.investing.com/equities/toki-park-mavera-project-reit>
- Anonim. 2019i. Web Sitesi. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tr/tcmb+tr/main+menu/istatistikler/reel+sektor+istatistikleri/konut+fiyat+endeksi>

- Anonim. 2019j. Web Sitesi. <https://www.sahibinden.com>, Erişim Tarihi: 22.05.2019
- Anonim. 2019k. Web Sitesi. <https://www.hurriyetemlak.com>, Erişim Tarihi: 22.05.2019
- Anonim. 2019l. Web Sitesi. <https://emlakkonut.com.tr>, Erişim Tarihi: 22.05.2019
- Anonim. 2019m. Web Sitesi. https://www.nufusu.com/ilce/basaksehir_istanbul-nufusu, Erişim Tarihi: 03.01.2020.
- Anonymous. 2016. Ernst & Young Global Perspectives 2016 REIT Report. Web Sitesi. [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/global-perspectives-2016-reitrepo-rt-ey/\\$File/ey-global-perspectives-2016-reit-report.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/global-perspectives-2016-reitrepo-rt-ey/$File/ey-global-perspectives-2016-reit-report.pdf), Erişim Tarihi: 03.04.2019.
- Anonymous. 2018a. European Mortgage Federation (EMF). A Review of Europe's Mortgage And Housing Markets Hypostat 2018. Web Sitesi. [www.ehipoteka.pl > content > download > file > HYPOSTAT-2018-FINAL](http://www.ehipoteka.pl/content/download/file/HYPOSTAT-2018-FINAL). Erişim Tarihi: 10.05.2019
- Anonymous. 2018b. EPRA Global REIT Survey. Web Sitesi. https://prodapp.epra.com/media/Global-REIT_Survey_Web_20180830_1535727_364551.pdf, Erişim Tarihi: 02.04.2019.
- Anonymous. 2018c. Worldwide Regulated Open-ended Fund Assets and Flows. Web Sitesi: https://www.efama.org/Publications/Statistics/International/Quarterly%20%20International/190327_International%20Statistical%20Release%20Q4%202018.pdf, Erişim Tarihi: 15.06.2019)
- Anonymous. 2018d IIFM Sukuk Report. 7th Ed. Web Sitesi. https://www.labuanibfc.com/clients/Labuan_IBFC_78C2FF81-703A-4CAA-8926-A348A3C91057/contentms/img/Downloads/IIFM%20-%20LIBFC/IIFM%20Sukuk%20Report%202018-compressed.pdf, Erişim Tarihi: 01.05.2019
- Aslan, H. 2012. Alternatif Bir Yatırım ve Finansman Aracı Olarak Sukuk: Yapısı, İşleyişi ve Türkiye Piyasası İçin Öneriler. Yüksek Lisans Tezi (basılmamış). Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı, 147 s., İstanbul.
- Ayan, E. 2011. Konut Finansmanı Sistemi ve Türkiye'de TOKİ Uygulamalarının Analizi. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 139-156.
- Ayan, E. 2014. Konut Finansmanı ve Değerlemesi. Beta Yayınları. 1. Baskı, 157 s., İstanbul.
- Berk, C. 2012. Gayrimenkul Yatırımlarının Yönetimi. 1. Baskı, Beta Yayınları, 500 s., İstanbul.
- Brueggeman, W. B. and Fisher J. D. 2016. Real Estate Finance and Investments. Mc Graw Hill Education, 800 p.

- Çoban, A. N. 2012. Cumhuriyetin İlanından Günümüze Konut Politikası. Ankara Üniversitesi SBF Dergisi, 67(3); 75-108.
- Coşkun, Y. 2015. Türkiye’de Konut Finansmanı: Sorunlar ve Çözüm Önerileri. Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No: 310, İstanbul.
- Demir, H. ve Kurt, P. V. 2005. Konut Ediniminde Uzun Vadeli İpotek Kredisi Sistemi. Jeodezi, Jeoinformasyon ve Arazi Yönetimi Dergisi, 92; 3-11.
- Dündar, Ö. 2003. Kentsel Dönüşüm Uygulamalarının Sonuçları Üzerine Kavramsal Bir Tartışma. TMMOB Şehir Plancıları Odası, Kentsel Dönüşüm Sempozyumu, İstanbul.
- Eğilmez, M. 2011. Küresel Finans Krizi. 8. Baskı, Remzi Kitabevi, 184 s., İstanbul.
- Erdoğan, B. 2018. Türkiye’de Gayrimenkul Sektörü Alternatif Finansman Araçları ve Uygulamaları: Gayrimenkul Sertifikaları ve Gayrimenkul Yatırım Fonları. Yüksek Lisans Tezi (basılmamış). Bahçeşehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Genel İşletmecilik, 97 s., İstanbul.
- Erdoğan, N. 2013. Kentsel Dönüşümde Finansal Alternatifler. Ufuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 4; 35-42.
- Erdönmez, P. A. 2005. Seçilmiş Ülkelerde Gayrimenkul Fiyatları ve Bankacılık Sektöründeki Gelişmeler. Bankacılar Dergisi, 54; 59-73.
- Eroğlu, E. 2010. Mortgage Sisteminde İkincil Piyasa Ürünleri ve Dünya Uygulamaları. İşletme Araştırmaları Dergisi, 2(4); 19-38.
- Erol, I. 2016. Ekonomik Büyüme ve Sürdürülebilir Gayrimenkul Piyasaları. Web Sayfası. <https://gayrimenkulturkiye.com/2016/09/23/surdurulebilir-gayrimenkul-piyasaları/> Erişim Tarihi: 19.02.2019.
- Ersoy, M. ve Gümrükçüoğlu, Z. Z. 2017. Bir Sermaye Piyasası Aracı Olarak Gayrimenkul Sertifikası: Park Manevra III Projesi Üzerine Bir İnceleme. Yorum-Yönetim-Yöntem Uluslararası Yönetim-Ekonomi ve Felsefe Dergisi, 5(2); 43-60.
- Geray, C. 2007. Toplumsal Konut Yöneltileri ve TOKİ’nin Tutum ve Yöneltilerindeki Son Değişiklikler. Kent ve Planlama - Geçmiş Korumak Geleceği Tasarlamak. Mengi, A. (Der.). 1. Baskı, İmge Kitabevi Yayınları, 283-341, Ankara.
- Gökgöz, A. ve Dizkırıncı, A. S. 2018. Türkiye’de Gayrimenkul Sertifikaları ve Muhasebe Uygulamaları. Journal Of Accounting, Finance And Auditing Studies, 4(1); 167-181.
- Gümrükçüoğlu, Z. Z. 2018. Türkiye’de Gayrimenkul Piyasası ve Bir Yatırım Aracı Olarak Gayrimenkul. Yüksek Lisans Tezi (basılmamış). Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Sermaye Piyasası ve Borsa Anabilim Dalı, 248 s., İstanbul.

- Han, N. 2012. Gayrimenkul Piyasası: Kuramsal Çerçeve. Yıldız Teknik Üniversitesi, Fen Bilimleri Enstitüsü, Doktora Tezlerinden Üretilmiş Yayınlar, 4; 131-140.
- Hepşen, A. 2010. Gayrimenkul Piyasaları ve Finansmanı. 1. Baskı, Literatür Yayınları, 222 s., İstanbul.
- Hepşen, A. 2017. Gayrimenkul Değerleme Esasları ve Finans Boyutu. 1. Baskı, Literatür Yayınları, 197 s., İstanbul.
- İçellioğlu, Ş. C. 2013. Gayrimenkul Ekonomisi. Derin Yayınları. 162 s., İstanbul.
- Kaçıra, F. B. 2009. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları. Beta Yayınları, 410 s. İstanbul.
- Kansu, A. 2011. Konut Balonundan Finansal Krize ABD Mortgage Krizi. Scala Yayıncılık, 176 s., İstanbul.
- Keleş, R. 2010. Kentleşme Politikası. 11. Baskı, İmge Kitabevi Yayınları, 679 s, Ankara.
- Komşuoğlu, Y. N. 2018. Teoride ve Uygulamada Gayrimenkul Finansmanı. Seçkin Yayınları, 224 s., Ankara.
- Konuralp, G. 2005. Sermaye Piyasaları - Analizler Kuramlar ve Portföy Yönetimi. Alfa Yayınları. 2. Baskı. 372 s., İstanbul.
- Kömürlü, R. ve Önel, H. 2007. Türkiye’de Konut Üretimine Yönelik Kaynak Oluşturma Model Yaklaşımları. Megaron Dergisi, 2(2); 89-107.
- Köroğlu, A. 2016. Gayrimenkul Sertifikası Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği. Gazi İktisat ve İşletme Dergisi, 2(1); 25-42.
- Makaracı, A. 2009. Konut Finansman Sisteminde İhraç Edilen Menkul Kıymetler ve Teminatları. XII Levha Yayınları. 1. Baskı. 215 s., İstanbul.
- Önal, Y. B. ve Kandır, S. Y. ve Yakar, S. 2013. Yeni Bir Finansman Aracı Olarak “Sukuk - Kira Sertifikası” ve Vergisel Boyutunun İncelenmesi. Bankacılar Dergisi, 84; 72-94.
- Özdemir, Z. ve Doğaner, A. 2017. Kentsel Dönüşüm İçin Bir Finansman Modeli: Gayrimenkul Sertifikası. Avrasya Ekonomileri Uluslararası Konferansı, Büyüme II, 186-191.
- Özden, P. P. 2008. Kentsel Yenileme. 1. Baskı, İmge Kitabevi Yayınları. 422 s., İstanbul.
- Özgüç, E. 2008. Gayrimenkul Yatırım Fonları: Çeşitli Ülkelerdeki Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu. Web Sitesi: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YayinGoster/960>, Erişim Tarihi: 24.12.2018.
- Öztop, H. ve Şekeroğlu, M. B. 2016. Konut Sorunu. Detay Yayıncılık, 228 s., Ankara.

- Pirounakis, N. G. 2013. Real Estate Economics - A Point-to-Point Handbook. Routledge, 484 p.
- Samsunlu, A. 2007. Toplu Konut Kanunu ve Türkiye'deki Uygulamaları. Kent ve Planlama - Geçmiş Korumak Geleceği Tasarlamak. Mengi, A. (Der.), İmge Kitabevi Yayınları. 1. Baskı. 355-374.
- Savaşan, F. Ülev, S. ve Selçuk, M. 2017. Gayrimenkul Sertifikalarının İslam İktisadı Perspektifinden Değerlendirilmesi. Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırmaları Dergisi, 2(3); 125-148.
- Sırma, İ. 2018. Gayrimenkul Sertifikalarının İhracında Yatırımcıların Korunması. Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 10(18); 125-136.
- Sönmez, Ö. N. 2006. Düzensiz Konut Alanlarında Kentsel Dönüşüm Modelleri Üzerine Bir Değerlendirme. TMMOB Şehir Plancıları Odası Yayınları, Planlama Dergisi, 121-127.
- Staiger, R. 2018. Foundations of Real Estate Financial Modelling. Routledge. 295 p.
- Şarkaya, C. 2007. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir İnceleme ve Türkiye'ye İlişkin Sektör Analizi. Sosyal Bilimler Dergisi, 1; 175-190.
- Tanrıvermiş, H. 2017. Gayrimenkul Değerleme Esasları. Sermaye Piyasası Lisanslama Sınavları Çalışma Notları, Ders Kodu: 1014.
- Tanrıvermiş, H. ve Hatipoğlu, Ü. 2017. Türkiye'de Arz ve Talep Açısından Konut Yatırım Tercihlerini Etkileyen Faktörlerin Değerlendirilmesi. Bankacılar Dergisi, 100; 49-75.
- Tekeli, İ. 2009. Kentsel Arsa, Altyapı ve Kentsel Hizmetler. 1. Baskı, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 190 s., İstanbul.
- Turan, N. 2017. Gayrimenkul (Emlak) Sektörünün Gelişmesinde ve Konut Sorununun Çözümünde Gayrimenkul İşletme Kooperatifleri ve Gayrimenkul Sertifikaları Modellerinin Alternatif Olarak Değerlendirilmesi. Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi, 52; 24-40.
- Türel, A. 1989. 1980 Sonrasında Konut Üretimindeki Gelişmeler. ODTÜ MFD. 9(1); 137-154.
- Vurgun, K. 2011. Yeni Şehirleşme ve Kentsel Dönüşüm Projelerinin Sermaye Piyasası Yoluyla Finansmanı: Gayrimenkul Sertifikaları. Kurumsal Yatırımcı Bülteni. 36-39.
- Yalçiner, K. 2006. İpotek Karşılığı Menkulleştirilmiş Krediler. 1. Baskı, Gazi Kitabevi, 166 s., Ankara.
- Yalçiner, K. 2018. Gayrimenkul Finansmanı. Detay Yayıncılık. 1. Baskı. 310 s., Ankara.

Yılmaz, E. 2014. Yeni Bir Finansal Araç Olarak Sukuk: Çeşitleri, Türkiye Uygulaması ve Vergilendirilmesi. Muhasebe ve Finansman Dergisi, 81-100.

Yılmaz, E. ve Altınkeser, C. 2018. Konut Finansmanında Yeni Bir Finansal Araç Olarak Gayrimenkul Sertifikaları ve Muhasebeleştirilmesi. İşletme Araştırmaları Dergisi, 10(4); 502-519.



EKLER

- EK 1 İhraca Konu Bağımsız Bölümler İçin Değer Takdiri ve İhraççı Tarafından Belirlenen Satış Fiyatı Karşılaştırması ile Talep Edilen ve Gerçekleşen Asli Edim Listesi
- EK 2 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Kat Konumu Değerlendirmesi
- EK 3 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Blok Konumu Değerlendirmesi
- EK 4 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Yön / Güneşlenme Değerlendirmesi
- EK 5 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Cephe / Manzara Değerlendirmesi
- EK 6 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımına Göre Proje Değerlemesi (Ticari Birimler)
- EK 7 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımına Göre Proje Değerlemesi (Konutlar)

EK 1 İhraca Konu Bağımsız Bölümler İçin Değer Takdiri ve İhracçı Tarafından Belirlenen Satış Fiyatı Karşılaştırması ile Talep Edilen ve Gerçekleşen Asli Edim Listesi

Sıra No	Bl	Kat	BB No	Tip	Yön ⁴³	Brüt Alan (m ²)	Satışa Esas Brüt Alan (m ²)	Değerleme Raporunda Takdir Edilen Değer (TL)	Halka Arzda Belirlenen Satış Fiyatı (TL)	Değ. Raporu Birim Değer (TL/m ²)	Satış Birim Fiyatı (TL/m ²)	Sertifika Adedi	Talep Edilen ve Gerçekleşen Asli Edim Tarihi
1	B2	1	6	3+1	GD-KD	150.84	184.13	759,441.69	760,070.00	5,034.75	5,038.92	17,884	
2	B2	1	7	2+1	GD-GB	114.89	140.27	586,886.84	602,055.00	5,108.25	5,240.27	14,166	
3	B2	1	8	2+1	GB	105.93	129.44	541,116.92	585,055.00	5,108.25	5,523.03	13,766	
4	B2	1	9	2+1	KB-GB	114.89	140.27	578,442.43	602,055.00	5,034.75	5,240.27	14,166	
5	B2	1	10	3+1	KB-KD	139.08	169.79	690,010.65	691,050.00	4,961.25	4,968.72	16,260	11.09.2019
6	B2	2	11	2+1	KD	105.93	124.93	509,695.44	511,105.00	4,811.63	4,824.93	12,026	21.10.2019
7	B2	2	12	2+1	GD-KD	114.89	135.38	582,212.26	583,100.00	5,067.56	5,075.29	13,720	
8	B2	2	13	2+1	GD-GB	114.89	135.38	612,220.09	613,105.00	5,328.75	5,336.45	14,426	
9	B2	2	14	2+1	GB	105.93	124.93	564,474.49	589,050.00	5,328.75	5,560.75	13,860	
10	B2	2	15	2+1	KB-GB	114.88	135.38	603,723.12	607,070.00	5,255.25	5,284.38	14,284	08.08.2019
11	B2	2	16	2+1	KB-KD	114.88	135.38	574,019.46	575,110.00	4,996.69	5,006.18	13,532	
12	B2	3	17	2+1	KD	105.93	124.93	509,695.44	511,105.00	4,811.63	4,824.93	12,026	20.09.2019
13	B2	3	18	2+1	GD-KD	114.89	135.38	582,212.26	583,100.00	5,067.56	5,075.29	13,720	05.11.2019
14	B2	3	19	2+1	GD-GB	114.89	135.38	612,220.09	613,105.00	5,328.75	5,336.45	14,426	
15	B2	3	20	2+1	GB	105.93	124.93	564,474.49	594,065.00	5,328.75	5,608.09	13,978	
16	B2	3	21	2+1	KB-GB	114.88	135.38	603,723.12	611,065.00	5,255.25	5,319.16	14,378	29.03.2018
17	B2	3	22	2+1	KB-KD	114.88	135.38	574,019.46	580,125.00	4,996.69	5,049.83	13,650	
18	B2	4	23	2+1	KD	105.93	124.93	509,695.44	510,085.00	4,811.63	4,815.30	12,002	20.09.2019
19	B2	4	24	2+1	GD-KD	114.89	135.38	582,212.26	583,100.00	5,067.56	5,075.29	13,720	09.01.2019
20	B2	4	25	2+1	GD-GB	114.89	135.38	612,220.09	616,080.00	5,328.75	5,362.35	14,496	
21	B2	4	26	2+1	GB	105.93	124.93	564,474.49	598,060.00	5,328.75	5,645.80	14,072	
22	B2	4	27	2+1	KB-GB	114.88	135.38	603,723.12	616,080.00	5,255.25	5,362.81	14,496	02.03.2018
23	B2	4	28	2+1	KB-KD	114.88	135.38	574,019.46	596,105.00	4,996.69	5,188.94	14,026	
24	B2	5	29	2+1	KD	105.93	124.93	524,154.88	525,045.00	4,948.12	4,956.53	12,354	
25	B2	5	30	2+1	GD-KD	114.89	135.38	598,497.99	599,080.00	5,209.31	5,214.38	14,096	11.09.2019
26	B2	5	31	2+1	GD-GB	114.89	135.38	629,108.92	630,105.00	5,475.75	5,484.42	14,826	
27	B2	5	32	2+1	GB	105.93	124.93	559,330.26	603,075.00	5,280.19	5,693.15	14,190	
28	B2	5	33	2+1	KB-GB	114.88	135.38	598,445.62	620,075.00	5,209.31	5,397.59	14,590	02.03.2018
29	B2	5	34	2+1	KB-KD	114.88	135.38	590,303.70	591,090.00	5,138.44	5,145.28	13,908	13.09.2019
30	B2	6	35	2+1	KD	105.93	124.93	524,154.88	525,045.00	4,948.12	4,956.53	12,354	20.09.2019
31	B2	6	36	2+1	GD-KD	114.89	135.38	598,497.99	599,080.00	5,209.31	5,214.38	14,096	13.09.2019
32	B2	6	37	2+1	GD-GB	114.89	135.38	629,108.92	630,105.00	5,475.75	5,484.42	14,826	
33	B2	6	38	2+1	GB	105.93	124.93	580,046.20	603,075.00	5,475.75	5,693.15	14,190	
34	B2	6	39	2+1	KB-GB	114.88	135.38	620,610.48	621,095.00	5,402.25	5,406.47	14,614	04.05.2017
35	B2	6	40	2+1	KB-KD	114.88	135.38	590,303.70	591,090.00	5,138.44	5,145.28	13,908	

⁴³ Yön kısaltmalarının açılımı şu şekildedir: K: Kuzey, D: Doğu, G: Güney, B: Batı, KD: Kuzeydoğu, KB: Kuzeybatı, GD: Güneydoğu, GB: Güneybatı.

Sıra No	Bl	Kat	BB No	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Satışa Esas Brüt Alan (m²)	Değerleme Raporunda Takdir Edilen Değer (TL)	Halka Arzda Satış Fiyatı (TL)	Değ. Raporu birim değer (TL/m²)	Satış Birim Fiyatı (TL/m²)	Sertifika Adedi	Talep Edilen ve Gerçekleşen Asli Edim Tarihi
36	B2	7	41	2+1	KD	105.93	124.93	524,154.88	525,045.00	4,948.12	4,956.53	12,354	04.09.2019
37	B2	7	42	2+1	GD-KD	114.89	135.38	598,497.99	599,080.00	5,209.31	5,214.38	14,096	26.08.2019
38	B2	7	43	2+1	GD-GB	114.89	135.38	629,108.92	630,105.00	5,475.75	5,484.42	14,826	
39	B2	7	44	2+1	GB	105.93	124.93	580,046.20	603,075.00	5,475.75	5,693.15	14,190	
40	B2	7	45	2+1	KB-GB	114.88	135.38	620,610.48	621,095.00	5,402.25	5,406.47	14,614	04.05.2017
41	B2	7	46	2+1	KB-KD	114.88	135.38	590,303.70	591,090.00	5,138.44	5,145.28	13,908	13.09.2019
42	B2	8	47	2+1	KD	105.93	124.93	524,154.88	525,045.00	4,948.12	4,956.53	12,354	
43	B2	8	48	2+1	GD-KD	114.89	135.38	598,497.99	599,080.00	5,209.31	5,214.38	14,096	05.07.2019
44	B2	8	49	2+1	GD-GB	114.89	135.38	629,108.92	630,105.00	5,475.75	5,484.42	14,826	
45	B2	8	50	2+1	GB	105.93	124.93	580,046.20	603,075.00	5,475.75	5,693.15	14,190	
46	B2	8	51	2+1	KB-GB	114.88	135.38	620,610.48	621,095.00	5,402.25	5,406.47	14,614	02.03.2018
47	B2	8	52	2+1	KB-KD	114.88	135.38	590,303.70	591,090.00	5,138.44	5,145.28	13,908	26.08.2019
48	B2	9	53	2+1	KD	105.93	124.93	524,154.88	525,045.00	4,948.12	4,956.53	12,354	
49	B2	9	54	2+1	GD-KD	114.89	135.38	598,497.99	599,080.00	5,209.31	5,214.38	14,096	12.07.2019
50	B2	9	55	2+1	GD-GB	114.89	135.38	629,108.92	630,105.00	5,475.75	5,484.42	14,826	
51	B2	9	56	2+1	GB	105.93	124.93	580,046.20	603,075.00	5,475.75	5,693.15	14,190	
52	B2	9	57	2+1	KB-GB	114.88	135.38	620,610.48	621,095.00	5,402.25	5,406.47	14,614	02.03.2018
53	B2	9	58	2+1	KB-KD	114.88	135.38	590,303.70	591,090.00	5,138.44	5,145.28	13,908	10.09.2019
54	B2	10	59	2+1	KD	105.93	124.93	517,898.39	519,095.00	4,889.06	4,900.36	12,214	10.09.2019
55	B2	10	60	2+1	GD-KD	114.89	135.38	592,013.81	593,045.00	5,152.88	5,161.85	13,954	10.09.2018
56	B2	10	61	2+1	GD-GB	114.89	135.38	622,926.40	624,070.00	5,421.94	5,431.89	14,684	02.08.2019
57	B2	10	62	2+1	GB	105.93	124.93	595,617.91	603,075.00	5,622.75	5,693.15	14,190	
58	B2	10	63	2+1	KB-GB	114.88	135.38	614,730.06	620,075.00	5,351.06	5,397.59	14,590	02.03.2018
59	B2	10	64	2+1	KB-KD	114.88	135.38	584,121.72	587,095.00	5,084.63	5,110.51	13,814	30.07.2019
60	B2	11	65	2+1	KD	105.93	124.93	517,898.39	519,095.00	4,889.06	4,900.36	12,214	18.09.2019
61	B2	11	66	2+1	GD-KD	114.89	135.38	592,013.81	593,045.00	5,152.88	5,161.85	13,954	02.03.2018
62	B2	11	67	2+1	GD-GB	114.89	135.38	599,855.05	620,075.00	5,221.12	5,397.12	14,590	21.06.2018
63	B2	11	68	2+1	GB	105.93	124.93	595,617.91	603,075.00	5,622.75	5,693.15	14,190	04.10.2019
64	B2	11	69	2+1	KB-GB	114.88	135.38	614,730.06	620,075.00	5,351.06	5,397.59	14,590	02.03.2018
65	B2	11	70	2+1	KB-KD	114.88	135.38	584,121.72	587,095.00	5,084.63	5,110.51	13,814	30.07.2019
66	B2	12	71	2+1	KD	105.93	124.93	517,898.39	519,095.00	4,889.06	4,900.36	12,214	07.10.2019
67	B2	12	72	2+1	GD-KD	114.89	135.38	592,013.81	593,045.00	5,152.88	5,161.85	13,954	02.08.2018
68	B2	12	73	2+1	GD-GB	114.89	135.38	622,926.40	624,070.00	5,421.94	5,431.89	14,684	28.11.2019
69	B2	12	74	2+1	GB	105.93	124.93	595,617.91	603,075.00	5,622.75	5,693.15	14,190	
70	B2	12	75	2+1	KB-GB	114.88	135.38	614,730.06	620,075.00	5,351.06	5,397.59	14,590	02.03.2018
71	B2	12	76	2+1	KB-KD	114.88	135.38	584,121.72	587,095.00	5,084.63	5,110.51	13,814	09.10.2019
72	B2	13	77	2+1	KD	105.93	124.93	517,898.39	519,095.00	4,889.06	4,900.36	12,214	07.10.2019
73	B2	13	78	2+1	GD-KD	114.89	135.38	569,244.05	587,095.00	4,954.69	5,110.06	13,814	07.08.2019
74	B2	13	79	2+1	GD-GB	114.89	135.38	622,926.40	624,070.00	5,421.94	5,431.89	14,684	20.08.2019
75	B2	13	80	2+1	GB	105.93	124.93	595,617.91	603,075.00	5,622.75	5,693.15	14,190	

Sıra No	Bl	Kat	BB No	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Satışa Esas Brüt Alan (m²)	Değerleme Raporunda Takdir Edilen Değer (TL)	Halka Arzda Satış Fiyatı (TL)	Değ. Raporu birim değer (TL/m²)	Satış Birim Fiyatı (TL/m²)	Sertifika Adedi	Talep Edilen ve Gerçekleşen Asli Edim Tarihi
76	B2	13	81	2+1	KB-GB	114.88	135.38	614,730.06	620,075.00	5,351.06	5,397.59	14,590	02.03.2018
77	B2	13	82	2+1	KB-KD	114.88	135.38	584,121.72	587,095.00	5,084.63	5,110.51	13,814	
78	B2	14	84	2+1	GD-GB	116.15	141.23	629,758.04	631,125.00	5,421.94	5,433.71	14,850	27.09.2019
79	B2	14	85	2+1	GB	105.93	128.90	574,345.84	603,075.00	5,421.94	5,693.15	14,190	
80	B2	14	86	2+1	KB-GB	114.88	139.64	614,730.06	620,075.00	5,351.06	5,397.59	14,590	15.10.2018
81	B2	14	87	2+1	KB-KD	114.88	139.64	584,121.72	587,095.00	5,084.63	5,110.51	13,814	11.09.2019
82	B2	15	88	2+1	KD	107.33	145.89	503,612.48	507,110.00	4,692.19	4,724.77	11,932	04.10.2019
83	C2	Z	3	3+1	K-D	160.41	192.47	718,711.99	724,965.00	4,480.47	4,519.45	17,058	
84	C2	Z	4	3+1	G-D	167.96	201.53	794,450.80	848,980.00	4,730.00	5,054.66	19,976	
85	C2	Z	5	2+1	G	115.86	139.01	548,017.80	617,015.00	4,730.00	5,325.52	14,518	
86	C2	1	8	3+1	K-D	160.41	185.11	703,122.15	731,000.00	4,383.28	4,557.07	17,200	20.09.2019
87	C2	1	9	3+1	G-D	167.96	193.82	869,193.00	869,975.00	5,175.00	5,179.66	20,470	18.09.2019
88	C2	1	10	2+1	G	115.86	133.70	623,906.10	625,005.00	5,385.00	5,394.48	14,706	
89	C2	1	11	3+1	G-B	167.96	193.82	763,378.20	810,985.00	4,545.00	4,828.44	19,082	
90	C2	1	12	3+1	K-B	160.41	185.11	699,287.34	699,975.00	4,359.37	4,363.66	16,470	
91	C2	2	13	4+1	K-D	182.75	207.14	849,787.50	851,020.00	4,650.00	4,656.74	20,024	01.07.2019
92	C2	2	14	3+1	G-D	167.96	190.38	781,014.00	861,985.00	4,650.00	5,132.09	20,282	11.09.2019
93	C2	2	15	2+1	G	115.86	131.32	577,562.10	626,960.00	4,985.00	5,411.36	14,752	
94	C2	2	16	3+1	G-B	167.96	190.38	818,017.69	818,975.00	4,870.31	4,876.01	19,270	
95	C2	2	17	4+1	K-B	182.75	207.14	797,960.74	799,000.00	4,366.41	4,372.09	18,800	08.08.2019
96	C2	3	18	4+1	K-D	182.75	207.14	830,341.76	846,005.00	4,543.59	4,629.30	19,906	04.09.2018
97	C2	3	19	3+1	G-D	167.96	190.38	763,378.20	868,020.00	4,545.00	5,168.02	20,424	29.08.2019
98	C2	3	20	2+1	G	115.86	131.32	538,749.00	631,040.00	4,650.00	5,446.57	14,848	
99	C2	3	21	3+1	G-B	167.96	190.38	781,014.00	822,970.00	4,650.00	4,899.80	19,364	
100	C2	3	22	4+1	K-B	182.75	207.14	796,675.78	796,960.00	4,359.37	4,360.93	18,752	11.07.2019
101	C2	4	23	4+1	K-D	182.75	207.14	854,070.70	855,015.00	4,673.44	4,678.60	20,118	14.05.2019
102	C2	4	24	3+1	G-D	167.96	190.38	872,552.20	874,990.00	5,195.00	5,209.51	20,588	26.08.2019
103	C2	4	25	2+1	G	115.86	131.32	599,575.50	635,970.00	5,175.00	5,489.12	14,964	
104	C2	4	26	3+1	G-B	167.96	190.38	763,142.01	829,005.00	4,543.59	4,935.73	19,506	
105	C2	4	27	4+1	K-B	182.75	207.14	804,642.54	805,970.00	4,402.97	4,410.23	18,964	05.07.2019
106	C2	5	28	4+1	K-D	182.75	207.14	823,231.64	859,010.00	4,504.69	4,700.47	20,212	07.06.2018
107	C2	5	29	3+1	G-D	167.96	190.38	756,607.31	881,025.00	4,504.69	5,245.45	20,730	12.06.2018
108	C2	5	30	2+1	G	115.86	131.32	521,913.09	640,985.00	4,504.69	5,532.41	15,082	
109	C2	5	31	3+1	G-B	167.96	190.38	811,115.58	835,040.00	4,829.22	4,971.66	19,648	
110	C2	5	32	4+1	K-B	182.75	207.14	801,044.65	808,010.00	4,383.28	4,421.40	19,012	04.07.2019
111	C2	6	33	4+1	K-D	182.75	207.14	797,960.74	859,010.00	4,366.41	4,700.47	20,212	07.06.2018
112	C2	6	34	3+1	G-D	167.96	190.38	876,200.08	881,025.00	5,216.72	5,245.45	20,730	21.08.2019
113	C2	6	35	2+1	G	115.86	131.32	510,127.96	640,985.00	4,402.97	5,532.41	15,082	
114	C2	6	36	3+1	G-B	167.96	190.38	756,507.31	835,040.00	4,504.09	4,971.66	19,648	
115	C2	6	37	4+1	K-B	182.75	207.14	823,231.64	823,990.00	4,504.69	4,508.84	19,388	01.07.2019

Sıra No	Bl	Kat	BB No	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Satışa Esas Brüt Alan (m²)	Değerleme Raporunda Takdir Edilen Değer (TL)	Halka Arzda Satış Fiyatı (TL)	Değ. Raporu birim değer (TL/m²)	Satış Birim Fiyatı (TL/m²)	Sertifika Adedi	Talep Edilen ve Gerçekleşen Aslı Edim Tarihi
116	C2	7	38	4+1	K-D	182.75	207.14	823,231.64	859,010.00	4,504.69	4,700.47	20,212	15.08.2018
117	C2	7	39	3+1	G-D	167.96	190.38	811,115.58	881,025.00	4,829.22	5,245.45	20,730	12.06.2018
118	C2	7	40	2+1	G	115.86	131.32	583,083.55	640,985.00	5,032.66	5,532.41	15,082	
119	C2	7	41	3+1	G-B	167.96	190.38	842,030.72	843,030.00	5,013.28	5,019.23	19,836	
120	C2	7	42	4+1	K-B	182.75	207.14	799,588.38	808,010.00	4,375.31	4,421.40	19,012	20.06.2019
121	C2	8	43	4+1	K-D	182.75	207.14	830,598.75	859,010.00	4,545.00	4,700.47	20,212	06.12.2018
122	C2	8	44	3+1	G-D	167.96	190.38	781,014.00	881,025.00	4,650.00	5,245.45	20,730	21.08.2019
123	C2	8	45	2+1	G	115.86	131.32	538,749.00	640,985.00	4,650.00	5,532.41	15,082	
124	C2	8	46	3+1	G-B	167.96	190.38	781,014.00	835,040.00	4,650.00	4,971.66	19,648	
125	C2	8	47	4+1	K-B	182.75	207.14	768,663.63	808,010.00	4,206.09	4,421.40	19,012	25.02.2019
126	C2	9	48	4+1	K-D	182.75	207.14	801,044.65	859,010.00	4,383.28	4,700.47	20,212	10.04.2019
127	C2	9	49	3+1	G-D	167.96	190.38	869,193.00	881,025.00	5,175.00	5,245.45	20,730	20.08.2019
128	C2	9	50	2+1	G	115.86	131.32	623,906.10	640,985.00	5,385.00	5,532.41	15,082	
129	C2	9	51	3+1	G-B	167.96	190.38	763,378.20	835,040.00	4,545.00	4,971.66	19,648	
130	C2	9	52	4+1	K-B	182.75	207.14	796,675.78	808,010.00	4,359.37	4,421.40	19,012	15.02.2019
131	C2	10	53	4+1	K-D	182.75	207.14	849,787.50	859,010.00	4,650.00	4,700.47	20,212	15.02.2018
132	C2	10	54	3+1	G-D	167.96	190.38	781,014.00	881,025.00	4,650.00	5,245.45	20,730	30.07.2019
133	C2	10	55	2+1	G	115.86	131.32	577,562.10	640,985.00	4,985.00	5,532.41	15,082	
134	C2	10	56	3+1	G-B	167.96	190.38	845,284.94	846,005.00	5,032.66	5,036.94	19,906	
135	C2	10	57	4+1	K-B	182.75	207.14	797,960.74	808,010.00	4,366.41	4,421.40	19,012	19.07.2018
136	C2	11	58	4+1	K-D	182.75	207.14	830,341.76	859,010.00	4,543.59	4,700.47	20,212	15.11.2018
137	C2	11	59	3+1	G-D	167.96	190.38	763,378.20	881,025.00	4,545.00	5,245.45	20,730	12.07.2019
138	C2	11	60	2+1	G	115.86	131.32	538,749.00	640,985.00	4,650.00	5,532.41	15,082	
139	C2	11	61	3+1	G-B	167.96	190.38	781,014.00	835,040.00	4,650.00	4,971.66	19,648	
140	C2	11	62	4+1	K-B	182.75	207.14	796,675.78	808,010.00	4,359.37	4,421.40	19,012	06.08.2018
141	C2	12	63	4+1	K-D	182.75	207.14	854,070.70	859,010.00	4,673.44	4,700.47	20,212	15.11.2018
142	C2	12	64	3+1	G-D	167.96	190.38	872,552.20	881,025.00	5,195.00	5,245.45	20,730	08.08.2019
143	C2	12	65	2+1	G	115.86	131.32	599,575.50	640,985.00	5,175.00	5,532.41	15,082	11.09.2019
144	C2	12	66	3+1	G-B	167.96	190.38	763,142.01	835,040.00	4,543.59	4,971.66	19,648	
145	C2	12	67	4+1	K-B	182.75	207.14	778,686.33	808,010.00	4,260.94	4,421.40	19,012	11.05.2018
146	C2	13	68	4+1	K-D	182.75	207.14	796,675.78	859,010.00	4,359.37	4,700.47	20,212	19.07.2018
147	C2	13	69	3+1	G-D	167.96	190.38	732,200.63	881,025.00	4,359.38	5,245.45	20,730	26.08.2019
148	C2	13	70	2+1	G	115.86	131.32	505,513.13	640,985.00	4,363.14	5,532.41	15,082	
149	C2	13	71	3+1	G-B	167.96	190.38	784,950.56	835,040.00	4,673.44	4,971.66	19,648	
150	C2	13	72	4+1	K-B	182.75	207.14	801,044.65	808,010.00	4,383.28	4,421.40	19,012	24.07.2018
151	D2	1	6	3+1	GD-GB	149.69	175.84	642,450.77	663,000.00	4,291.88	4,429.15	15,600	11.09.2019
152	D2	1	7	2+1	GB	112.45	132.27	482,621.34	499,970.00	4,291.87	4,446.15	11,764	26.08.2019
153	D2	1	8	2+1	GB	112.45	132.27	482,621.34	529,975.00	4,291.87	4,712.98	12,470	21.11.2019
154	D2	1	9	3+1	KB-GB	149.69	176.09	630,662.68	745,960.00	4,213.12	4,983.37	17,552	
155	D2	1	10	2+1	KD	112.68	132.58	443,233.82	469,965.00	3,933.56	4,170.79	11,058	14.12.2018

Sıra No	Bl	Kat	BB No	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Satışa Esas Brüt Alan (m²)	Değerleme Raporunda Takdir Edilen Değer (TL)	Halka Arzda Satış Fiyatı (TL)	Değ. Raporu birim değer (TL/m²)	Satış Birim Fiyatı (TL/m²)	Sertifika Adedi	Talep Edilen ve Gerçekleşen Asli Edim Tarihi
156	D2	2	11	3+1	GD-GB	149.69	175.51	632,627.36	666,995.00	4,226.25	4,455.84	15,694	17.07.2019
157	D2	2	12	2+1	GB	112.45	132.02	475,241.81	503,965.00	4,226.25	4,481.68	11,858	11.09.2019
158	D2	2	13	2+1	GB	112.45	132.02	475,241.81	533,970.00	4,226.25	4,748.51	12,564	20.06.2019
159	D2	2	14	3+1	KB-GB	149.69	175.76	710,428.74	751,995.00	4,746.00	5,023.68	17,694	
160	D2	2	15	2+1	KD	112.68	132.33	467,192.41	473,960.00	4,146.19	4,206.25	11,152	06.05.2019
161	D2	3	16	3+1	GD-GB	149.69	175.51	641,661.36	672,010.00	4,286.60	4,489.34	15,812	28.06.2019
162	D2	3	17	2+1	GB	112.45	132.02	482,178.57	507,960.00	4,287.94	4,517.21	11,952	04.09.2019
163	D2	3	18	2+1	GB	112.45	132.02	482,178.57	538,985.00	4,287.94	4,793.11	12,682	10.04.2019
164	D2	3	19	3+1	KB-GB	149.69	175.76	748,150.62	758,030.00	4,998.00	5,064.00	17,836	04.09.2019
165	D2	3	20	2+1	KD	112.68	132.33	467,192.41	477,020.00	4,146.19	4,233.40	11,224	06.05.2019
166	D2	4	21	3+1	GD-GB	149.69	175.51	652,470.54	677,025.00	4,358.81	4,522.85	15,930	17.08.2018
167	D2	4	22	2+1	GB	112.45	132.02	490,148.47	511,020.00	4,358.81	4,544.42	12,024	02.04.2019
168	D2	4	23	2+1	GB	112.45	132.02	490,148.47	541,960.00	4,358.81	4,819.56	12,752	02.04.2019
169	D2	4	24	3+1	KB-GB	149.69	175.76	736,951.94	762,960.00	4,923.19	5,096.93	17,952	02.09.2019
170	D2	4	25	2+1	KD	112.68	132.33	475,178.60	479,995.00	4,217.06	4,259.81	11,294	06.05.2019
171	D2	5	26	3+1	GD-GB	149.69	175.51	652,470.64	682,040.00	4,358.81	4,556.35	16,048	02.04.2019
172	D2	5	27	2+1	GB	112.45	132.02	490,148.47	513,995.00	4,358.81	4,570.88	12,094	04.09.2019
173	D2	5	28	2+1	GB	112.45	132.02	490,148.47	546,040.00	4,358.81	4,855.85	12,848	09.01.2019
174	D2	5	29	3+1	KB-GB	149.69	175.76	736,951.94	768,995.00	4,923.19	5,137.25	18,094	08.08.2019
175	D2	5	30	2+1	KD	112.68	132.33	488,341.04	489,005.00	4,333.88	4,339.77	11,506	06.05.2019
176	D2	6	31	3+1	GD-GB	149.69	175.51	669,170.43	682,040.00	4,470.37	4,556.35	16,048	31.05.2019
177	D2	6	32	2+1	GB	112.45	132.02	502,693.67	513,995.00	4,470.38	4,570.88	12,094	01.11.2018
178	D2	6	33	2+1	GB	112.45	132.02	522,028.04	546,040.00	4,642.31	4,855.85	12,848	27.08.2018
179	D2	6	34	3+1	KB-GB	149.69	175.76	734,987.26	768,995.00	4,910.06	5,137.25	18,094	07.08.2019
180	D2	6	35	2+1	KD	112.68	132.33	488,341.04	489,005.00	4,333.88	4,339.77	11,506	19.06.2019
181	D2	7	36	3+1	GD-GB	149.69	175.51	669,170.43	682,040.00	4,470.37	4,556.35	16,048	21.09.2018
182	D2	7	37	2+1	GB	112.45	132.02	502,693.67	513,995.00	4,470.38	4,570.88	12,094	04.03.2019
183	D2	7	38	2+1	GB	112.45	132.02	522,028.04	546,040.00	4,642.31	4,855.85	12,848	27.08.2018
184	D2	7	39	3+1	KB-GB	149.69	175.76	734,987.26	768,995.00	4,910.06	5,137.25	18,094	01.08.2019
185	D2	7	40	2+1	KD	112.68	132.33	488,341.04	489,005.00	4,333.88	4,339.77	11,506	26.08.2019
186	D2	8	41	3+1	GD-GB	149.69	175.51	669,170.43	682,040.00	4,470.37	4,556.35	16,048	21.09.2018
187	D2	8	42	2+1	GB	112.45	132.02	502,693.67	513,995.00	4,470.38	4,570.88	12,094	26.06.2019
188	D2	8	43	2+1	GB	112.45	132.02	522,028.04	546,040.00	4,642.31	4,855.85	12,848	05.10.2018
189	D2	8	44	3+1	KB-GB	149.69	175.76	684,298.48	768,995.00	4,571.44	5,137.25	18,094	30.07.2019
190	D2	8	45	2+1	KD	112.68	132.33	488,341.04	489,005.00	4,333.88	4,339.77	11,506	08.01.2019
191	D2	9	46	3+1	GD-GB	149.69	175.51	669,170.43	682,040.00	4,470.37	4,556.35	16,048	24.10.2018
192	D2	9	47	2+1	GB	112.45	132.02	502,693.67	513,995.00	4,470.38	4,570.88	12,094	12.04.2019
193	D2	9	48	2+1	GB	112.45	132.02	522,028.04	546,040.00	4,642.31	4,855.85	12,848	10.09.2018
194	D2	9	49	3+1	KB-GB	149.69	175.76	684,298.48	768,995.00	4,571.44	5,137.25	18,094	17.07.2019
195	D2	9	50	2+1	KD	112.68	132.33	488,341.04	489,005.00	4,333.88	4,339.77	11,506	03.05.2018

Sıra No	Bl	Kat	BB No	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Satışa Esas Brüt Alan (m²)	Değerleme Raporunda Takdir Edilen Değer (TL)	Halka Arzda Satış Fiyatı (TL)	Değ. Raporu birim değer (TL/m²)	Satış Birim Fiyatı (TL/m²)	Sertifika Adedi	Talep Edilen ve Gerçekleşen Asli Edim Tarihi
196	D2	10	51	3+1	GD-GB	149.69	175.51	669,170.43	682,040.00	4,470.37	4,556.35	16,048	01.11.2018
197	D2	10	52	2+1	GB	112.45	132.02	502,693.67	513,995.00	4,470.38	4,570.88	12,094	06.07.2018
198	D2	10	53	2+1	GB	112.45	132.02	522,028.04	546,040.00	4,642.31	4,855.85	12,848	26.10.2018
199	D2	10	54	3+1	KB-GB	149.69	175.76	684,298.48	768,995.00	4,571.44	5,137.25	18,094	26.06.2019
200	D2	10	55	2+1	KD	112.68	132.33	491,742.56	493,000.00	4,364.06	4,375.22	11,600	11.06.2018
201	D2	11	56	3+1	GD-GB	149.69	175.51	672,903.33	682,040.00	4,495.31	4,556.35	16,048	11.03.2019
202	D2	11	57	2+1	GB	112.45	132.02	505,497.89	513,995.00	4,495.31	4,570.88	12,094	27.03.2019
203	D2	11	58	2+1	GB	112.45	132.02	545,937.72	546,040.00	4,854.94	4,855.85	12,848	21.11.2018
204	D2	11	59	3+1	KB-GB	149.69	175.76	716,126.32	768,995.00	4,784.06	5,137.25	18,094	21.09.2018
205	D2	11	60	2+1	KD	112.68	132.33	491,742.56	493,000.00	4,364.06	4,375.22	11,600	26.08.2019
206	D2	12	61	3+1	GD-GB	149.69	175.51	672,903.33	682,040.00	4,495.31	4,556.35	16,048	20.02.2019
207	D2	12	62	2+1	GB	112.45	132.02	505,497.69	513,995.00	4,495.31	4,570.88	12,094	04.09.2019
208	D2	12	63	2+1	GB	112.45	132.02	545,937.72	546,040.00	4,854.94	4,855.85	12,848	25.02.2019
209	D2	12	64	3+1	KB-GB	149.69	175.76	716,126.32	768,995.00	4,784.06	5,137.25	18,094	17.07.2019
210	D2	12	65	2+1	KD	112.68	132.33	491,742.56	493,000.00	4,364.06	4,375.22	11,600	29.08.2019
211	D2	13	66	3+1	GD-GB	149.69	175.51	672,903.33	682,040.00	4,495.31	4,556.35	16,048	10.01.2019
212	D2	13	67	2+1	GB	112.45	132.02	505,497.69	513,995.00	4,495.31	4,570.88	12,094	12.09.2018
213	D2	13	68	2+1	GB	112.45	132.02	545,937.72	546,040.00	4,854.94	4,855.85	12,848	17.01.2019
214	D2	13	69	3+1	KB-GB	149.69	175.76	716,126.32	768,995.00	4,784.06	5,137.25	18,094	29.08.2019
215	D2	13	70	2+1	KD	112.68	132.33	491,742.56	493,000.00	4,364.06	4,375.22	11,600	03.10.2018
216	D2	15	74	3+1	GD-GB	149.49	193.60	672,789.09	673,030.00	4,500.56	4,502.17	15,836	23.07.2019
217	D2	15	75	2+1	GB	112.45	146.58	506,088.25	507,025.00	4,500.56	4,508.89	11,930	11.09.2019
218	D2	15	76	2+1	KD	112.68	145.81	472,960.22	473,960.00	4,197.38	4,206.25	11,152	01.02.2019
Toplam						28,920.89	33,703.37	138,078,121.14	143,242,425.00			3,370,410	

EK 2 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Kat Konumu Değerlendirmesi ve Katsayıları

A1 - A2 Blok		B1 - B2 - B3 - D2 Blok		C1 - C2 - D1 Blok	
Kat	Katsayı	Kat	Katsayı	Kat	Katsayı
Bodrum Kat	- 0.10	Bodrum Kat	- 0.10	Bodrum Kat	- 0.10
Zemin Kat	0.00	Zemin Kat	0.00	Zemin Kat	0.00
1 Normal Kat	0.05	1 Normal Kat	0.15	1 Normal Kat	0.15
2-3-4-5 Normal Kat	0.30	2-3-4-5 Normal Kat	0.30	2 - 3 - 4 - 5 Normal Kat	0.30
6-7-8-9 Normal Kat	0.45	6-7-8-9 Normal Kat	0.45	6 - 7 - 8 - 9 Normal Kat	0.45
10-11-12-13 Normal Kat	0.55	10-11-12-13 Normal Kat	0.55	10 - 11 - 12 Normal Kat	0.55
14-15 Normal Kat	0.65	14-15 Normal Kat	0.50	13 - 14 Normal Kat	0.50
16-17 Normal Kat	0.60				

EK 3 Park Mavera III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Blok Konumu Değerlendirmesi ve Katsayıları

A1 Blok	0.35
A2 Blok	0.35
B1 Blok	0.15
B2 Blok	0.15
B3 Blok	0.15
C1 Blok	0.10
C2 Blok	0.10
D1 Blok	0.05
D2 Blok	0.05

EK 4 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Yön / Güneşlenme Değerlendirmesi ve Katsayıları

Yön ⁴⁴	Katsayı	Yön	Katsayı
G	0.350	GD - GB	0.625
D	0.300	KD - GD	0.525
B	0.250	KB - GB	0.475
K	0.100	KD - KB	0.375
GD	0.325	G - D	0.650
GB	0.300	G - B	0.600
KD	0.200	K - D	0.400
KB	0.175	K - B	0.350

⁴⁴ Yön kısaltmalarının açılımı şu şekildedir: K: Kuzey, D: Doğu, G: Güney, B: Batı, KD: Kuzeydoğu, KB: Kuzeybatı, GD: Güneydoğu, GB: Güneybatı.

EK 5 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımında Kullanılan Çok Ölçütlü Değerlendirme Kriterleri - Cephe / Manzara Değerlendirmesi

A1 Blok		A2 Blok	
Cephe	Katsayı	Cephe	Katsayı
GD (Site)	0.35	GD (Park)	0.20
GD - GB (Botanik Park - Site içi)	0.75	GD - GB (Botanik Park - Park)	0.60
GB (Botanik Park)	0.40	GB (Botanik Park)	0.40
KB - GB (Botanik Park - Yol)	0.45	KB - GB (Botanik Park - Site içi)	0.75
KB (Yol)	0.05	KB (Site içi)	0.35
KD (Yol)	0.05	KD (Park)	0.20
KD - GD (Site içi - Yol)	0.40	KD - GD (Park - Park)	0.40
KD - KB (Yol - Yol)	0.10	KD - KB (Site içi - Park)	0.55
B1 - B2 Blok		B3 Blok	
Cephe	Katsayı	Cephe	Katsayı
KD - GD (Park - Park)	0.40	KD - GD (Park - Park)	0.40
GD - GB (Botanik Park - Park)	0.60	GD - GB (Site içi - Park)	0.55
GB (Botanik Park)	0.40	GB (Site içi)	0.35
KB - GB (Botanik Park - Site içi)	0.75	KB - GB (Site içi- Yol)	0.40
KD - KB (Site içi - Park)	0.55	KD - KB (Park - Yol)	0.25
KD (Park)	0.20	KD (Park)	0.20
C1 Blok		C2 Blok	
Cephe	Katsayı	Cephe	Katsayı
KD - GD (Site içi - Site içi)	0.70	K - D (Park - Yol)	0.25
GD - GB (Botanik Park - Site içi)	0.75	G - D (Site içi - Park)	0.55
GB (Botanik Park)	0.40	G (Site içi)	0.35
KB - GB (Botanik Park - Yol)	0.45	G - B (Site içi - Yol)	0.40
KD - KB (Yol - Yol)	0.10	K - B (Yol - Yol)	0.10
D1 Blok		D2 Blok	
Cephe	Katsayı	Cephe	Katsayı
KD (Park)	0.20	KD (Park)	0.20
GD - GB (Site içi- Park)	0.55	GD - GB (Site içi- Park)	0.55
GB (Site içi)	0.35	GB (Site içi)	0.35
KB - GB (Site içi - Yol)	0.40	KB - GB (Site içi - Yol)	0.40

EK 6 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımına Göre Proje Değerlemesi (Ticari Birimler)

Sıra	Bl.	Kat	BB No	Nit.	Yön ⁴⁵	Brüt Alan (m ²)	Depo Alanı (m ²)	Teras Alanı (m ²)	Birim Değer (TL/m ²)	Blok Düz. ⁴⁶	Yön Düz. ⁴⁷	Toplam Düz. ⁴⁸	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m ²)	Depo Birim Değer (TL/m ²)	Açık Alan Birim Değer (TL/m ²)	Piyasa Değeri (TL)
1	A1	Z	80	Depolu Dükkan	KB	178.07	67.73	19.30	15,000.00		0.053	0.053	15,787.500	3,946.88	5,262.50	3,039,938.09
2	A1	Z	81	Depolu Dükkan	KB	224.34	84.45	45.02	15,000.00		0.053	0.053	15,787.500	3,946.88	5,262.50	3,935,331.34
3	A1	Z	82	Depolu Dükkan	KB	231.41	92.73	32.23	15,000.00		0.053	0.053	15,787.500	3,946.88	5,262.50	4,006,754.09
4	A1	Z	83	Depolu Dükkan	KB	181.76	67.70	22.89	15,000.00		0.053	0.053	15,787.500	3,946.88	5,262.50	3,114,062.06
5	A1	Z	84	Depolu Dükkan	KB-GB	242.22	95.43	36.53	15,000.00		0.143	0.143	17,137.500	4,284.38	5,712.50	4,250,835.53
6	A1	Z	85	Depolu Dükkan	GB	181.41	64.21	24.75	15,000.00		0.016	0.016	15,236.250	3,809.06	5,078.75	3,091,428.97
7	A1	Z	86	Depolu Dükkan	GB	184.95	71.67	36.37	15,000.00		0.016	0.016	15,236.250	3,809.06	5,078.75	3,231,959.65
8	A1	Z	87	Depolu Dükkan	GB	553.02	246.91	40.49	12,500.00		0.016	0.016	12,696.875	3,174.22	4,232.29	7,867,861.84
9	A1	Z	88	Depolu Dükkan	GB	575.08	251.64	59.33	12,500.00		0.016	0.016	12,696.875	3,174.22	4,232.29	8,238,362.27
10	A1	Z	89	Depolu Dükkan	GB	418.56	182.56	61.09	12,500.00		0.016	0.016	12,696.875	3,174.22	4,232.29	6,070,036.07
11	A1	Z	90	Depolu Dükkan	GB	369.22	163.41	42.39	13,500.00		0.016	0.016	13,712.625	3,428.16	4,570.88	5,738,424.40
12	A1	Z	91	Depolu Dükkan	GB-GD	300.41	123.59	32.40	13,500.00		0.033	0.033	13,942.969	3,485.74	4,647.66	4,636,921.94
13	A2	Z	76	Depolu Dükkan	KB-GB	160.46	60.29	17.43	15,000.00		0.025	0.025	15,374.063	3,843.52	5,124.69	2,727,948.86

⁴⁵ Yön kısaltmalarının açılımı şu şekildedir: K: Kuzey, D: Doğu, G: Güney, B: Batı, KD: Kuzeydoğu, KB: Kuzeybatı, GD: Güneydoğu, GB: Güneybatı.

⁴⁶ Blok düzeltmesi, çok ölçütlü değerlemede 0.30 olarak ağırlandırılmış ve Ek-3'te verilen değerler ile belirlenen ağırlığın çarpımı ile elde edilmiştir.

⁴⁷ Yön düzeltmesi, çok ölçütlü değerlemede 0.30 olarak ağırlandırılmış ve Ek-4'te verilen değerler ile belirlenen ağırlığın çarpımı ile elde edilmiştir.

⁴⁸ Tüm değerlendirme kriterlerinin toplamı ile elde edilmiştir.

Sıra	Bl.	Kat	BB No	Nit.	Yön	Brüt Alan (m ²)	Depo Alanı (m ²)	Teras Alanı (m ²)	Birim Değer (TL/m ²)	Blok Düz.	Yön Düz.	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m ²)	Depo Birim Değer (TL/m ²)	Açık Alan Birim Değer (TL/m ²)	Piyasa Değeri (TL)
14	A2	Z	77	Depolu Dükkan	GB	267.18	110.00	30.14	13,500.00		0.016	0.016	13,712.625	3,428.16	4,570.88	4,121,793.36
15	A2	Z	78	Depolu Dükkan	GB	299.53	122.54	37.02	13,500.00		0.016	0.016	13,712.625	3,428.16	4,570.88	4,632,955.06
16	A2	Z	79	Depolu Dükkan	GB	345.61	140.36	38.14	13,500.00		0.016	0.016	13,712.625	3,428.16	4,570.88	5,321,244.18
17	A2	Z	80	Depolu Dükkan	GB	683.22	329.40	68.67	12,500.00		0.016	0.016	12,696.875	3,174.22	4,232.29	9,876,469.13
18	A2	Z	81	Depolu Dükkan	GB	394.83	120.44	48.53	13,500.00		0.016	0.016	13,712.625	3,428.16	4,570.88	5,964,916.70
19	A2	Z	82	Depolu Dükkan	GB	202.52	81.62	42.60	15,000.00		0.016	0.016	15,236.250	3,809.06	5,078.75	3,565,050.43
20	A2	Z	83	Depolu Dükkan	GB-GD	441.03	185.28	66.05	12,500.00		0.033	0.033	12,910.156	3,227.54	4,303.39	6,395,112.04
21	A2	Z	84	Depolu Dükkan	GD	241.27	98.88	28.05	15,000.00		0.017	0.017	15,255.938	3,813.98	5,085.31	4,138,819.79
22	A2	Z	85	Depolu Dükkan	GD	314.66	124.72	38.75	13,500.00		0.017	0.017	13,730.344	3,432.59	4,576.78	4,853,372.39
23	A2	Z	86	Depolu Dükkan	GD	245.94	98.88	38.55	15,000.00		0.017	0.017	15,255.938	3,813.98	5,085.31	4,262,265.57
24	A2	Z	87	Depolu Dükkan	GD	187.31	68.60	22.75	15,000.00		0.017	0.017	15,255.938	3,813.98	5,085.31	3,186,980.19
25	A2	Z	88	Depolu Dükkan	GD	162.84	58.14	20.44	15,000.00		0.017	0.017	15,255.938	3,813.98	5,085.31	2,768,288.84
26	A2	Z	89	Depolu Dükkan	GD	139.34	50.14	18.68	15,000.00		0.017	0.017	15,255.938	3,813.98	5,085.31	2,376,326.81
27	A2	B	90	Depolu Dükkan	GD	278.97	58.02	67.85	13,500.00		0.017	0.017	13,730.344	3,432.59	4,576.78	4,275,788.24
28	ST	Z	1	Depolu Dükkan	KB-GB	177.06	74.16	19.40	15,000.00	0.12	0.143	0.263	18,937.500	4,734.38	6,312.50	3,129,463.75
29	ST	Z	2	Depolu Dükkan	GB	193.98	76.64	14.61	15,000.00	0.12	0.090	0.210	18,150.000	4,537.50	6,050.00	3,345,844.50
30	ST	Z	3	Depolu Dükkan	GB	247.02	103.65	26.20	15,000.00	0.12	0.090	0.210	18,150.000	4,537.50	6,050.00	4,334,121.88
31	ST	Z	4	Depolu Dükkan	GD-GB	219.96	92.57	37.99	15,000.00	0.12	0.188	0.308	19,612.500	4,903.13	6,537.50	4,001,641.91

EK 7 Park Maveria III Projesi - Pazar Yaklaşımına Göre Proje Değerlemesi (Konutlar)

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön ⁴⁹	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. ⁵⁰ (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. ⁵¹ (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. ⁵² (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. ⁵³ (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz. ⁵⁴	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
1	A1	1	1	Konut	1+0	GD	57.45	13.65	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.053	0.254	4,012.00	802.40	241,442.16
2	A1	1	2	Konut	1+0	GD	41.62	9.68	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.053	0.254	4,012.00	802.40	174,746.67
3	A1	1	3	Konut	1+0	GD	47.27	10.29	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.053	0.254	4,012.00	802.40	197,903.94
4	A1	1	4	Konut	1+0	GD	51.96	15.94	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.053	0.254	4,012.00	802.40	221,253.78
5	A1	1	5	Konut	1+1	GD	67.48	18.00	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.053	0.254	4,012.00	802.40	285,172.96
6	A1	1	6	Konut	1+1	GD	65.10	17.39	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.053	0.254	4,012.00	802.40	275,134.94
7	A1	1	7	Konut	1+1	GD GB	138.13	80.71	3,200.00	0.105	0.156	0.015	0.113	0.389	4,444.00	888.80	685,584.77
8	A1	1	8	Konut	1+1	GB	83.48	34.21	3,200.00	0.105	0.075	0.015	0.060	0.255	4,016.00	803.20	362,733.15
9	A1	1	9	Konut	1+1	KB GB	135.88	78.15	3,200.00	0.105	0.119	0.015	0.068	0.306	4,180.00	836.00	633,311.80
10	A1	1	10	Konut	1+1	KB	73.75	26.69	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.008	0.171	3,748.00	749.60	296,421.82
11	A1	1	11	Konut	1+1	KB	85.27	36.05	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.008	0.171	3,748.00	749.60	346,615.04
12	A1	1	12	Konut	1+0	KB	67.51	31.36	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.008	0.171	3,748.00	749.60	276,534.94
13	A1	1	13	Konut	1+0	KB	54.14	17.05	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.008	0.171	3,748.00	749.60	215,697.40
14	A1	1	14	Konut	1+0	KB	44.29	12.45	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.008	0.171	3,748.00	749.60	175,331.44
15	A1	1	15	Konut	1+0	KB	54.81	11.21	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.008	0.171	3,748.00	749.60	213,830.90
16	A1	1	16	Konut	1+1	KD	38.63		3,200.00	0.105	0.050	0.015	0.008	0.178	3,768.00		145,557.84
17	A1	1	17	Konut	1+1	KD	38.63		3,200.00	0.105	0.050	0.015	0.008	0.178	3,768.00		145,557.84
18	A1	2	18	Konut	5+1	KD GD	200.41		3,400.00	0.105	0.131	0.090	0.060	0.386	4,713.25		944,582.43
19	A1	2	19	Konut	5+1	GD GB	191.89		3,400.00	0.105	0.156	0.090	0.113	0.464	4,976.75		954,988.56

⁴⁹ Yön kısaltmalarının açılımı şu şekildedir: K: Kuzey, D: Doğu, G: Güney, B: Batı, KD: Kuzeydoğu, KB: Kuzeybatı, GD: Güneydoğu, GB: Güneybatı.

⁵⁰ Blok düzeltmesi, çok ölçütlü değerlemede 0.30 olarak ağırlandırılmış ve Ek-3'te verilen değerler ile belirlenen ağırlığın çarpımı ile elde edilmiştir.

⁵¹ Yön / Güneşlenme düzeltmesi, çok ölçütlü değerlemede 0.25 olarak ağırlandırılmış ve Ek-4'te verilen değerler ile belirlenen ağırlığın çarpımı ile elde edilmiştir.

⁵² Kat düzeltmesi, çok ölçütlü değerlemede 0.30 olarak ağırlandırılmış ve Ek-2'te verilen değerler ile belirlenen ağırlığın çarpımı ile elde edilmiştir.

⁵³ Manzara / Cephe düzeltmesi, çok ölçütlü değerlemede 0.15 olarak ağırlandırılmış ve Ek-5'te verilen değerler ile belirlenen ağırlığın çarpımı ile elde edilmiştir.

⁵⁴ Tüm değerlendirme kriterlerinin toplamı ile elde edilmiştir.

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
20	A1	2	20	Konut	5+1	KB GB	191.89		3,400.00	0.105	0.119	0.090	0.068	0.381	4,696.25		901,163.41
21	A1	2	21	Konut	5+1	KD KB	200.71		3,400.00	0.105	0.094	0.090	0.015	0.304	4,432.75		889,697.25
22	A1	3	22	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.090	0.060	0.386	4,713.25		950,992.45
23	A1	3	23	Konut	5+1	GD GB	197.32		3,400.00	0.105	0.156	0.090	0.113	0.464	4,976.75		982,012.31
24	A1	3	24	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.090	0.068	0.381	4,696.25		926,617.09
25	A1	3	25	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.090	0.015	0.304	4,432.75		898,075.15
26	A1	4	26	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.090	0.060	0.386	4,713.25		950,992.45
27	A1	4	27	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.090	0.113	0.464	4,976.75		981,962.54
28	A1	4	28	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.090	0.068	0.381	4,696.25		926,617.09
29	A1	4	29	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.090	0.015	0.304	4,432.75		898,075.15
30	A1	5	30	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.090	0.060	0.386	4,713.25		950,992.45
31	A1	5	31	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.090	0.113	0.464	4,976.75		981,962.54
32	A1	5	32	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.090	0.068	0.381	4,696.25		926,617.09
33	A1	5	33	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.090	0.015	0.304	4,432.75		898,075.15
34	A1	6	34	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.135	0.060	0.431	4,866.25		981,863.26
35	A1	6	35	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.135	0.113	0.509	5,129.75		1,012,150.97
36	A1	6	36	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.135	0.068	0.426	4,849.25		956,805.52
37	A1	6	37	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.135	0.015	0.349	4,585.75		929,072.95
38	A1	7	38	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.135	0.060	0.431	4,866.25		981,863.26
39	A1	7	39	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.135	0.113	0.509	5,129.75		1,012,150.97
40	A1	7	40	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.135	0.068	0.426	4,849.25		956,805.52
41	A1	7	41	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.135	0.015	0.349	4,585.75		929,072.95
42	A1	8	42	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.135	0.060	0.431	4,866.25		981,863.26
43	A1	8	43	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.135	0.113	0.509	5,129.75		1,012,150.97
44	A1	8	44	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.135	0.068	0.426	4,849.25		956,805.52
45	A1	8	45	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.135	0.015	0.349	4,585.75		929,072.95

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
46	A1	9	46	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.135	0.060	0.431	4,866.25		981,863.26
47	A1	9	47	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.135	0.113	0.509	5,129.75		1,012,150.97
48	A1	9	48	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.135	0.068	0.426	4,849.25		956,805.52
49	A1	9	49	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.135	0.015	0.349	4,585.75		929,072.95
50	A1	10	50	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.165	0.060	0.461	4,968.25		1,002,443.80
51	A1	10	51	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.165	0.113	0.539	5,231.75		1,032,276.59
52	A1	10	52	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.165	0.068	0.456	4,951.25		976,931.14
53	A1	10	53	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.165	0.015	0.379	4,687.75		949,738.15
54	A1	11	54	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.165	0.060	0.461	4,968.25		1,002,443.80
55	A1	11	55	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.165	0.113	0.539	5,231.75		1,032,276.59
56	A1	11	56	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.165	0.068	0.456	4,951.25		976,931.14
57	A1	11	57	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.165	0.015	0.379	4,687.75		949,738.15
58	A1	12	58	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.165	0.060	0.461	4,968.25		1,002,443.80
59	A1	12	59	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.165	0.113	0.539	5,231.75		1,032,276.59
60	A1	12	60	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.165	0.068	0.456	4,951.25		976,931.14
61	A1	12	61	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.165	0.015	0.379	4,687.75		949,738.15
62	A1	13	62	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.165	0.060	0.461	4,968.25		1,002,443.80
63	A1	13	63	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.165	0.113	0.539	5,231.75		1,032,276.59
64	A1	13	64	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.165	0.068	0.456	4,951.25		976,931.14
65	A1	13	65	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.165	0.015	0.379	4,687.75		949,738.15
66	A1	14	66	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.195	0.060	0.491	5,070.25		1,023,024.34
67	A1	14	67	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.195	0.113	0.569	5,333.75		1,052,402.21
68	A1	14	68	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.195	0.068	0.486	5,053.25		997,056.76
69	A1	14	69	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.195	0.015	0.409	4,789.75		970,403.35
70	A1	15	70	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.195	0.060	0.491	5,070.25		1,023,024.34
71	A1	15	71	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.195	0.113	0.569	5,333.75		1,052,402.21

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
72	A1	15	72	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.195	0.068	0.486	5,053.25		997,056.76
73	A1	15	73	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.195	0.015	0.409	4,789.75		970,403.35
74	A1	16	74	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.180	0.060	0.476	5,019.25		1,012,734.07
75	A1	16	75	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.195	0.113	0.569	5,333.75		1,052,402.21
76	A1	16	76	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.180	0.068	0.471	5,002.25		986,993.95
77	A1	16	77	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.195	0.015	0.409	4,789.75		970,403.35
78	A1	17	78	Konut	5+1	GD GB	197.73		3,400.00	0.105	0.156	0.180	0.113	0.554	5,282.75		1,044,558.16
79	A1	17	79	Konut	5+1	KD KB	203.57		3,400.00	0.105	0.094	0.180	0.015	0.394	4,738.75		964,667.34
80	A2	1	1	Konut	1+0	GD	66.79	13.65	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.030	0.231	3,940.00	788.00	273,908.80
81	A2	1	2	Konut	1+0	GD	50.46	9.68	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.030	0.231	3,940.00	788.00	206,440.24
82	A2	1	3	Konut	1+0	GD	58.51	10.29	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.030	0.231	3,940.00	788.00	238,637.92
83	A2	1	4	Konut	1+0	GD	72.01	15.94	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.030	0.231	3,940.00	788.00	296,280.12
84	A2	1	5	Konut	1+1	GD	88.46	16.00	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.030	0.231	3,940.00	788.00	361,140.40
85	A2	1	6	Konut	1+1	GD	76.60	17.39	3,200.00	0.105	0.081	0.015	0.030	0.231	3,940.00	788.00	315,507.32
86	A2	1	7	Konut	1+1	GD GB	135.23	80.71	3,200.00	0.105	0.156	0.015	0.090	0.366	4,372.00	874.40	661,798.38
87	A2	1	8	Konut	1+1	GB	85.72	34.21	3,200.00	0.105	0.075	0.015	0.060	0.255	4,016.00	803.20	371,728.99
88	A2	1	9	Konut	1+1	KB GB	131.47	78.15	3,200.00	0.105	0.119	0.015	0.113	0.351	4,324.00	864.80	636,060.40
89	A2	1	10	Konut	1+1	KB	76.74	26.69	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.053	0.216	3,892.00	778.40	319,447.58
90	A2	1	11	Konut	1+1	KB	79.23	36.05	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.053	0.216	3,892.00	778.40	336,424.48
91	A2	1	12	Konut	1+0	KB	62.53	31.36	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.053	0.216	3,892.00	778.40	267,777.38
92	A2	1	13	Konut	1+0	KB	54.39	17.05	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.053	0.216	3,892.00	778.40	224,957.60
93	A2	1	14	Konut	1+0	KB	48.00	12.45	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.053	0.216	3,892.00	778.40	196,507.08
94	A2	1	15	Konut	1+0	KB	62.29	11.21	3,200.00	0.105	0.044	0.015	0.053	0.216	3,892.00	778.40	251,158.54
95	A2	1	16	Konut	1+1	KD	38.63		3,200.00	0.105	0.050	0.015	0.030	0.200	3,840.00		148,339.20
96	A2	1	17	Konut	1+1	KD	38.63		3,200.00	0.105	0.050	0.015	0.030	0.200	3,840.00		148,339.20
97	A2	2	18	Konut	5+1	KD GD	200.41		3,400.00	0.105	0.131	0.090	0.060	0.386	4,713.25		944,582.43

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
98	A2	2	19	Konut	5+1	GD GB	191.89		3,400.00	0.105	0.156	0.090	0.090	0.441	4,900.25		940,308.97
99	A2	2	20	Konut	5+1	KB GB	191.89		3,400.00	0.105	0.119	0.090	0.113	0.426	4,849.25		930,522.58
100	A2	2	21	Konut	5+1	KD KB	200.71		3,400.00	0.105	0.094	0.090	0.083	0.371	4,662.25		935,760.20
101	A2	3	22	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.090	0.060	0.386	4,713.25		950,992.45
102	A2	3	23	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.090	0.090	0.441	4,900.25		966,868.33
103	A2	3	24	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.090	0.113	0.426	4,849.25		956,805.52
104	A2	3	25	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.090	0.083	0.371	4,662.25		944,571.85
105	A2	4	26	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.090	0.060	0.386	4,713.25		950,992.45
106	A2	4	27	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.090	0.090	0.441	4,900.25		966,868.33
107	A2	4	28	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.090	0.113	0.426	4,849.25		956,805.52
108	A2	4	29	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.090	0.083	0.371	4,662.25		944,571.85
109	A2	5	30	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.090	0.060	0.386	4,713.25		950,992.45
110	A2	5	31	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.090	0.090	0.441	4,900.25		966,868.33
111	A2	5	32	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.090	0.113	0.426	4,849.25		956,805.52
112	A2	5	33	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.090	0.083	0.371	4,662.25		944,571.85
113	A2	6	34	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.135	0.060	0.431	4,866.25		981,863.26
114	A2	6	35	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.135	0.090	0.486	5,053.25		997,056.76
115	A2	6	36	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.135	0.113	0.471	5,002.25		986,993.95
116	A2	6	37	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.135	0.083	0.416	4,815.25		975,569.65
117	A2	7	38	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.135	0.060	0.431	4,866.25		981,863.26
118	A2	7	39	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.135	0.090	0.486	5,053.25		997,056.76
119	A2	7	40	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.135	0.113	0.471	5,002.25		986,993.95
120	A2	7	41	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.135	0.083	0.416	4,815.25		975,569.65
121	A2	8	42	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.135	0.060	0.431	4,866.25		981,863.26
122	A2	8	43	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.135	0.090	0.486	5,053.25		997,056.76
123	A2	8	44	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.135	0.113	0.471	5,002.25		986,993.95

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
124	A2	8	45	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.135	0.083	0.416	4,815.25		975,569.65
125	A2	9	46	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.135	0.060	0.431	4,866.25		981,863.26
126	A2	9	47	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.135	0.090	0.486	5,053.25		997,056.76
127	A2	9	48	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.135	0.113	0.471	5,002.25		986,993.95
128	A2	9	49	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.135	0.083	0.416	4,815.25		975,569.65
129	A2	10	50	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.165	0.060	0.461	4,968.25		1,002,443.80
130	A2	10	51	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.165	0.090	0.516	5,155.25		1,017,182.38
131	A2	10	52	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.165	0.113	0.501	5,104.25		1,007,119.57
132	A2	10	53	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.165	0.083	0.446	4,917.25		996,234.85
133	A2	11	54	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.165	0.060	0.461	4,968.25		1,002,443.80
134	A2	11	55	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.165	0.090	0.516	5,155.25		1,017,182.38
135	A2	11	56	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.165	0.113	0.501	5,104.25		1,007,119.57
136	A2	11	57	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.165	0.083	0.446	4,917.25		996,234.85
137	A2	12	58	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.165	0.060	0.461	4,968.25		1,002,443.80
138	A2	12	59	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.165	0.090	0.516	5,155.25		1,017,182.38
139	A2	12	60	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.165	0.113	0.501	5,104.25		1,007,119.57
140	A2	12	61	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.165	0.083	0.446	4,917.25		996,234.85
141	A2	13	62	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.165	0.060	0.461	4,968.25		1,002,443.80
142	A2	13	63	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.165	0.090	0.516	5,155.25		1,017,182.38
143	A2	13	64	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.165	0.113	0.501	5,104.25		1,007,119.57
144	A2	13	65	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.165	0.083	0.446	4,917.25		996,234.85
145	A2	14	66	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.195	0.060	0.491	5,070.25		1,023,024.34
146	A2	14	67	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.195	0.090	0.546	5,257.25		1,037,308.00
147	A2	14	68	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.195	0.113	0.531	5,206.25		1,027,245.19
148	A2	14	69	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.195	0.083	0.476	5,019.25		1,016,900.05
149	A2	15	70	Konut	5+1	KD GD	201.77		3,400.00	0.105	0.131	0.195	0.060	0.491	5,070.25		1,023,024.34

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
150	A2	15	71	Konut	5+1	GD GB	197.31		3,400.00	0.105	0.156	0.180	0.090	0.531	5,206.25		1,027,245.19
151	A2	15	72	Konut	5+1	KB GB	197.31		3,400.00	0.105	0.119	0.195	0.113	0.531	5,206.25		1,027,245.19
152	A2	15	73	Konut	5+1	KD KB	202.60		3,400.00	0.105	0.094	0.180	0.083	0.461	4,968.25		1,006,567.45
153	A2	16	74	Konut	5+1	KB GB	197.71		3,400.00	0.105	0.119	0.180	0.113	0.516	5,155.25		1,019,244.48
154	A2	16	75	Konut	5+1	KD GD	203.37		3,400.00	0.105	0.131	0.180	0.060	0.476	5,019.25		1,020,764.87
155	B1	Z	1	Konut	3+1	KD GD	150.84		3,250.00	0.045	0.131	0.000	0.060	0.236	4,017.81		606,046.84
156	B1	Z	2	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.000	0.090	0.291	4,261.13		489,560.65
157	B1	Z	3	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.000	0.060	0.180	3,894.00		412,491.42
158	B1	Z	4	Konut	2+1	KB GB	114.89		3,300.00	0.045	0.119	0.000	0.113	0.276	4,211.63		483,873.60
159	B1	Z	5	Konut	3+1	KD KB	139.08		3,250.00	0.045	0.094	0.000	0.083	0.221	3,969.06		552,017.21
160	B1	1	6	Konut	3+1	KD GD	150.84		3,250.00	0.045	0.131	0.045	0.060	0.281	4,164.06		628,107.19
161	B1	1	7	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.045	0.090	0.336	4,409.63		506,621.82
162	B1	1	8	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.045	0.060	0.225	4,042.50		428,222.03
163	B1	1	9	Konut	2+1	KB GB	114.89		3,300.00	0.045	0.119	0.045	0.113	0.321	4,360.13		500,934.76
164	B1	1	10	Konut	3+1	KD KB	139.08		3,250.00	0.045	0.094	0.045	0.083	0.266	4,115.31		572,357.66
165	B1	2	11	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
166	B1	2	12	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
167	B1	2	13	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.090	0.381	4,558.13		523,682.98
168	B1	2	14	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.060	0.270	4,191.00		443,952.63
169	B1	2	15	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.113	0.366	4,508.63		517,950.84
170	B1	2	16	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.083	0.311	4,327.13		497,100.12
171	B1	3	17	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
172	B1	3	18	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
173	B1	3	19	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.090	0.381	4,558.13		523,682.98
174	B1	3	20	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.060	0.270	4,191.00		443,952.63
175	B1	3	21	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.113	0.366	4,508.63		517,950.84

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
176	B1	3	22	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.083	0.311	4,327.13		497,100.12
177	B1	4	23	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
178	B1	4	24	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
179	B1	4	25	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.090	0.381	4,558.13		523,682.98
180	B1	4	26	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.060	0.270	4,191.00		443,952.63
181	B1	4	27	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.113	0.366	4,508.63		517,950.84
182	B1	4	28	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.083	0.311	4,327.13		497,100.12
183	B1	5	29	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
184	B1	5	30	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
185	B1	5	31	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.090	0.381	4,558.13		523,682.98
186	B1	5	32	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.060	0.270	4,191.00		443,952.63
187	B1	5	33	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.113	0.366	4,508.63		517,950.84
188	B1	5	34	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.083	0.311	4,327.13		497,100.12
189	B1	6	35	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
190	B1	6	36	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
191	B1	6	37	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.090	0.426	4,706.63		540,744.15
192	B1	6	38	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.060	0.315	4,339.50		459,683.24
193	B1	6	39	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.113	0.411	4,657.13		535,010.52
194	B1	6	40	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.083	0.356	4,475.63		514,159.80
195	B1	7	41	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
196	B1	7	42	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
197	B1	7	43	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.090	0.426	4,706.63		540,744.15
198	B1	7	44	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.060	0.315	4,339.50		459,683.24
199	B1	7	45	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.113	0.411	4,657.13		535,010.52
200	B1	7	46	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.083	0.356	4,475.63		514,159.80
201	B1	8	47	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
202	B1	8	48	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
203	B1	8	49	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.090	0.426	4,706.63		540,744.15
204	B1	8	50	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.060	0.315	4,339.50		459,683.24
205	B1	8	51	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.113	0.411	4,657.13		535,010.52
206	B1	8	52	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.083	0.356	4,475.63		514,159.80
207	B1	9	53	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
208	B1	9	54	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
209	B1	9	55	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.090	0.426	4,706.63		540,744.15
210	B1	9	56	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.060	0.315	4,339.50		459,683.24
211	B1	9	57	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.113	0.411	4,657.13		535,010.52
212	B1	9	58	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.083	0.356	4,475.63		514,159.80
213	B1	10	59	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
214	B1	10	60	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.165	0.060	0.401	4,624.13		531,265.72
215	B1	10	61	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.090	0.456	4,805.63		552,118.26
216	B1	10	62	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.060	0.345	4,438.50		470,170.31
217	B1	10	63	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.113	0.441	4,756.13		546,383.64
218	B1	10	64	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.083	0.386	4,574.63		525,532.92
219	B1	11	65	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
220	B1	11	66	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.165	0.060	0.401	4,624.13		531,265.72
221	B1	11	67	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.090	0.456	4,805.63		552,118.26
222	B1	11	68	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.060	0.345	4,438.50		470,170.31
223	B1	11	69	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.113	0.441	4,756.13		546,383.64
224	B1	11	70	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.083	0.386	4,574.63		525,532.92
225	B1	12	71	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
226	B1	12	72	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.165	0.060	0.401	4,624.13		531,265.72
227	B1	12	73	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.090	0.456	4,805.63		552,118.26

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
228	B1	12	74	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.060	0.345	4,438.50		470,170.31
229	B1	12	75	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.113	0.441	4,756.13		546,383.64
230	B1	12	76	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.083	0.386	4,574.63		525,532.92
231	B1	13	77	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
232	B1	13	78	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.150	0.060	0.386	4,574.63		525,578.67
233	B1	13	79	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.090	0.456	4,805.63		552,118.26
234	B1	13	80	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.060	0.345	4,438.50		470,170.31
235	B1	13	81	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.113	0.441	4,756.13		546,383.64
236	B1	13	82	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.083	0.386	4,574.63		525,532.92
237	B1	14	83	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
238	B1	14	84	Konut	2+1	GD GB	116.15		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.090	0.456	4,805.63		558,173.34
239	B1	14	85	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.150	0.060	0.330	4,389.00		464,926.77
240	B1	14	86	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.150	0.113	0.426	4,706.63		540,697.08
241	B1	14	87	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.083	0.386	4,574.63		525,532.92
242	B1	15	88	Konut	2+1	KD	107.33		3,300.00	0.045	0.050	0.150	0.030	0.275	4,207.50		451,590.98
243	B1	15	89	Konut	2+1	GD GB	117.53		3,300.00	0.045	0.156	0.150	0.090	0.441	4,756.13		558,987.37
244	B1	15	90	Konut	2+1	KD KB	116.15		3,300.00	0.045	0.094	0.150	0.083	0.371	4,525.13		525,593.27
245	B2	Z	1	Konut	3+1	KD GD	150.84		3,250.00	0.045	0.131	0.00	0.060	0.236	4,017.81		606,046.84
246	B2	Z	2	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.00	0.090	0.291	4,261.13		489,560.65
247	B2	Z	3	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.00	0.060	0.180	3,894.00		412,491.42
248	B2	Z	4	Konut	2+1	KB GB	114.89		3,300.00	0.045	0.119	0.00	0.113	0.276	4,211.63		483,873.60
249	B2	Z	5	Konut	3+1	KD KB	139.08		3,250.00	0.045	0.094	0.00	0.083	0.221	3,969.06		552,017.21
250	B2	1	6	Konut	3+1	KD GD	150.84		3,250.00	0.045	0.131	0.045	0.060	0.281	4,164.06		628,107.19
251	B2	1	7	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.045	0.090	0.336	4,409.63		506,621.82
252	B2	1	8	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.045	0.060	0.225	4,042.50		428,222.03
253	B2	1	9	Konut	2+1	KB GB	114.89		3,300.00	0.045	0.119	0.045	0.113	0.321	4,360.13		500,934.76

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
254	B2	1	10	Konut	3+1	KD KB	139.08		3,250.00	0.045	0.094	0.045	0.083	0.266	4,115.31		572,357.66
255	B2	2	11	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
256	B2	2	12	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
257	B2	2	13	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.090	0.381	4,558.13		523,682.98
258	B2	2	14	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.060	0.270	4,191.00		443,952.63
259	B2	2	15	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.113	0.366	4,508.63		517,950.84
260	B2	2	16	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.083	0.311	4,327.13		497,100.12
261	B2	3	17	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
262	B2	3	18	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
263	B2	3	19	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.090	0.381	4,558.13		523,682.98
264	B2	3	20	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.060	0.270	4,191.00		443,952.63
265	B2	3	21	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.113	0.366	4,508.63		517,950.84
266	B2	3	22	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.083	0.311	4,327.13		497,100.12
267	B2	4	23	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
268	B2	4	24	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
269	B2	4	25	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.090	0.381	4,558.13		523,682.98
270	B2	4	26	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.060	0.270	4,191.00		443,952.63
271	B2	4	27	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.113	0.366	4,508.63		517,950.84
272	B2	4	28	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.083	0.311	4,327.13		497,100.12
273	B2	5	29	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
274	B2	5	30	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
275	B2	5	31	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.090	0.381	4,558.13		523,682.98
276	B2	5	32	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.060	0.270	4,191.00		443,952.63
277	B2	5	33	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.113	0.366	4,508.63		517,950.84
278	B2	5	34	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.083	0.311	4,327.13		497,100.12
279	B2	6	35	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
280	B2	6	36	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
281	B2	6	37	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.090	0.426	4,706.63		540,744.15
282	B2	6	38	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.060	0.315	4,339.50		459,683.24
283	B2	6	39	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.113	0.411	4,657.13		535,010.52
284	B2	6	40	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.083	0.356	4,475.63		514,159.80
285	B2	7	41	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
286	B2	7	42	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
287	B2	7	43	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.090	0.426	4,706.63		540,744.15
288	B2	7	44	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.060	0.315	4,339.50		459,683.24
289	B2	7	45	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.113	0.411	4,657.13		535,010.52
290	B2	7	46	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.083	0.356	4,475.63		514,159.80
291	B2	8	47	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
292	B2	8	48	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
293	B2	8	49	Konut	2+1	GD-GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.090	0.426	4,706.63		540,744.15
294	B2	8	50	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.060	0.315	4,339.50		459,683.24
295	B2	8	51	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.113	0.411	4,657.13		535,010.52
296	B2	8	52	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.083	0.356	4,475.63		514,159.80
297	B2	9	53	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
298	B2	9	54	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
299	B2	9	55	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.090	0.426	4,706.63		540,744.15
300	B2	9	56	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.060	0.315	4,339.50		459,683.24
301	B2	9	57	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.113	0.411	4,657.13		535,010.52
302	B2	9	58	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.083	0.356	4,475.63		514,159.80
303	B2	10	59	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
304	B2	10	60	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.165	0.060	0.401	4,624.13		531,265.72
305	B2	10	61	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.090	0.456	4,805.63		552,118.26
306	B2	10	62	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.060	0.345	4,438.50		470,170.31

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
307	B2	10	63	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.113	0.441	4,756.13		546,383.64
308	B2	10	64	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.083	0.386	4,574.63		525,532.92
309	B2	11	65	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
310	B2	11	66	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.165	0.060	0.401	4,624.13		531,265.72
311	B2	11	67	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.090	0.456	4,805.63		552,118.26
312	B2	11	68	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.060	0.345	4,438.50		470,170.31
313	B2	11	69	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.113	0.441	4,756.13		546,383.64
314	B2	11	70	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.083	0.386	4,574.63		525,532.92
315	B2	12	71	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
316	B2	12	72	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.165	0.060	0.401	4,624.13		531,265.72
317	B2	12	73	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.090	0.456	4,805.63		552,118.26
318	B2	12	74	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.060	0.345	4,438.50		470,170.31
319	B2	12	75	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.113	0.441	4,756.13		546,383.64
320	B2	12	76	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.083	0.386	4,574.63		525,532.92
321	B2	13	77	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
322	B2	13	78	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.150	0.060	0.386	4,574.63		525,578.67
323	B2	13	79	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.090	0.456	4,805.63		552,118.26
324	B2	13	80	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.060	0.345	4,438.50		470,170.31
325	B2	13	81	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.113	0.441	4,756.13		546,383.64
326	B2	13	82	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.083	0.386	4,574.63		525,532.92
327	B2	14	83	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
328	B2	14	84	Konut	2+1	GD GB	116.15		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.090	0.456	4,805.63		558,173.34
329	B2	14	85	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.150	0.060	0.330	4,389.00		464,926.77
330	B2	14	86	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.150	0.113	0.426	4,706.63		540,697.08
331	B2	14	87	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.083	0.386	4,574.63		525,532.92
332	B2	15	88	Konut	2+1	KD	107.33		3,300.00	0.045	0.050	0.150	0.030	0.275	4,207.50		451,590.98

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
333	B2	15	89	Konut	2+1	GD GB	117.53		3,300.00	0.045	0.156	0.150	0.090	0.441	4,756.13		558,987.37
334	B2	15	90	Konut	2+1	KD KB	116.15		3,300.00	0.045	0.094	0.150	0.083	0.371	4,525.13		525,593.27
335	B3	Z	1	Konut	3+1	KD GD	150.84		3,250.00	0.045	0.131	0.00	0.060	0.236	4,017.81		606,046.84
336	B3	Z	2	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.00	0.083	0.284	4,236.38		486,717.12
337	B3	Z	3	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.00	0.053	0.173	3,869.25		409,869.65
338	B3	Z	4	Konut	2+1	KB GB	114.89		3,300.00	0.045	0.119	0.00	0.060	0.224	4,038.38		463,968.90
339	B3	Z	5	Konut	3+1	KD KB	139.08		3,250.00	0.045	0.094	0.00	0.038	0.176	3,822.81		531,676.76
340	B3	1	6	Konut	3+1	KD GD	150.84		3,250.00	0.045	0.131	0.045	0.060	0.281	4,164.06		628,107.19
341	B3	1	7	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.045	0.083	0.329	4,384.88		503,778.29
342	B3	1	8	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.045	0.053	0.218	4,017.75		425,600.26
343	B3	1	9	Konut	2+1	KB GB	114.89		3,300.00	0.045	0.119	0.045	0.060	0.269	4,186.88		481,030.07
344	B3	1	10	Konut	3+1	KD KB	139.08		3,250.00	0.045	0.094	0.045	0.038	0.221	3,969.06		552,017.21
345	B3	2	11	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
346	B3	2	12	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
347	B3	2	13	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.083	0.374	4,533.38		520,839.45
348	B3	2	14	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.053	0.263	4,166.25		441,330.86
349	B3	2	15	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.060	0.314	4,335.38		498,047.88
350	B3	2	16	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.038	0.266	4,178.63		480,040.44
351	B3	3	17	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
352	B3	3	18	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
353	B3	3	19	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.083	0.374	4,533.38		520,839.45
354	B3	3	20	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.053	0.263	4,166.25		441,330.86
355	B3	3	21	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.060	0.314	4,335.38		498,047.88
356	B3	3	22	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.038	0.266	4,178.63		480,040.44
357	B3	4	23	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
358	B3	4	24	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
359	B3	4	25	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.083	0.374	4,533.38		520,839.45
360	B3	4	26	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.053	0.263	4,166.25		441,330.86
361	B3	4	27	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.060	0.314	4,335.38		498,047.88
362	B3	4	28	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.038	0.266	4,178.63		480,040.44
363	B3	5	29	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.090	0.030	0.215	4,009.50		424,726.34
364	B3	5	30	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.090	0.060	0.326	4,376.63		502,830.45
365	B3	5	31	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.090	0.083	0.374	4,533.38		520,839.45
366	B3	5	32	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.090	0.053	0.263	4,166.25		441,330.86
367	B3	5	33	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.090	0.060	0.314	4,335.38		498,047.88
368	B3	5	34	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.090	0.038	0.266	4,178.63		480,040.44
369	B3	6	35	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
370	B3	6	36	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
371	B3	6	37	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.083	0.419	4,681.88		537,900.62
372	B3	6	38	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.053	0.308	4,314.75		457,061.47
373	B3	6	39	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.060	0.359	4,483.88		515,107.56
374	B3	6	40	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.038	0.311	4,327.13		497,100.12
375	B3	7	41	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
376	B3	7	42	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
377	B3	7	43	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.083	0.419	4,681.88		537,900.62
378	B3	7	44	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.053	0.308	4,314.75		457,061.47
379	B3	7	45	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.060	0.359	4,483.88		515,107.56
380	B3	7	46	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.038	0.311	4,327.13		497,100.12
381	B3	8	47	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
382	B3	8	48	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
383	B3	8	49	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.083	0.419	4,681.88		537,900.62
384	B3	8	50	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.053	0.308	4,314.75		457,061.47

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
385	B3	8	51	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.060	0.359	4,483.88		515,107.56
386	B3	8	52	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.038	0.311	4,327.13		497,100.12
387	B3	9	53	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.135	0.030	0.260	4,158.00		440,456.94
388	B3	9	54	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.135	0.060	0.371	4,525.13		519,891.61
389	B3	9	55	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.135	0.083	0.419	4,681.88		537,900.62
390	B3	9	56	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.135	0.053	0.308	4,314.75		457,061.47
391	B3	9	57	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.135	0.060	0.359	4,483.88		515,107.56
392	B3	9	58	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.135	0.038	0.311	4,327.13		497,100.12
393	B3	10	59	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
394	B3	10	60	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.165	0.060	0.401	4,624.13		531,265.72
395	B3	10	61	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.083	0.449	4,780.88		549,274.73
396	B3	10	62	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.053	0.338	4,413.75		467,548.54
397	B3	10	63	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.060	0.389	4,582.88		526,480.68
398	B3	10	64	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.038	0.341	4,426.13		508,473.24
399	B3	11	65	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
400	B3	11	66	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.165	0.060	0.401	4,624.13		531,265.72
401	B3	11	67	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.083	0.449	4,780.88		549,274.73
402	B3	11	68	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.053	0.338	4,413.75		467,548.54
403	B3	11	69	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.060	0.389	4,582.88		526,480.68
404	B3	11	70	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.038	0.341	4,426.13		508,473.24
405	B3	12	71	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
406	B3	12	72	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.165	0.060	0.401	4,624.13		531,265.72
407	B3	12	73	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.083	0.449	4,780.88		549,274.73
408	B3	12	74	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.053	0.338	4,413.75		467,548.54
409	B3	12	75	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.060	0.389	4,582.88		526,480.68
410	B3	12	76	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.038	0.341	4,426.13		508,473.24

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
411	B3	13	77	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
412	B3	13	78	Konut	2+1	KD GD	114.89		3,300.00	0.045	0.131	0.150	0.060	0.386	4,574.63		525,578.67
413	B3	13	79	Konut	2+1	GD GB	114.89		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.083	0.449	4,780.88		549,274.73
414	B3	13	80	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.165	0.053	0.338	4,413.75		467,548.54
415	B3	13	81	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.165	0.060	0.389	4,582.88		526,480.68
416	B3	13	82	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.038	0.341	4,426.13		508,473.24
417	B3	14	83	Konut	2+1	KD	105.93		3,300.00	0.045	0.050	0.165	0.030	0.290	4,257.00		450,944.01
418	B3	14	84	Konut	2+1	GD GB	116.15		3,300.00	0.045	0.156	0.165	0.083	0.449	4,780.88		555,298.63
419	B3	14	85	Konut	2+1	GB	105.93		3,300.00	0.045	0.075	0.150	0.053	0.323	4,364.25		462,305.00
420	B3	14	86	Konut	2+1	KB GB	114.88		3,300.00	0.045	0.119	0.150	0.060	0.374	4,533.38		520,794.12
421	B3	14	87	Konut	2+1	KD KB	114.88		3,300.00	0.045	0.094	0.165	0.038	0.341	4,426.13		508,473.24
422	B3	15	88	Konut	2+1	KD	107.33		3,300.00	0.045	0.050	0.150	0.030	0.275	4,207.50		451,590.98
423	B3	15	89	Konut	2+1	GD GB	117.53		3,300.00	0.045	0.156	0.150	0.083	0.434	4,731.38		556,078.50
424	B3	15	90	Konut	2+1	KD KB	116.15		3,300.00	0.045	0.094	0.150	0.038	0.326	4,376.63		508,344.99
425	C1	B	1	Konut	3+1	KD GD	159.84		3,250.00	0.030	0.131	-0.030	0.105	0.24	4,017.81		642,207.15
426	C1	B	2	Konut	4+1	GD GB	200.23		3,250.00	0.030	0.156	-0.030	0.113	0.27	4,123.44		825,635.89
427	C1	Z	3	Konut	3+1	KD GD	160.41		3,250.00	0.030	0.131	0.000	0.105	0.27	4,115.31		660,137.28
428	C1	Z	4	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.000	0.113	0.30	4,220.94		708,948.66
429	C1	Z	5	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.000	0.060	0.17	3,844.50		445,423.77
430	C1	Z	6	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.000	0.068	0.22	3,952.81		663,914.39
431	C1	Z	7	Konut	3+1	KD KB	160.41		3,250.00	0.030	0.094	0.000	0.015	0.14	3,700.94		593,667.38
432	C1	1	8	Konut	3+1	KD GD	160.41		3,250.00	0.030	0.131	0.045	0.105	0.31	4,261.56		683,597.24
433	C1	1	9	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.045	0.113	0.34	4,367.19		733,512.81
434	C1	1	10	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.045	0.060	0.21	3,993.00		462,628.98
435	C1	1	11	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.045	0.068	0.26	4,099.06		688,478.54
436	C1	1	12	Konut	3+1	KD KB	160.41		3,250.00	0.030	0.094	0.045	0.015	0.18	3,847.19		617,127.35

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
437	C1	2	13	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.090	0.105	0.36	4,407.81		805,527.73
438	C1	2	14	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.090	0.113	0.39	4,513.44		758,076.96
439	C1	2	15	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.090	0.060	0.26	4,141.50		479,834.19
440	C1	2	16	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.090	0.068	0.31	4,245.31		713,042.69
441	C1	2	17	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.090	0.015	0.23	3,993.44		729,800.70
442	C1	3	18	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.090	0.105	0.36	4,407.81		805,527.73
443	C1	3	19	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.090	0.113	0.39	4,513.44		758,076.96
444	C1	3	20	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.090	0.060	0.26	4,141.50		479,834.19
445	C1	3	21	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.090	0.068	0.31	4,245.31		713,042.69
446	C1	3	22	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.090	0.015	0.23	3,993.44		729,800.70
447	C1	4	23	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.090	0.105	0.36	4,407.81		805,527.73
448	C1	4	24	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.090	0.113	0.39	4,513.44		758,076.96
449	C1	4	25	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.090	0.060	0.26	4,141.50		479,834.19
450	C1	4	26	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.090	0.068	0.31	4,245.31		713,042.69
451	C1	4	27	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.090	0.015	0.23	3,993.44		729,800.70
452	C1	5	28	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.090	0.105	0.36	4,407.81		805,527.73
453	C1	5	29	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.090	0.113	0.39	4,513.44		758,076.96
454	C1	5	30	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.090	0.060	0.26	4,141.50		479,834.19
455	C1	5	31	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.090	0.068	0.31	4,245.31		713,042.69
456	C1	5	32	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.090	0.015	0.23	3,993.44		729,800.70
457	C1	6	33	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.135	0.105	0.40	4,554.06		832,254.92
458	C1	6	34	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.135	0.113	0.43	4,659.69		782,641.11
459	C1	6	35	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.135	0.060	0.30	4,290.00		497,039.40
460	C1	6	36	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.135	0.068	0.35	4,391.56		737,606.84
461	C1	6	37	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.135	0.015	0.27	4,139.69		756,527.89
462	C1	7	38	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.135	0.105	0.40	4,554.06		832,254.92

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m ²)	Teras Alanı (m ²)	Birim Değer (TL/m ²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m ²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m ²)	Değer (TL)
463	C1	7	39	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.135	0.113	0.43	4,659.69		782,641.11
464	C1	7	40	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.135	0.060	0.30	4,290.00		497,039.40
465	C1	7	41	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.135	0.068	0.35	4,391.56		737,606.84
466	C1	7	42	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.135	0.015	0.27	4,139.69		756,527.89
467	C1	8	43	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.135	0.105	0.40	4,554.06		832,254.92
468	C1	8	44	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.135	0.113	0.43	4,659.69		782,641.11
469	C1	8	45	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.135	0.060	0.30	4,290.00		497,039.40
470	C1	8	46	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.135	0.068	0.35	4,391.56		737,606.84
471	C1	8	47	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.135	0.015	0.27	4,139.69		756,527.89
472	C1	9	48	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.135	0.105	0.40	4,554.06		832,254.92
473	C1	9	49	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.135	0.113	0.43	4,659.69		782,641.11
474	C1	9	50	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.135	0.060	0.30	4,290.00		497,039.40
475	C1	9	51	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.135	0.068	0.35	4,391.56		737,606.84
476	C1	9	52	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.135	0.015	0.27	4,139.69		756,527.89
477	C1	10	53	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.165	0.105	0.43	4,651.56		850,073.05
478	C1	10	54	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.165	0.113	0.46	4,757.19		799,017.21
479	C1	10	55	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.165	0.060	0.33	4,389.00		508,509.54
480	C1	10	56	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.165	0.068	0.38	4,489.06		753,982.94
481	C1	10	57	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.165	0.015	0.30	4,237.19		774,346.02
482	C1	11	58	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.165	0.105	0.43	4,651.56		850,073.05
483	C1	11	59	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.165	0.113	0.46	4,757.19		799,017.21
484	C1	11	60	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.165	0.060	0.33	4,389.00		508,509.54
485	C1	11	61	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.165	0.068	0.38	4,489.06		753,982.94
486	C1	11	62	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.165	0.015	0.30	4,237.19		774,346.02
487	C1	12	63	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.165	0.105	0.43	4,651.56		850,073.05
488	C1	12	64	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.165	0.113	0.46	4,757.19		799,017.21

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
489	C1	12	65	Konut	2+1	GB	115.86		3,300.00	0.030	0.075	0.165	0.060	0.33	4,389.00		508,509.54
490	C1	12	66	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.165	0.068	0.38	4,489.06		753,982.94
491	C1	12	67	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.165	0.015	0.30	4,237.19		774,346.02
492	C1	13	68	Konut	4+1	KD GD	182.75		3,250.00	0.030	0.131	0.150	0.105	0.42	4,602.81		841,163.98
493	C1	13	69	Konut	3+1	GD GB	167.96		3,250.00	0.030	0.156	0.150	0.113	0.45	4,708.44		790,829.16
494	C1	13	70	Konut	2+1	GB	115.96		3,300.00	0.030	0.075	0.165	0.060	0.33	4,389.00		508,948.44
495	C1	13	71	Konut	3+1	KB GB	167.96		3,250.00	0.030	0.119	0.165	0.068	0.38	4,489.06		753,982.94
496	C1	13	72	Konut	4+1	KD KB	182.75		3,250.00	0.030	0.094	0.150	0.015	0.29	4,188.44		765,436.95
497	C1	14	73	Konut	2+1	GB	117.10		3,300.00	0.030	0.075	0.150	0.060	0.32	4,339.50		508,155.45
498	C1	14	74	Konut	3+1	KB GB	169.06		3,250.00	0.030	0.119	0.150	0.068	0.37	4,440.31		750,679.23
499	C2	B	1	Konut	3+1	K-D	159.84		3,250.00	0.030	0.100	-0.030	0.038	0.14	3,696.88		590,908.50
500	C2	B	2	Konut	4+1	G-D	200.23		3,250.00	0.030	0.163	-0.030	0.083	0.25	4,046.25		810,180.64
501	C2	Z	3	Konut	3+1	K-D	160.41		3,250.00	0.030	0.100	0.000	0.038	0.17	3,794.38		608,655.69
502	C2	Z	4	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.000	0.083	0.28	4,143.75		695,984.25
503	C2	Z	5	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.000	0.053	0.17	3,861.00		447,335.46
504	C2	Z	6	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.000	0.060	0.24	4,030.00		676,878.80
505	C2	Z	7	Konut	3+1	K-B	160.41		3,250.00	0.030	0.088	0.000	0.015	0.13	3,680.63		590,409.06
506	C2	1	8	Konut	3+1	K-D	160.41		3,250.00	0.030	0.100	0.045	0.038	0.21	3,940.63		632,115.66
507	C2	1	9	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.045	0.083	0.32	4,290.00		720,548.40
508	C2	1	10	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.045	0.053	0.22	4,009.50		464,540.67
509	C2	1	11	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.045	0.060	0.29	4,176.25		701,442.95
510	C2	1	12	Konut	3+1	K-B	160.41		3,250.00	0.030	0.088	0.045	0.015	0.18	3,826.88		613,869.02
511	C2	2	13	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.090	0.038	0.26	4,086.88		746,876.41
512	C2	2	14	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.090	0.083	0.37	4,436.25		745,112.55
513	C2	2	15	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.090	0.053	0.26	4,158.00		481,745.88
514	C2	2	16	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.090	0.060	0.33	4,322.50		726,007.10
515	C2	2	17	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.090	0.015	0.22	3,973.13		726,088.59

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
516	C2	3	18	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.090	0.038	0.26	4,086.88		746,876.41
517	C2	3	19	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.090	0.083	0.37	4,436.25		745,112.55
518	C2	3	20	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.090	0.053	0.26	4,158.00		481,745.88
519	C2	3	21	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.090	0.060	0.33	4,322.50		726,007.10
520	C2	3	22	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.090	0.015	0.22	3,973.13		726,088.59
521	C2	4	23	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.090	0.038	0.26	4,086.88		746,876.41
522	C2	4	24	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.090	0.083	0.37	4,436.25		745,112.55
523	C2	4	25	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.090	0.053	0.26	4,158.00		481,745.88
524	C2	4	26	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.090	0.060	0.33	4,322.50		726,007.10
525	C2	4	27	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.090	0.015	0.22	3,973.13		726,088.59
526	C2	5	28	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.090	0.038	0.26	4,086.88		746,876.41
527	C2	5	29	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.090	0.083	0.37	4,436.25		745,112.55
528	C2	5	30	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.090	0.053	0.26	4,158.00		481,745.88
529	C2	5	31	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.090	0.060	0.33	4,322.50		726,007.10
530	C2	5	32	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.090	0.015	0.22	3,973.13		726,088.59
531	C2	6	33	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.135	0.038	0.30	4,233.13		773,603.59
532	C2	6	34	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.135	0.083	0.41	4,582.50		769,676.70
533	C2	6	35	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.135	0.053	0.31	4,306.50		498,951.09
534	C2	6	36	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.135	0.060	0.38	4,468.75		750,571.25
535	C2	6	37	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.135	0.015	0.27	4,119.38		752,815.78
536	C2	7	38	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.135	0.038	0.30	4,233.13		773,603.59
537	C2	7	39	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.135	0.083	0.41	4,582.50		769,676.70
538	C2	7	40	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.135	0.053	0.31	4,306.50		498,951.09
539	C2	7	41	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.135	0.060	0.38	4,468.75		750,571.25
540	C2	7	42	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.135	0.015	0.27	4,119.38		752,815.78
541	C2	8	43	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.135	0.038	0.30	4,233.13		773,603.59

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
542	C2	8	44	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.135	0.083	0.41	4,582.50		769,676.70
543	C2	8	45	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.135	0.053	0.31	4,306.50		498,951.09
544	C2	8	46	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.135	0.060	0.38	4,468.75		750,571.25
545	C2	8	47	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.135	0.015	0.27	4,119.38		752,815.78
546	C2	9	48	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.135	0.038	0.30	4,233.13		773,603.59
547	C2	9	49	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.135	0.083	0.41	4,582.50		769,676.70
548	C2	9	50	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.135	0.053	0.31	4,306.50		498,951.09
549	C2	9	51	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.135	0.060	0.38	4,468.75		750,571.25
550	C2	9	52	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.135	0.015	0.27	4,119.38		752,815.78
551	C2	10	53	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.165	0.038	0.33	4,330.63		791,421.72
552	C2	10	54	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.165	0.083	0.44	4,680.00		786,052.80
553	C2	10	55	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.165	0.053	0.34	4,405.50		510,421.23
554	C2	10	56	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.165	0.060	0.41	4,566.25		766,947.35
555	C2	10	57	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.165	0.015	0.30	4,216.88		770,633.91
556	C2	11	58	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.165	0.038	0.33	4,330.63		791,421.72
557	C2	11	59	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.165	0.083	0.44	4,680.00		786,052.80
558	C2	11	60	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.165	0.053	0.34	4,405.50		510,421.23
559	C2	11	61	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.165	0.060	0.41	4,566.25		766,947.35
560	C2	11	62	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.165	0.015	0.30	4,216.88		770,633.91
561	C2	12	63	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.165	0.038	0.33	4,330.63		791,421.72
562	C2	12	64	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.165	0.083	0.44	4,680.00		786,052.80
563	C2	12	65	Konut	2+1	G	115.86		3,300.00	0.030	0.088	0.165	0.053	0.34	4,405.50		510,421.23
564	C2	12	66	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.165	0.060	0.41	4,566.25		766,947.35
565	C2	12	67	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.165	0.015	0.30	4,216.88		770,633.91
566	C2	13	68	Konut	4+1	K-D	182.75		3,250.00	0.030	0.100	0.150	0.038	0.32	4,281.88		782,512.66
567	C2	13	69	Konut	3+1	G-D	167.96		3,250.00	0.030	0.163	0.150	0.083	0.43	4,631.25		777,864.75

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
568	C2	13	70	Konut	2+1	G	115.96		3,300.00	0.030	0.088	0.165	0.053	0.34	4,405.50		510,861.78
569	C2	13	71	Konut	3+1	G-B	167.96		3,250.00	0.030	0.150	0.165	0.060	0.41	4,566.25		766,947.35
570	C2	13	72	Konut	4+1	K-B	182.75		3,250.00	0.030	0.088	0.150	0.015	0.28	4,168.13		761,724.84
571	C2	14	73	Konut	2+1	G	117.10		3,300.00	0.030	0.088	0.150	0.053	0.32	4,356.00		510,087.60
572	C2	14	74	Konut	3+1	G-B	169.06		3,250.00	0.030	0.150	0.150	0.060	0.39	4,517.50		763,728.55
573	D1	B	1	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	-0.030	0.030	0.065	3,514.50		396,013.86
574	D1	B	2	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	-0.030	0.083	0.224	3,977.19		595,345.20
575	D1	B	3	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	-0.030	0.053	0.113	3,671.25		412,832.06
576	D1	B	4	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	-0.030	0.053	0.113	3,671.25		412,832.06
577	D1	Z	5	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.000	0.030	0.095	3,613.50		407,169.18
578	D1	Z	6	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.000	0.083	0.254	4,074.69		609,939.97
579	D1	Z	7	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.000	0.053	0.143	3,770.25		423,964.61
580	D1	Z	8	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.000	0.053	0.143	3,770.25		423,964.61
581	D1	Z	9	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.000	0.060	0.194	3,879.69		580,750.42
582	D1	1	10	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.045	0.030	0.140	3,762.00		423,902.16
583	D1	1	11	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.045	0.083	0.299	4,220.94		631,832.13
584	D1	1	12	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.045	0.053	0.188	3,918.75		440,663.44
585	D1	1	13	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.045	0.053	0.188	3,918.75		440,663.44
586	D1	1	14	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.045	0.060	0.239	4,025.94		602,642.58
587	D1	2	15	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.090	0.030	0.185	3,910.50		440,635.14
588	D1	2	16	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.090	0.083	0.344	4,367.19		653,724.30
589	D1	2	17	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
590	D1	2	18	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
591	D1	2	19	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.090	0.060	0.284	4,172.19		624,534.75
592	D1	3	20	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.090	0.030	0.185	3,910.50		440,635.14
593	D1	3	21	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.090	0.083	0.344	4,367.19		653,724.30

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
594	D1	3	22	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
595	D1	3	23	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
596	D1	3	24	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.090	0.060	0.284	4,172.19		624,534.75
597	D1	4	25	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.090	0.030	0.185	3,910.50		440,635.14
598	D1	4	26	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.090	0.083	0.344	4,367.19		653,724.30
599	D1	4	27	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
600	D1	4	28	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
601	D1	4	29	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.090	0.060	0.284	4,172.19		624,534.75
602	D1	5	30	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.090	0.030	0.185	3,910.50		440,635.14
603	D1	5	31	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.090	0.083	0.344	4,367.19		653,724.30
604	D1	5	32	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
605	D1	5	33	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
606	D1	5	34	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.090	0.060	0.284	4,172.19		624,534.75
607	D1	6	35	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.135	0.030	0.230	4,059.00		457,368.12
608	D1	6	36	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.135	0.083	0.389	4,513.44		675,616.46
609	D1	6	37	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
610	D1	6	38	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
611	D1	6	39	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.135	0.060	0.329	4,318.44		646,426.91
612	D1	7	40	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.135	0.030	0.230	4,059.00		457,368.12
613	D1	7	41	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.135	0.083	0.389	4,513.44		675,616.46
614	D1	7	42	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
615	D1	7	43	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
616	D1	7	44	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.135	0.060	0.329	4,318.44		646,426.91
617	D1	8	45	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.135	0.030	0.230	4,059.00		457,368.12
618	D1	8	46	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.135	0.083	0.389	4,513.44		675,616.46
619	D1	8	47	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m ²)	Teras Alanı (m ²)	Birim Değer (TL/m ²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m ²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m ²)	Değer (TL)
620	D1	8	48	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
621	D1	8	49	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.135	0.060	0.329	4,318.44		646,426.91
622	D1	9	50	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.135	0.030	0.230	4,059.00		457,368.12
623	D1	9	51	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.135	0.083	0.389	4,513.44		675,616.46
624	D1	9	52	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
625	D1	9	53	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
626	D1	9	54	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.135	0.060	0.329	4,318.44		646,426.91
627	D1	10	55	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.165	0.030	0.260	4,158.00		468,523.44
628	D1	10	56	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.165	0.083	0.419	4,610.94		690,211.23
629	D1	10	57	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
630	D1	10	58	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
631	D1	10	59	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.165	0.060	0.359	4,415.94		661,021.68
632	D1	11	60	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.165	0.030	0.260	4,158.00		468,523.44
633	D1	11	61	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.165	0.083	0.419	4,610.94		690,211.23
634	D1	11	62	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
635	D1	11	63	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
636	D1	11	64	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.165	0.060	0.359	4,415.94		661,021.68
637	D1	12	65	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.165	0.030	0.260	4,158.00		468,523.44
638	D1	12	66	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.150	0.083	0.404	4,562.19		682,913.85
639	D1	12	67	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.150	0.053	0.293	4,265.25		479,627.36
640	D1	12	68	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
641	D1	12	69	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.165	0.060	0.359	4,415.94		661,021.68
642	D1	13	70	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.165	0.030	0.260	4,158.00		468,523.44
643	D1	13	71	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
644	D1	13	72	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.165	0.060	0.359	4,415.94		661,021.68
645	D1	14	73	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.150	0.030	0.245	4,108.50		462,945.78
646	D1	14	74	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.150	0.053	0.293	4,265.25		479,627.36

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
647	D1	14	75	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.150	0.060	0.344	4,367.19		653,724.30
648	D2	Z	1	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.000	0.083	0.254	4,074.69		609,939.97
649	D2	Z	2	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.000	0.053	0.143	3,770.25		423,964.61
650	D2	Z	3	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.000	0.053	0.143	3,770.25		423,964.61
651	D2	Z	4	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.000	0.060	0.194	3,879.69		580,750.42
652	D2	Z	5	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.000	0.030	0.095	3,613.50		407,169.18
653	D2	1	6	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.045	0.083	0.299	4,220.94		631,832.13
654	D2	1	7	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.045	0.053	0.188	3,918.75		440,663.44
655	D2	1	8	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.045	0.053	0.188	3,918.75		440,663.44
656	D2	1	9	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.045	0.060	0.239	4,025.94		602,642.58
657	D2	1	10	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.045	0.030	0.140	3,762.00		423,902.16
658	D2	2	11	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.090	0.083	0.344	4,367.19		653,724.30
659	D2	2	12	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
660	D2	2	13	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
661	D2	2	14	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.090	0.060	0.284	4,172.19		624,534.75
662	D2	2	15	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.090	0.030	0.185	3,910.50		440,635.14
663	D2	3	16	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.090	0.083	0.344	4,367.19		653,724.30
664	D2	3	17	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
665	D2	3	18	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
666	D2	3	19	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.090	0.060	0.284	4,172.19		624,534.75
667	D2	3	20	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.090	0.030	0.185	3,910.50		440,635.14
668	D2	4	21	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.090	0.083	0.344	4,367.19		653,724.30
669	D2	4	22	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
670	D2	4	23	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
671	D2	4	24	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.090	0.060	0.284	4,172.19		624,534.75
672	D2	4	25	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.090	0.030	0.185	3,910.50		440,635.14

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
673	D2	5	26	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.090	0.083	0.344	4,367.19		653,724.30
674	D2	5	27	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
675	D2	5	28	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.090	0.053	0.233	4,067.25		457,362.26
676	D2	5	29	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.090	0.060	0.284	4,172.19		624,534.75
677	D2	5	30	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.090	0.030	0.185	3,910.50		440,635.14
678	D2	6	31	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.135	0.083	0.389	4,513.44		675,616.46
679	D2	6	32	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
680	D2	6	33	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
681	D2	6	34	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.135	0.060	0.329	4,318.44		646,426.91
682	D2	6	35	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.135	0.030	0.230	4,059.00		457,368.12
683	D2	7	36	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.135	0.083	0.389	4,513.44		675,616.46
684	D2	7	37	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
685	D2	7	38	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
686	D2	7	39	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.135	0.060	0.329	4,318.44		646,426.91
687	D2	7	40	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.135	0.030	0.230	4,059.00		457,368.12
688	D2	8	41	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.135	0.083	0.389	4,513.44		675,616.46
689	D2	8	42	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
690	D2	8	43	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
691	D2	8	44	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.135	0.060	0.329	4,318.44		646,426.91
692	D2	8	45	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.135	0.030	0.230	4,059.00		457,368.12
693	D2	9	46	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.135	0.083	0.389	4,513.44		675,616.46
694	D2	9	47	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
695	D2	9	48	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.135	0.053	0.278	4,215.75		474,061.09
696	D2	9	49	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.135	0.060	0.329	4,318.44		646,426.91
697	D2	9	50	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.135	0.030	0.230	4,059.00		457,368.12
698	D2	10	51	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.165	0.083	0.419	4,610.94		690,211.23

Sıra	Bl	Kat	BB No	Nit.	Tip	Yön	Brüt Alan (m²)	Teras Alanı (m²)	Birim Değer (TL/m²)	Bl.Düz. (Ağırlık 0.30)	Yön Düz. (Ağırlık 0.25)	Kat Düz. (Ağırlık 0.30)	Manzara / Cephe Düz. (Ağırlık 0.15)	Toplam Düz.	Şerefiyeli Birim Değer (TL/m²)	Açık Teras Birim Değer (TL/m²)	Değer (TL)
699	D2	10	52	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
700	D2	10	53	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
701	D2	10	54	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.165	0.060	0.359	4,415.94		661,021.68
702	D2	10	55	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.165	0.030	0.260	4,158.00		468,523.44
703	D2	11	56	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.165	0.083	0.419	4,610.94		690,211.23
704	D2	11	57	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
705	D2	11	58	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
706	D2	11	59	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.165	0.060	0.359	4,415.94		661,021.68
707	D2	11	60	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.165	0.030	0.260	4,158.00		468,523.44
708	D2	12	61	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.165	0.083	0.419	4,610.94		690,211.23
709	D2	12	62	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
710	D2	12	63	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
711	D2	12	64	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.165	0.060	0.359	4,415.94		661,021.68
712	D2	12	65	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.165	0.030	0.260	4,158.00		468,523.44
713	D2	13	66	Konut	3+1	GD GB	149.69		3,250.00	0.015	0.156	0.165	0.083	0.419	4,610.94		690,211.23
714	D2	13	67	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
715	D2	13	68	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.150	0.053	0.293	4,265.25		479,627.36
716	D2	13	69	Konut	3+1	KB GB	149.69		3,250.00	0.015	0.119	0.150	0.060	0.344	4,367.19		653,724.30
717	D2	13	70	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.165	0.030	0.260	4,158.00		468,523.44
718	D2	14	71	Konut	3+1	GD GB	149.49		3,250.00	0.015	0.156	0.165	0.083	0.419	4,610.94		689,289.05
719	D2	14	72	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.165	0.053	0.308	4,314.75		485,193.64
720	D2	14	73	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.165	0.030	0.260	4,158.00		468,523.44
721	D2	15	74	Konut	3+1	GD GB	149.49		3,250.00	0.015	0.156	0.150	0.083	0.404	4,562.19		682,001.41
722	D2	15	75	Konut	2+1	GB	112.45		3,300.00	0.015	0.075	0.150	0.053	0.293	4,265.25		479,627.36
723	D2	15	76	Konut	2+1	KD	112.68		3,300.00	0.015	0.050	0.150	0.030	0.245	4,108.50		462,945.78

ÖZGEÇMİŞ

Adı Soyadı : Lale Heper Baran

Doğum Yeri : Ankara

Doğum Tarihi : 02.08.1981

Medeni Hali : Evli

Eğitim Durumu (Kurum ve Yıl)

Lise : Ankara Kocatepe Mimar Kemal Lisesi (1998)

Lisans : Gazi Üniversitesi, Mühendislik-Mimarlık Fakültesi, Şehir ve Bölge Planlama (2000-2006)

Yüksek Lisans : Ankara Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Gayrimenkul Geliştirme ve Yönetimi (Eylül 2016 - Ocak 2020)

Çalıştığı Kurum/Kurumlar ve Yıl

Anka Gayrimenkul Değerleme Ekspertiz Ltd. Şti. (2007-2009)

De-Ga Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık AŞ (2009-2012)

Anka Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık AŞ (2012-2013)

CLS Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık AŞ (2013-2015)

Smart Kurumsal Gayrimenkul Değerleme ve Danışmanlık AŞ (2015-2016)

Harmoni Gayrimenkul Değerleme AŞ (2017-2018)