

**GAYRİMENKUL GELİŞTİRMEDE FİNANSMAN, PARA
YÖNETİMİ, KARLILIK ANALİZİ VE TÜRKİYE
DEĞERLENDİRMESİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
Şehir Plancısı Cengiz FOAN
(516011004)**

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 05 Mayıs 2003
Tezin Savunulduğu Tarih : 29 Mayıs 2003**

**Tez Danışmanı : Yrd.Doç.Dr. Azime TEZER
Diğer Jüri Üyeleri : Prof.Dr. Fulin BÖLEN
Prof.Dr. Vedia DÖKMECİ**

MAYIS 2003

**GAYRİMENKUL GELİŞTİRMEDE FİNANSMAN,
PARA YÖNETİMİ, KARLILIK ANALİZİ VE
TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Şehir Plancısı Cengiz FOAN

Anabilim Dalı : DİSİPLİNLER ARASI

Programı : GAYRİMENKUL GELİŞTİRME

MAYIS 2003

ÖNSÖZ

Annem ve babam için...

Mayıs 2003

Cengiz FOAN

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	v
TABLO LİSTESİ	vi
ŞEKİL LİSTESİ	vii
ÖZET	viii
SUMMARY	x
1. GİRİŞ	1
1.1 Konunun Belirlenmesi ve Tanıtılması	2
1.2 Amaç	3
1.3 Yöntem	3
1.4 Çalışmanın Kapsamı	4
2. GAYRİMENKUL GELİŞTİRME KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ VE FİNANSAL SİSTEM	6
2.1 Gayrimenkul Geliştirme Tanımı	6
2.2 Gayrimenkul Geliştirme Süreci	10
2.2.1 Geliştirme Süreci Modelleri	10
2.2.2 Geliştirme Sürecinde Aktörler	13
2.3 Finansal Sistem ve Piyasalar	16
2.3.1 Finansal Piyasalar	17
2.3.2 Finansal Sistem ve Finansal Piyasaların Fonksiyonları	21
2.4 Gayrimenkul Geliştirme Kavramının Türkiye’de Gelişimi ve Mevcut Durum	22
3. GAYRİMENKUL GELİŞTİRME FİNANSMANI	26
3.1 Kurumsal Geliştiriciler İçin Genel Olarak Finansman	26
3.1.1 Finansman İçin Sermayenin Akışı	27
3.1.1.1 Borç ve Borçlanma Piyasaları	28
3.1.1.2 Özkaynak ve Özkaynak Piyasaları	30
3.1.2 Vadeye Göre Finansman Şekilleri ve Özel Finansman	34
3.1.3 Gayrimenkul Geliştirmede Kredi Döngüsü	40
3.2 Finansman Kaynakları ve Sistemleri	44
3.2.1 Finansman Kaynakları	47
3.2.2 Finansman Sistemleri	54
3.3 Menkul Kıymet ve İpotek Finansmanı	57
3.3.1 Gayrimenkul Finansmanı Sağlayan Menkul Kıymetler	57
3.3.2 İpotek Kredileri	60
3.3.2.1 Yaygın İpotek Kredileri	61
3.3.2.2 Diğer İpotek Kredileri	64
3.3.2.3 İpotek Kredileri İle İlgili Riskler	66

3.3.3	İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler	67
3.3.4	İpotek Menkul Kıymetleştirmesinin Faydaları	70
3.3.5	Menkul Kıymet ve İpotek Finansmanının Gayrimenkul Geliştirme İçin Önemi	72
3.4	Türkiye’de Finansman Uygulamaları ve Değerlendirmeleri	75
4	GAYRİMENKUL GELİŞTİRMEDE PARA YÖNETİMİ VE KÂRLILIK ANALİZİ	80
4.1	Finansal Analiz ve Yönetim	81
4.1.1	Temel Finansal Tablolar ve Analiz Yöntemleri	83
4.1.1.1	Temel Finansal Tablolar	84
4.1.1.2	Analiz Yöntemleri	88
4.1.1.3	Finansal Analiz Teknikleri	91
4.1.2	Finansal Planlama ve Tahmin	93
4.1.3	Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Yapısı	97
4.1.4	İşletme Sermayesi Yönetimi ve Sermaye Bütçeleme	101
4.1.4.1	Statik ve Dinamik Yöntemler	102
4.1.4.2	Enflasyonun Etkisi	103
4.1.4.3	İşletme Sermayesinin Finansmanı	104
4.2	Yatırım Kararları ve Ekonomik Değerlendirme	107
4.2.1	Geliştirme Projelerinin Analizi ve Fizibilite Etüdüleri	108
4.2.2	Geliştirme Projelerinin Değerlendirilmesi	112
4.3	Gayrimenkul Geliştirme Para Yönetimi Değerlendirmesi	115
4.4	Türkiye’de Gayrimenkul Geliştirme Projeleri ve Para Yönetimi Anlayışı	125
5	GELİŞTİRME SÜRECİ VE KURUMSAL AÇIDAN İKİ PROJE ÖRNEĞİ	128
5.1	Galatasaray Spor Kulübü - Ali Sami Yen Stadı Geliştirme Projesi	129
5.1.1	Proje ve Geliştirme Süreci	134
5.1.2	Galatasaray SK - Kurumsal Analiz	141
5.1.2.1	Yönetici Görüşleri	145
5.1.2.2	Arama Konferansı Sonuçları	150
5.2	Yapı Kredi Koray GYO - İstanbul İstanbul Konut Geliştirme Projesi	153
5.2.1	Proje ve Geliştirme Süreci	153
5.2.2	Yapı Kredi Koray GYO - Kurumsal Analiz	159
5.3	Projelerin Geliştirme Süreci ve Kurumsal Açından Karşılaştırılması- Değerlendirme	160
6	SONUÇ VE ÖNERİLER	165
	KAYNAKLAR	175
	ÖZGEÇMİŞ	179

KISALTMALAR

GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
ULI	: Urban Land Institute
NPV - NBD	: Net Bugünkü Değer
IRR	: İç Verim Oranı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
GS SK	: Galatasaray Spor Kulübü
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği
İAV	: İktisadi Araştırmalar Vakfı
GYODER	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı Derneği

TABLO LİSTESİ**Sayfa No**

Tablo 2.1.	Gayrimenkul Sektörü Avantaj ve Dezavantajları	8
Tablo 4.1.	Oran Analizi Rasyoları	94
Tablo 5.1.	Galatasaray SK Stadyum Projesi Ekibi	137
Tablo 5.2.	Ali Sami Yen Stadı Kira Durumu	138
Tablo 5.3.	Giş Harici Gelirlerin Eski ve Yeni Stadyumda Durumu	140
Tablo 5.4.	Stadyum Projesi Gelir Kaynakları	140
Tablo 5.5.	Stadyum Projesi Giş Gelirleri	140
Tablo 5.6.	Stadyum Projesi Giş Harici Gelirler	141
Tablo 5.7.	Stadyum Projesi Bütçelenen Nakit Akış	142
Tablo 5.8.	İstanbul İstanbul Projesi Bütçelenen	157
Tablo 5.9.	İstanbul İstanbul Projesi Gerçekleşen	157
Tablo 5.10.	İstanbul İstanbul Projesi Özkaynak Getirisi	158

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 2.1.	Geliştirme Süreci Modelleri	14
Şekil 2.2.	Ekonomik Sistemde Piyasalar	18
Şekil 2.3.	Finansal Sistem ve Finansal Piyasaların Fonksiyonları	21
Şekil 3.1.	Sermaye Akışı	28
Şekil 3.2.	Özkaynak Yatırımı Organizasyon Şekilleri	31
Şekil 3.3.	Gayrimenkul Geliştirmede Kredi Döngüsü	40
Şekil 3.4.	Ekonomide Sektörler	47
Şekil 3.5.	Gayrimenkul Finansman Kaynakları	48
Şekil 3.6.	Finansman Sistemleri	54
Şekil 4.1.	Finansal Tablolar Analizi	89
Şekil 4.2.	Finansal Tablolarda Analiz Teknikleri	91
Şekil 4.3.	İşletme Sermayesi Finansmanı	104
Şekil 4.4.	Gayrimenkul Geliştirme Süreci	109
Şekil 4.5.	Proje Yapım Kararı İş Akış Şeması	110
Şekil 5.1.	Ali Sami Yen Stadyumu	135
Şekil 5.2.	Planlanan Yeni Ali Sami Yen Stadyumu	136
Şekil 5.3.	Yeni Ali Sami Yen Stadyumu	138
Şekil 5.4.	Galatasaray SK Faaliyet Yapılanması – Alternatif 1	152
Şekil 5.5.	Galatasaray SK Faaliyet Yapılanması – Alternatif 2	152
Şekil 5.6.	İstanbul İstanbul Vaziyet Planı – I. ve II. Faz	154
Şekil 5.7.	İstanbul İstanbul'dan Görünüm	155
Şekil 5.8.	İstanbul İstanbul'dan Görünüm	156

GAYRİMENKUL GELİŞTİRMEDE FİNANSMAN, PARA YÖNETİMİ, KÂRLILIK ANALİZİ VE TÜRKİYE DEĞERLENDİRMESİ

ÖZET

Gayrimenkul geliştirme sektörü, ekonomik ve sosyal durum, tüketim alışkanlıkları, kişi başına düşen milli gelir, yatırım ortamı, finansal ve kredi piyasalarının durumu gibi etkenlerle ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Ancak, sektör gelişmiş ve gelişmekte olan bütün ülkelerde ekonominin önemli bir ögesini oluşturmaktadır. Sektörün kurumsallaştığı ve işler bir piyasaya sahip olduğu gelişmiş ülkelerde, mekansal ve ekonomik katkı açısından genel ekonomide ve kalkınmada öncü olduğu görülmektedir. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ortak sorunu olan güçlü finansal piyasaların eksikliği, sektörün bu ülkelerde gelişimine sekte vurmaktadır. Tasarruf ve sermaye birikiminin yeterli olmadığı ülkelerde sektör kurumsallaşamamakta ve işler bir piyasa kazanmamaktadır. Güçlü finansal piyasaya sahip gelişmiş ülkelerde, finansal açıdan güçlü kişi ya da kurumlar nakit fazlalıklarını kârlı bir şekilde değerlendirebilmekte, nakit ihtiyacı olan kişi ya da kurumlar da piyasadaki düşük maliyetle kaynak sağlayabilmektedir. Üretim endüstrisinin her alanında olduğu gibi, gayrimenkul geliştirme sektörü için de ana sorun olan finansman, finansal piyasaların gücü ile paralel bir yol izlemektedir.

Gayrimenkul geliştirme sektörü, yatırım boyutlarının büyüklüğü ve disiplinler arası koordinasyonun büyük önem taşıması nedeniyle, bir projenin geliştirme süreci boyunca risk ve belirsizliklerle karşı karşıya kalabildiği, ekonomik ve sosyal boyutu ile birçok paydaşa sahip bir sektördür. Sektör kapsamında geliştirilen projelerin nasıl bir ekonomik sistem içinde gerçekleştiği ülke koşullarına göre değişmektedir. Gelişmiş ülkelerde, güçlü finansal piyasalar ve kurumsallaşmış sektör nedeniyle, geliştirme projelerinin finansmanı düşük maliyetle ve birçok alternatifle gerçekleştirilebilirken, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde finansman kaynakları sınırlıdır. Etkin finansal piyasaya sahip ülkelerde sektörün rahat finanse edilebilmesinin, şehrin planlama ve ekonomisine katkıda bulunduğu gerçeği, gelişmekte olan ülkelerde sektörün finanse edilmesinin önemini ortaya koymaktadır. Gelişmiş ülkeler etkin finansal piyasalar ile, gayrimenkul geliştirme için finansman olanakları yaratırken, kaynağın kullanımı ve sürdürülebilir bir sektörün en önemli faktörü kâr edinimi aşamalarını da yönlendirmekte ve bir anlamda kontrol altında tutmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ise kısıtlı finansman olanakları nedeniyle, en uygun şartlarda kaynak edinimi, edinilen kaynağın en verimli nasıl kullanılacağı bir kat daha fazla önem taşımaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde sektörün büyümesi, zaten kısıtlı finansman kaynaklarının, edinim aşamasından sonra en etkin biçimde kullanılmasına bağlıdır. Etkin kullanım sonucu yaratılacak artı

değer ile devamlılığı olan bir sektör ortaya çıkabilecektir. Etkin bir finansal piyasaya sahip ülkelerde finansman sağlayan kurumlar, verdikleri kaynağın kullanımını ve geri dönüşünü kontrol altında tutar ve kredi kullanıcılarını maksimum verim ve kâr elde etme konusunda bir nevi zorlarlar. Gelişmekte olan ülkelerde bu tarz bir oto kontrolü olan sistemin oluşması için öncelikle güçlü ve kurumsallaşmış bir finansal piyasanın oluşması ön koşuldur. Kurumsal gayrimenkul şirketlerinin yer alacağı bir yapılanmada, sektör kendi kendini finanse edebilir ve verimliliğe yönlendirebilir duruma gelecektir.

Çalışmada, gayrimenkul geliştirme sektörü, gelişmekte olan ülkelerde üretim endüstrisinin her alanı için büyük önem taşıyan, finansman, para yönetimi ve kârlılık analizi açısından kurumsal olarak incelenmektedir. Finansman olanağı kısıtlı olan ülkelerde edinilen kaynağın en iyi kullanımı ve devamlılık için kâr edinimi geliştirme sektörü için üç aşamalı bir süreç olarak kabul edilmiştir. Bir gayrimenkul geliştirme projesinin maksimum getirisi için, en uygun kaynağın bulunması, bulunan kaynağın en etkin yönetimi ve kâr edinimi en etkin şekilde kurumsal yapılanmalar içinde gerçekleştirilebilir. Çalışma, bu üç aşama için, geleneksel uygulamalardan sıyrılan modern yaklaşımları ortaya koymayı amaçlamaktadır. Üç aşamalı sürecin kurumsal olarak işleyişinin maksimum verimi getireceği savunulmaktadır.

Çalışmada, gayrimenkul geliştirmede bahsedilen parasal akışın işleyişini anlayabilmek için gayrimenkul geliştirme ve finansal sistem açıklanmaktadır. Gayrimenkul geliştirme için finansman kaynaklarını açıklanması ve değerlendirilmesinden sonra, kurumsal yapılarda finansal analiz ve yönetimin işleyişi ve kâr edinimi incelenmektedir. Bu üç aşamalı incelemede, her aşama için gelişmekte olan Türkiye’de sektörle ilgili değerlendirmeler bulunmaktadır. Türkiye’den seçilmiş iki projenin geliştirme süreci ve kurumsal açıdan irdelenmesi ve bu paralelde sonuç ve öneriler bulunulması ile çalışma tamamlanmaktadır.

FINANCING, MANAGING MONEY, PROFITABILITY ANALYSIS AND TURKEY EVALUATION FOR REAL ESTATE DEVELOPMENT

SUMMARY

Real estate development sector has some differences among the countries due to economic and social situation, consumption preferences, national income per person, investment environment, situation of financial and credit markets. The sector is a significant factor of economics in both developed and developing countries. In developed countries, the sector is leader for general economy and development in view of spatial and economical contribution. The main and common problem of less developed and developing countries is the lack of active financial market, which prevents development of the sector. In the countries where savings and capital stock are not sufficient, the sector can't get institutionalized and have an active market. In developed countries possessing active financial markets, while people or institutions which are financially strong can add value to their cash coverage, people or institutions that need cash can provide financing from the markets with low cost. As in every field of production industry, financing is the main problem for real estate development sector and follows a parallel way with the financial markets.

Real estate development sector is a sector in which a development project can encounter risks and indefiniteness's in developing process and has many stakeholder with its economical and social dimension because of the size of investments and high importance of coordination among the disciplines. The development of the projects in the sector is tied with the economical conditions of the country. In developed countries, active financial markets and institutionalised sector provides low cost development projects and alternatives, in less developed and developing countries, financing sources are limited. The truth that in countries which have active financial markets, easy financing of real estate development contribute planning and economics of cities indicates the importance of financing the sector. Developed countries not only create financing possibilities for real estate development with active financial markets, but also direct and control usage of the source and profit acquisition which is the most important factor for a sustainable sector. In developing countries like Turkey, the best source acquisition and managing the taken source is even more important due to limited financing possibilities. Growth of the sector in developing countries depends on effective usage of limited sources after acquisition. A sustainable sector can be created by adding value occurred thanks to effective usage of sources. In countries possessing active financial markets, institutions providing financing control both the usage of credits they give and coming back period of the credit. That's why credit users are compelled to gain maximum profit.

Strong and institutionalised financial market is pre-condition for that type of system which provide auto-control in developing countries. In a structure that consists of institutional real estate companies, the sector can finance itself and directs efficiency.

This study institutionally scrutinises financing, managing money and profitability analysis, which are very important for every field of production industry, for real estate development. Providing source, managing taken money in best way and profitability for sustainability in countries where financing sources are limited is accepted a three-stage model for real estate development sector. For maximum profit of a development project, finding the best source, managing found source best and profit acquisition must be realised most effectively in institutional structures. The study is aimed to indicate modern approaches differentiating from traditional methods for these three stages. It is alleged that the operation of these three stages institutionally will cause maximum efficiency.

In this study, real estate development and financial system is expressed to see the operation of mentioned monetary flow in real estate development. After expressing and evaluating financing sources for real estate development, operation of financial analysis and management and profit acquisition in institutional structures is examined. In this three-stage examination, every stage has own evaluation about the sector for Turkey. The study is completed with conclusion and proposals that are running parallel with the analysis in which selected two projects from Turkey is analysed in view of development process and institutionalising.

1. GİRİŞ

Hangi gelişmişlik düzeyinde olursa olsun, dünyanın bütün ülkelerinde gayrimenkul sektörü ekonominin önemli bir ögesidir. Sektördeki yatırım, gayri safi yurt içi hasılanın %2-8'ini, sabit sermaye oluşumunun %15-30'unu bulmaktadır. Yıllar boyu, Türk insanı için barınmanın ötesinde bir yatırım aracı olarak görülen gayrimenkul sektörünün, Türkiye'de toplam yatırımlar içinde %40'luk bir paya sahip olduğu tahmin edilmektedir (Teker, 1996). Hem diğer yatırım araçları için teminat oluşturması hem de, doğrudan yatırım aracı olarak görülmesi az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelere talep görmesine neden olmuştur. Ancak ülkemizde ve diğer az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelere, finans sisteminin gelişmemiş olması, bu taleplerin ölü yatırıma dönüşmesini ve ekonomik sistem içinde etkin olarak yer almamasını sağlamaktadır.

Nakit fazlası olan kişi ya da kuruluşların tasarruflarını kâr amaçlı olarak finansal piyasalarda kullanabilmelerine, nakit ihtiyacı olanların da bu piyasalardan düşük maliyetle borçlanabilmelerine olanak veren finansal sistemi kurmuş gelişmiş ülkeler, finansman kaynağı sorununu çözmüşlerdir. Önceleri, gayrimenkule yatırılan kaynakların ölü para olarak değerlendirildiği gelişmiş ülkelere, finansal sistem sayesinde, gayrimenkullerin sermaye piyasaları ile entegrasyonu sağlanmış, sektörün likit hale gelmesi ile bu kanı değişmiş ve gayrimenkul yatırımlarına ilgi artmıştır. Gayrimenkullerin ekonomik sisteme dahil edilmesi, değerlerin sermaye piyasası araçlarına bağlanarak tedavül ettirilmesi yoluyla mümkün olabilecektir. Bu uygulama, gayrimenkullerin ve geliştirme projelerinin finansman maliyetlerinin düşürülmesine, finansman olanaklarının artırılmasına olanak verecektir.

Ülkemizde gayrimenkul sektörünün bugünkü konumu ve sorunlarına bakıldığında, plansız kentleşmenin sonucu ortaya çıkan yerleşmelerin, şehirlerin iskan ve imar şekillerinin, bölgelere ait finansman tarzlarını da ortaya koyduğu görülmektedir.

Etkin finansman sistemine sahip bölgelerde, geliştirilen gayrimenkullerin ve bunların oluşturduğu şehirlerin, çok daha düzenli ve planlı olduğu görülürken, finansman sorununun çözümlenemediği durumlarda sağlıklı şehirleşmenin ortaya çıkması daha yaygın olarak gözlenmektedir (Alp, 2000).

Gayrimenkul geliştirme, arazi geliştirmeden, bina yapımı ve yenilenmesine kadar bir çok aktiviteyi kapsayan, çok yönlü ve disiplinler arası bir çalışma alanıdır. Gayrimenkul geliştirmede, arsa, inşaat malzemeleri ve finansman faktörleri etkili olmaktadır. Finansman faktörü; sahip olduğunda diğer iki faktörün elde edilmesine de imkan verdiği için en önemli ve kritik faktör konumundadır.

Günümüzde bütün üretim alanlarında olduğu gibi gayrimenkul geliştirme sektöründe de proje kaynaklarının kıtlığı, bu kaynakların en uygun biçimde kullanılmasını zorunlu kılmaktadır. Başka bir deyişle, projenin gerçekleştirilmesinde kıt kaynakların kullanımının söz konusu olması, etkin bir para yönetimi anlayışını gerektirmektedir. Kurumsallaşmış bir gayrimenkul sektöründe, piyasa oyuncularının iyi bir finansal performans için para yönetimi esaslarını ve kârlılık analizi kriterlerini göz önünde bulundurmaları ve finansmanını sağladıkları kaynakları en etkin biçimde kullanarak, maksimum faydayı sağlamaları gerekmektedir.

1.1 Konunun Belirlenmesi ve Tanıtılması

Tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de gayrimenkul sektörüne, bu sektörün finansmanına ve kurumsallaşmasına gerektiği kadar önem gösterilmemiştir. Gayrimenkul geliştirme kavramı, son yıllarda ortaya çıkan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ile kurumsallaşmakta ve yeni yeni profesyonel bir anlam kazanmaya başlamaktadır. Sektör için finansman, para yönetimi ve finansal performans kavramları geleneksel uygulamalardan ayrılarak, gelişmiş ülkelerdeki uygulamalar doğrultusuna yönelmektedir.

Çalışmanın konusu, sektördeki bu değişim ve yönelimler dikkate alınarak belirlenmiştir. Konu gayrimenkul geliştirici kurumsal yapılar için hayati önem

taşıyan, finansman, para yönetimi ve finansal performans kavramlarını içermektedir. Bu kavramlar, gayrimenkul geliştirme sürecindeki işlevlerine göre kurumsal olarak değerlendirilmekte ve ayrı bir süreç olarak kabul edilmektedir.

1.2 Amaç

Gelişmekte olan Türkiye’de, büyük yatırım fırsatlarına sahip olan gayrimenkul sektörü, dolar bazında ticaret ile fazla döviz kuru riski taşımaması nedeniyle yabancı yatırımcılar ve gayrimenkul geliştiriciler için caziptir.

1999 Kocaeli Depremi sonucu radikal değişimlerin eşiğine gelen gayrimenkul sektörü, kurumsal yapılaşma, finans piyasalarının gelişimi ve IMF destekli ekonomik politikaların olumlu sonuçları ile büyük bir değişim sürecindedir.

İnşaat şirketlerinin kaynak imkanı ve vergi avantajı için, bankalarında gayrimenkulleri finansal kiralama benzeri bir işlemle nakde dönüştürme olanağı nedeniyle ilgi gösterdikleri gayrimenkul yatırım ortaklıklarının gelişimi, gayrimenkul geliştirme sürecinin çağdaş bir yaklaşımla ele alınmasını gerekli kılmaktadır.

Çalışmada, kurumsal gayrimenkul sektörü kapsamında yer alan gayrimenkul yatırım ortaklıkları gibi yapılar, finans piyasaları ile sağladıkları entegrasyon ve geleneksel gayrimenkul geliştirme sürecine getirdikleri değişiklikler paralelinde, modern finansman yaklaşımları, para yönetimi esasları ve finansal performans kriterleri açısından incelenmiştir. Amaç, gayrimenkul geliştirme için, bu konularda çağdaş yaklaşımları incelemek, sonuçlar çıkarmak ve Türkiye için değerlendirmelerde bulunmaktır.

1.3 Yöntem

Çalışma, gayrimenkul geliştirme sürecini farklı bir şekilde ortaya koyan,

Kaynağın bulunması,

bulunan kaynağın yönetimi,
kârlılık analizi,

çerçevesinde her aşama için geleneksel uygulamalardan sıyrılan modern yaklaşımları verilen sıra ile incelemektedir. Aynı çerçevede, ülkemizdeki yapının değerlendirilmesi ve elde edilen sonuçlara bağlı olarak başarı ile uygulanmış bir örnek ile beklenen başarının sağlanamadığı diğer bir örneğin kapsamlı olarak karşılaştırılması yoluyla, genel sonuçlara ulaşmak hedeflenmektedir.

1.4 Çalışmanın Kapsamı

Finansman, para yönetimi ve karlılık analizi aşamaları ile gayrimenkul geliştirme sürecinde kurumsallaşmanın önemini ele alındığı bu çalışma aşağıdaki bölümlerden oluşmaktadır.

Giriş bölümü olan birinci kısımda, konunun belirlenmesi ve tanıtılması, amaç, yöntem ve kapsam açıklamaları yer almaktadır.

İkinci bölümde, gayrimenkul geliştirmenin kavramsal çerçevesine ilişkin konular ele alınmakta, sektörün finans piyasaları ile entegrasyonunun daha iyi anlaşılması için ekonomik ve finansal sistemin temel işleyişi incelenmektedir. Türkiye’de gayrimenkul geliştirme kavramının gelişimi ve bugünkü durumu da bu bölümde açıklanmaktadır.

Üçüncü bölüm, gayrimenkul ve gayrimenkul geliştirme finansmanı için gelişmiş ülkelerdeki finans piyasaları ile bütünleşmiş uygulamaları ve finansman için modern yaklaşımları kapsamaktadır. Kurumsal geliştiriciler için ele alınan finansman şekilleri ve sermaye akışının yanısıra, finansman kaynakları ve sistemleri ile, gayrimenkul piyasasında gün geçtikçe artan bir hacme sahip olan ipotek ve menkul kıymet finansmanını içeren ikinci bölüm, Türkiye’deki finansman uygulamaları değerlendirmesi ile tamamlanmaktadır.

Çalışmanın dördüncü bölümü, gayrimenkul geliştirme sürecine geleneksel yöntemlerden farklı bir bakışla yaklaşan para yönetimi esaslarını, buna bağlı olarak ekonomik ve yatırım değerlendirme tekniklerini, kurumsal bir yaklaşımla değerlendirmektedir. Kurumsal bir gayrimenkul geliştirici bünyesinde etkin para yönetimi için gerekli finansal tablolar ve analiz yöntemleri açıklanmakta, sermaye yönetimi bilgileri verilmektedir. Bu bölüm, gayrimenkul geliştirme projelerinin finansal performanslarını, kârlılık analizlerini ve performansı etkileyen faktörleri içermektedir. Ayrıca, geliştirme projelerinin analizi ve ekonomik değerlendirme teknikleri açıklamalarından sonra, Türkiye’de gayrimenkul geliştirme projelerinin ve para yönetimi anlayışının değerlendirilmesi konuları da bu bölümde yer almaktadır.

Beşinci bölümde, Türkiye’deki gayrimenkul sektörü ve gayrimenkul geliştirme projeleri kapsamında yeni bir anlayış olarak görülen ve bazı sorunlar nedeniyle hayata geçirilememiş Galatasaray SK Stadyum Projesi ile ülkenin kurumsal bir şirket tarafından geliştirilmiş ilk projesi olan, Yapı Kredi Koray GYO’nın hayata geçirdiği İstanbul İstanbul projesi ele alınmaktadır. İki proje geliştirme süreci ve kurumsal açıdan incelenmiş ve karşılaştırmalar yapılmıştır. Her iki proje içinde somut açıklamalar ve analizler yer almaktadır. GS projesinin geliştirilme tarihinden bugüne kadar uygulanamamasının nedenlerine değinilmekte ve proje yönetiminden kişilerin görüşleri ve açıklamalarına yer verilmektedir. Bu süreç içerisinde Yapı Kredi Koray’ın İstanbul İstanbul projesini geliştirip uygulamaya koyması incelenmektedir.

Sonuç bölümünde ise, yapılan çalışmadan çıkarılan sonuçlar değerlendirilmekte ve önerilerde bulunmaktadır.

2. GAYRİMENKUL GELİŞTİRMENİN KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ VE FİNANSAL SİSTEM

Gayrimenkul geliştirmenin tanımı, ilgili kavramsal çerçeve ve gayrimenkul geliştirmenin finansal sistemle ilişkisi aşağıdaki alt bölümlerde açıklanmıştır. Türkiye’deki mevcut durum bu açıklamalar doğrultusunda değerlendirilmekte ve ortaya konulmaktadır.

2.1 Gayrimenkul Geliştirmenin Tanımı

Çalışmada anlatılmak istenen konunun kavranması ve daha iyi anlaşılması için gayrimenkul geliştirme kavramına dair özellikler ve kavramsal çerçeve aşağıda verilmiştir.

- Gayrimenkul, bir arazi ve bu arazinin üzerine inşa edilmiş herşey olarak tanımlanabilir.

Bu geniş tanım içerisinde gayrimenkulleri: konut, ticari yapılar, sinai yapılar, sıhhi ve sosyal yapılar, kültürel yapılar, dini yapılar, idari yapılar şeklinde gruplara ayırabiliriz. Konut alt sektörü, büyüklüğü, sosyal boyutu ve insani bir hak olarak görölmesi dolayısıyla en önemli grubu oluşturmaktadır. Ülkemizde yapılar içinde değer olarak konutlar toplam yapıların %86’sını oluşturmaktadır (Teker, 1996).

- Gayrimenkul geliştirme bir sanattır.

Gayrimenkul geliştirme sürekli kendini yenileyen, paydaşları sürekli ve projeden projeye değişebilecek, disiplinler arası takım çalışması ile gerçekleştirilmesi gereken yaratıcı ve kompleks, kısmen içgüdüsel, kısmen de mantığa dayalı olabilen bir sanattır (Miles, 2000). Gayrimenkul geliştirme, yaşadığımız çevrenin uzun vadede

izleri görülebilecek bir şekilde sürekli olarak yenilenmesini ve yeniden yapılanmasını sağlar.

- Gayrimenkul geliştirme kapsamlı ve alt sektörlerden oluşan bir sektördür.

Gayrimenkul geliştirme, arazi geliştirmeye, bina yapımına, pazarlanması ve yönetilmesine ilişkin birçok aktiviteyi kapsayan ve çevreyi şekillendiren, politik, ekonomik, sosyal, yasal ve fiziksel birçok bileşene bağlı, organik, evrimsel bir süreçten oluşan çok yönlü bir çalışma alanıdır (Gülsün, 2002).

Gayrimenkul geliştirme proje türleri çok çeşitli olabilmektedir ve yelpazesi gayrimenkul geliştiricilerin yaratıcılıklarına bağlı olarak sonsuz alternatiflere açılmaktadır. Arsa, konut, ofis, alışveriş merkezi, turizm ve eğlence tesisleri, otel, fabrika, bina yenilemesi, sanayi yapıları ve hatta sadece otopark geliştirme projeleri bile gayrimenkul geliştiricilerin uzmanlaşabileceği alt sektörler arasındadır.

- Gayrimenkul geliştirme bir takım çalışması gerektirir.

Gayrimenkul geliştirme projeleri gerek kapsamı gerekse etki alanları ve paydaşları nedeniyle genellikle birden fazla ortaklı şirketler tarafından, çok çeşitli konularda birbirini tamamlayan farklı meslek gruplarından gelen profesyonel bir takım çalışmasıyla gerçekleştirilir (Bölen, 2001).

- Gayrimenkul geliştirme sektörü avantaj ve dezavantajlara sahiptir.

Gayrimenkul sektörü, diğer yatırım araçları ile karşılaştırıldığında bazı avantaj ve dezavantajlara sahiptir (Tablo 2.1). Yatırımlar açısından verimsiz para yönetimi sonucu oluşabilecek riskler söz konusu iken, iyi planlanmış projelerin getirileri yüksek olabilmektedir.

- Gayrimenkul geliştirme projeleri pazar odaklı ve kullanıcıya yöneliktir.

Gayrimenkul geliştirme projeleri, yatırım boyutlarının büyüklüğü, çevresel ilişkiler ağı, disiplinler arası ekip çalışması ve çok yönlülük özellikleri ile çok güçlü bir pazar odaklılık gerektirmektedir. Kentleri şekillendirme ve; teknoloji, altyapı ve kullanıcı ihtiyaçlarını karşılamaları konularında üst düzey beklentilere cevap vermek zorunda olmaları ve politik, ekonomik ve yasal koşullara bağlı değişimlerden direkt olarak etkilenmeleri, gayrimenkul geliştirici şirketleri pazara ve kullanıcıya yönelik projeler geliştirmeye mecbur kılmaktadır. Bir gayrimenkul geliştirme projesinin başarısı şansa bırakılmamalı, gayrimenkul geliştirme sürecinin her aşamasında “pazarlanabilirlik” göz önünde bulundurulmalıdır (Gülsün, 2002).

Tablo 2.1 : Gayrimenkul Sektörü Avantaj ve Dezavantajları (Zuckerman, 1998)

Dezavantajlar	Avantajlar
Finansal Risk	Nakit Akışı
Fırsat Riski	Vergi Avantajları ve Amortisman
Enflasyon Riski	Özkaynak Oluşumu
Likidite Riski	Sermaye Kazancı
Sermaye Kaybı Riski	Enflasyona Karşı Korunma
Getiri Kaybı Riski	Sistemik Riskin Azaltılması
Alım Gücü Kaybı Riski	Finansal Kaldıraç İmkânı
Uzun Vade	Azalan Gelir Belirsizliği/Değişkenliği
Kayıt Dışı İle Rekabet	Değer Artışı

- Gayrimenkul geliştirme kaynak gerektirir.

Bir gayrimenkul geliştirme projesine başlayabilmek ve yatırım kararı almak için, gayrimenkul geliştiricilerin ve kurumsal yatırımcıların arsa, bilgi, müşteri ve sermayeden oluşan dört kaynaktan en az birine sahip olmaları gerekir. Gayrimenkul geliştiriciler eğer “arsa”ya sahipse, o zaman iş arz yoluyla yürür ve arsa için en iyi kullanım araştırılır. Gayrimenkul geliştiriciler “bilgi” veya “müşteri”ye sahipse, o

zaman iş talep doğrultusunda yürür ve belirlenmiş kullanım için en uygun arsa araştırılır. Gayrimenkul geliştiriciler “sermaye”ye sahipse, dilediği gibi seçim yapma şansına sahip olmakta ve arz ya da talep doğrultusunda işi yürütebilmektedir. Bu kaynakların birden fazlasına sahip olmaları durumunda işleri daha kolay olmaktadır (Peiser, 1992).

- Gayrimenkul geliştirme bir süreçtir.

Bir gayrimenkul geliştirme projesinde yer alan ana süreç ve aktiviteler Gülsün (2002)’e göre şu şekilde özetlenebilir.

- Kağıt üzerindeki veya düşünsel fikir ve tekliflerin araştırılarak değerlendirmeye alınması; pazar koşulları, ekonomi, inşa edilebilirlik, yasal durum ve pazarlanabilirlik açısından fizibilite analizlerinin yapılması,
 - Pazarlama ve satış programının yapılması ve her aşamada pazar koşullarının izlenmesi,
 - Proje için finansman kaynaklarının temin edilmesi, bütçe çıkarılması ve hedeflerin belirlenmesi,
 - Tasarım ve yapımın gerçekleştirilmesi,
 - Geliştirilen gayrimenkulün işletme ve yönetimi.
- Gayrimenkul geliştirme riskli bir çalışma alanıdır ve krizlere açıktır.

Gayrimenkul geliştirme sektörü ekonomik ve finansal krizlerden en çok etkilenen iş alanlarından biridir. Bunun sebebi ekonomik kriz dönemlerinde ilk etkilenen sektör olmasına rağmen ekonominin iyiye gittiği dönemlerde son etkilenen sektör olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca uzun vadeli fon akışlarına ve yaşam dönemine sahip olması sebebiyle istikrarlı bir ekonomik yapıya ihtiyacı vardır. Bu nedenle Türkiye gibi istikrarsız ekonomilerde sektör zaman zaman dalgalanmaktadır.

2.2 Gayrimenkul Geliştirme Süreci

Tanımı ve kavramsal çerçevesi verilen gayrimenkul geliştirme süreci disiplinler arası bir çalışmanın ürünü bir takım aşamalardan oluşmaktadır. Urban Land Institute'a (ULI) göre gayrimenkul geliştirme süreci, lineer bir operasyonlar grubu değil, birbirine bağlı birçok aktivite ve uzmanlık alanını içeren interaktif bir süreçtir. Geliştirme süreci belirli aşamalarla ilerlemekte ve bu aşamalarda farklı unsurlar rol oynamaktadır.

2.2.1 Geliştirme Süreci Modelleri

Gayrimenkul geliştirme süreçleri; gayrimenkul geliştiricilerin yatırım yaptığı ürün tipine, geliştirme projesini gerçekleştirdiği ortama ve şirket organizasyonuna göre farklılık gösterir. Çalışmanın amacına yönelik genel literatürde incelenen gayrimenkul geliştirme süreci modellerinden, Türkiye koşullarına uygun olabilecek, en bilinen ikisi aşağıda açıklanmıştır.

- 8 Aşama Modeli: Miles, Berens ve Weiss'a göre (2000), geliştirme süreci, düz veya lineer, aynı zamanda temelde disiplinlerarası ve dinamik bir süreçtir. Önerdikleri bu modelde sekiz aşamalı bir süreç söz konusudur.
 1. Fikir Başlangıcı: Geliştirmenin ilk ve en önemli aşamasıdır. Bu aşama, gayrimenkul geliştirme sürecini oluşturan en az teknik, en çok yaratıcı aşamadır. Geliştiriciler sahip oldukları tecrübe ve mevcut piyasa koşullarına dair bilgileri ile sürekli yeni fikirler üretir ve bunları basit ve hızlı testlerden geçirirler.
 2. Fikrin Geliştirilmesi: Birinci aşamada oluşturulan fikrin geliştirilmesini içerir. Geliştirici bu aşamada, geliştirilmiş taslak fikir doğrultusunda yasal, politik ve fiziksel yeterliliğe sahip bir arsa belirler ve ön tespit yaptırır.
 3. Fizibilite: Geliştirilen fikrin uygulanabilirliğinin kesin saptaması bu aşamada yapılır. Pazar araştırması, ön proje, maliyet tahmini, finans koşulları ve

kaynaklarıyla ilgili bilgi, hükümet kabulleri, değer durumu ve kesin fizibilite tahmini konularını içerir.

4. Kontrat Görüşmeleri: Projeye başlama kararını uygulamak üzere kontratları düzenlenir. Bu aşamada finansman ayarlaması, çevresel faktörler, tasarım ve yükleniciler konusunda karar verilmesi, ana kiracılar konusunda karar verilmesi, özsermaye konusunda karar ve ortak olarak kamu ilişkilerinin kurulması hususları gerçekleştirilir.
5. Resmi Sözleşme: Bu aşamada dördüncü aşamada görüşülen kontratlar yapılır. Projenin gerçekleştirilmesi için geliştirici, yönetim amacıyla proje içinde bir kontrol mekanizması kurabilir.
6. Yapım: Zamanın hayati önem taşıdığı altıncı aşama olan yapım aşamasında, geliştiricinin tasarım, yapım, pazarlama, finans, işletme ve kamu sektöründeki oyuncularla ilişkilerini daha iyi koordine edebilmesi, deneyimli uzman kişileri seçmesi ve resmi ilişkiler kurması gerekmektedir. Özellikle de, kompleks ve çok aşamalı veya karma kullanımlı büyük geliştirme projelerinde, yapım süreci boyunca oyuncuların koordine edilmesi büyük önem taşımaktadır. Zamanın yanısıra bütçe ve kalite de bu aşamada kontrol altında tutulması gereken hayati faktörlerdir.
7. Tamamlama ve Resmi Açılış: Bu aşama işletme kadrosunun eğitimi, hizmetlerin tanımlanması, sahada yönetimin başlatılması, son pazarlama ve satışlar, büyük açılış aşamasıdır. Geliştirme sürecinin aktif fazlarının tamamlandığı ve bir sonraki aşama olan bina, varlık ve portföy yönetimi aşamasına hazırlıkları içermektedir.
8. Bina, Varlık ve Portföy Yönetimi: Bu aşama, gayrimenkul geliştirme projelerinin değerlerini maksimize ettiklerini garanti edebilmek için hayati öneme sahiptir. Bina, varlık ve portföy yöneticileri, varlığın günlük işletmesine odaklanır ve bazı sorumluluklar üstlenirler. Bina yöneticileri, kiracı ilişkileri ve kayda alma, kiraların toplanması, işletme giderlerinin kontrolü, finansal raporlama ve kayıt tutma, binanın bakımı, gider kapitalinin planlanması, kriz yönetimi, güvenlik konuları ve halkla ilişkiler konularında sorumluluk üstlenirler. Bina stratejik planının çıkartılması, kâr/satış analizi, binaya yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi ve ana giderlerin ayarlanması,

binanın performansının monitör edilmesi bina yöneticisinin, binanın performansının belirli binaların örnek alınıp karşılaştırılarak yönetilmesi ve değerlendirilmesi konuları ise varlık yöneticisinin sorumluluklarındandır. Portföy yöneticisi ise yatırımcılarla görüşmek, portföy hedeflerini ve yatırım kriterlerini ortaya koymak, portföy yatırım stratejisini belirlemek ve uygulamak, kâr, satış, varlık yönetimi ve yeniden yönetim kararlarını denetlemek, portföy performansı sorumluluğu, işverene raporlama ve nakit yönetimi sorumluluklarını taşımaktadır.

- 5 Aşama Modeli : Laventhol ve Horworth'ın modeline göre bir gayrimenkul geliştirme süreci beş aşamadan oluşmaktadır (Gülsün, 2002).
 1. Planlama ve Girişim: Proje hedeflerinin ortaya konduğu, ana geliştirme sorunlarının tanımlandığı, proje ekibinin belirlendiği, arsanın bağlantılarından ve tespitinden emin olduğu aşamadır. Aşamanın sonunda, geliştirme ön konsepti belirlenmiş olur.
 2. Fizibilite: Veri toplama, veri analizi, değerlendirme ve öneriler, bina işletim performansı projeksiyonları ve finansal fizibilite analizi aşamasıdır. Aşamanın sonunda, gayrimenkul geliştirme programı sonuçlanmış olur.
 3. Sözleşme: Arazinin bağlanması, kredi sözleşmeleri, gereken çevresel dokümanların hazırlanması, kamu sektörünün finansal desteği konusunda anlaşmaların yapılması, kamusal gayrimenkul geliştirme onaylarının alınması, proje mimar ve mühendislerinin seçimi, proje pazarlama ve reklam şirketlerinin seçimi, gerekli finansal dokümanların hazırlanması, geliştirme ön programının hazırlanması, nihai proje maliyet tahminlerinin hazırlanması ve nihai servis/hizmet tasarımının yapıldığı aşamadır. Bu işlemler sonunda, satışa yönelik uzun vadeli krediler ve inşaat finansmanı sağlanmış olur.
 4. Yapım: Bu aşamada, nihai tasarım ve mühendislik projeleri tamamlanır. Yapım sözleşmelerinin yerine getirildiği, oturma izninin alındığı, ön açılış pazarlama programının ve ekibin yürürlüğe konduğu, büyük açılış aşamasıdır.

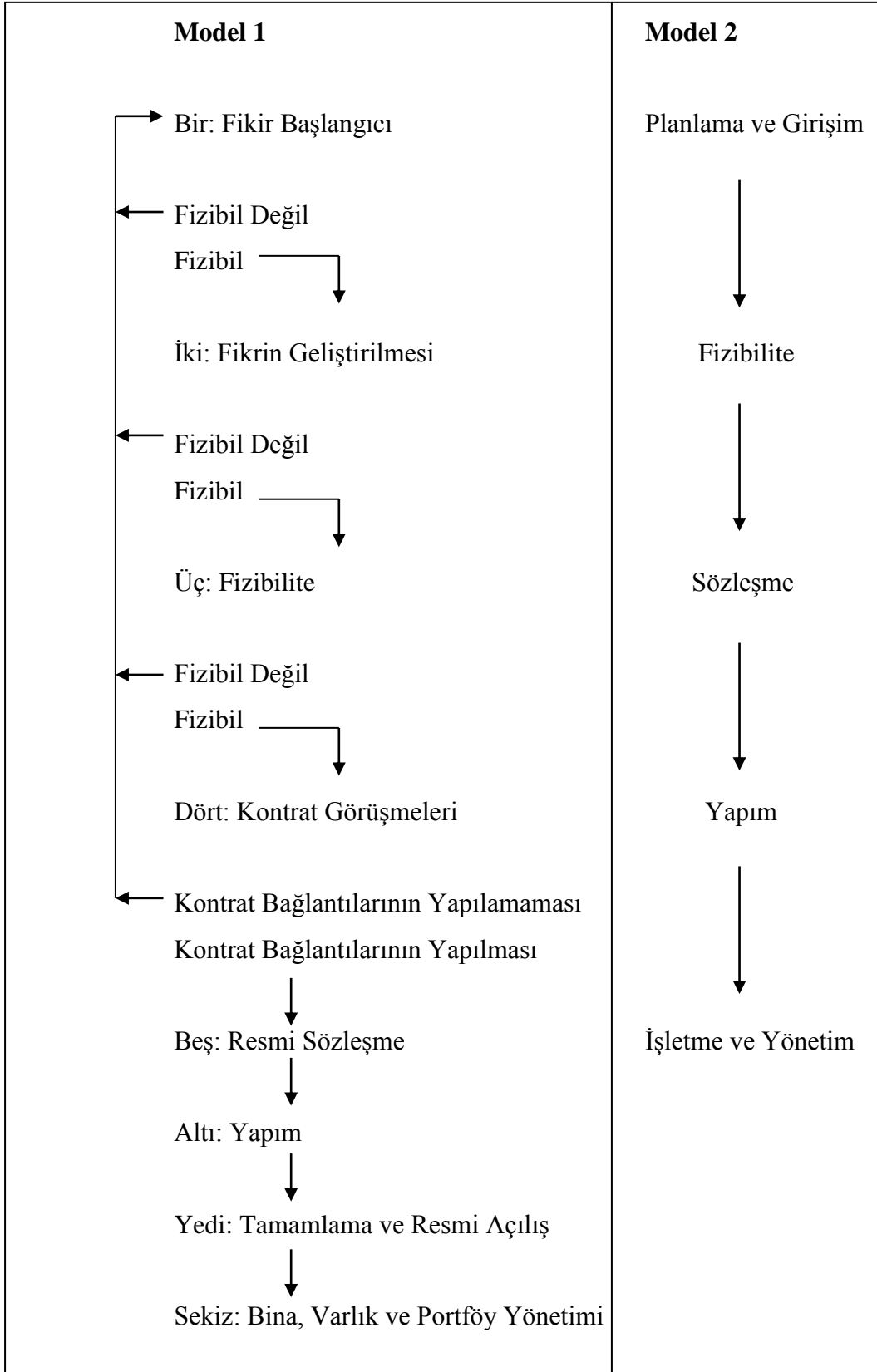
5. İşletme ve Yönetim: Servis/hizmet yönetimi, yönetim anlaşmalarının yerine getirilmesi, pazarlama programının yürütülmesi ve kâr oluşturma işlemlerini içeren aşamadır.

Şekil 2.1’de gösterilen iki geliştirme süreci modeli incelendiğinde her iki modelde de ana aktivitelerin temelde aynı olduğu görülmektedir. İlk aşamalarda proje fikrinin doğuşundan, fizibilite ve tasarıma uzanan bir planlama süreci söz konusudur. Bu aşama sonrasında ise sözleşme, yapım ve tamamlama aşaması olarak adlandırılabilir ikinci aşamanın varlığı görülmektedir. Son aşamayı ise işletme ve yönetim oluşturmaktadır. Gülsün (2002)’e göre geliştirme süreci modelleri içerisinde en önemli aşamayı fizibilite aşaması oluşturmaktadır. Fizibilite, gayrimenkul geliştirme süreci boyunca her karar adımıyla kullanılan bir araçtır.

Model 1’de görülen 8 aşama modeli ve Model 2’de ki 5 aşama modelinin en büyük ortak özelliği proje fikrinin planlanması ve girişim sonrasında, fizibilite ile projenin gerçekleştirilip gerçekleştirilmeyeceği kararının alınmasıdır. Bu aşama bir nevi süreç içinde geri dönüş veya devam kararının verildiği basamaktır. Bu basamakta projenin beklenen getiriye istenilen zamanda sağlayıp sağlayamayacağı analiz edilir. Bu analiz sonucuna göre proje için yatırım kararı verilir.

2.2.2 Geliştirme Sürecinde Aktörler

Disiplinler arası ve çok yönlü bir çalışma alanı olan gayrimenkul geliştirme sektöründe, bir projenin başlangıcından tamamlanmasına kadar bir çok aktör rol ve görev almaktadır. Ekip çalışmasını gerektiren gayrimenkul geliştirme, aktörler arasında koordinasyonun çok önemli olduğu, interaktif ve dinamik bir süreçtir. Bu süreç boyunca, gayrimenkul geliştiriciler, söz konusu proje için konusunda uzman, gerekebilecek tüm bilgi ve donanıma sahip danışman ve ekiplerle çalışmak zorundadır. Gayrimenkul geliştirme sürecinde, verdikleri hizmet, süreç boyunca üstlendikleri görev ve projeye etkilerine göre beş ana aktörden söz etmek mümkündür.



Şekil 2.1 : Geliştirme Süreci Modelleri (Gülsün, 2002)

1. Gayrimenkul Geliştirici: Fikir aşamasındaki projeleri gerçek hayata taşıyan geliştirme sürecinin koordinatörleri ve yöneticileridir. İki veya üç kişilik kurumsal geliştiricilerden, çokuluslu şirketlerden oluşan holdinglere kadar geniş bir yapıda tanımlanabilir. Bütün geliştiriciler, geliştirme süreci boyunca en büyük riski üstlenen kesimdir. Genellikle bir arazi veya bina ile yola çıkar, hedef pazarı ve geliştirilecek gayrimenkulün kullanım fonksiyonunu belirler, yapım programını geliştirir, gerekli onayları ve finansı sağlar, inşaatı yapar ve sonunda kiralayıp yönetir ya da satarlar. Geliştirici şirketler, şehir plancıları, mimarlar, yükleniciler ve danışmanları içeren inşaat ve bina yapım profesyonelleri, emlak pazarlamacıları, kiracılar ve müşteriler, avukatlar, bankacılar ve yatırımcılar; resmi kurumlar, devlet kurumları, kontrolörler ve sivil örgütler gibi çeşitli gruplarla çalışmaktadırlar. Bu çalışmada ana koordinatör rolünde olan geliştirici şirket, geliştirme sürecindeki araştırma-geliştirme, tasarım ve yapım, pazarlama ve satış, işletme aşamalarındaki tüm faaliyetleri şirket içi veya dışı ekipler aracılığıyla planlar, gerçekleştirir ve kontrol eder. Geliştirme süreci boyunca insan kaynakları yönetiminden, bina yönetimine kadar birçok konuda fikir sahibi olmak zorunda olan geliştirici şirketler, her alanda uzman olamayacakları için izlenecek doğru yolu bulmak adına genel uygulama ve metodları takip etmek durumundadır. Geliştirme sürecindeki tasarım, finans ve pazarlama gibi kritik aşamalarda, yaptıkları bu takip sonucu yaratıcılıklarını ortaya koyabilen ve ekibini bu doğrultuda yönetebilen geliştirici şirketler başarılı olmaktadır. Geliştirici şirketlerin bu nedenlerden dolayı piyasayı yakından takip edecek bir araştırma geliştirme bölümüne sahip olmaları ve edinilecek sonuçları kendi profesyonel tecrübeleri ile değerlendirerek uzun vadeli tahminler yapmaları gerekmektedir. Geliştiriciler iş dünyasının farklı kesimlerinden olabilirler. Bankalardan inşaat şirketlerine, kredi kurumlarından emlak pazarlamacılarına kadar geniş bir yelpaze söz konusudur (Miles, 1998).
2. Tasarım-Yapım Ekibi: Geliştirilecek gayrimenkulün analiz ve planlamasından, bina tasarım ve yapım yönetimine kadar çeşitlilik gösteren birçok alanda hizmet vermektedir. Yatırımın toplam maliyetinin büyük bir bölümü bu ekibin gerçekleştirdiği ve yönettiği işlerden oluşmaktadır. Ekip içinde mimarlar, kentsel

tasarımcılar, mühendisler, zemin ve harita mühendisleri, otopark danışmanları, yapım yükleniciler, yapım yöneticiler ve danışmanlar yer almaktadır.

3. Gayrimenkul Hizmet Firmaları: Bu firma ve şirketler, geliştirme sürecinde kısa süreli önemli rol teşkil eden hizmetleri yerine getirirler. Pazar danışmanları, değerlendirme şirketleri, avukatlar, tapu şirketleri, kefalet şirketleri, emlak aracılık ve pazarlama şirketleri, halkla ilişkiler ve reklam ajansları, bina işletmecileri ve yöneticileri, varlık ve portföy yöneticileri bu hizmet firmaları arasındadır.
4. Finansörler: Çalışmanın sonraki bölümlerinde daha ayrıntılı açıklanmış olan finansörler kurumsal, kurumsal olmayan, kamu ve uluslararası finansman kaynakları aracılığıyla ve dolaysız, sözleşme, mevduat finansmanı ve ipotek bankası sistemleri ile geliştirme sürecini finanse ederler.
5. Dışsal Aktörler: Geliştirme süreci boyunca aktif rol almayıp, güçleri, söylemleri ve eylemleri ile süreci etkileyebilecek, medya ve sivil toplum örgütleri gibi unsurlardır. Bu oluşumlar, bir proje karşısında takınacakları tavır ile projenin başarısını etkileyebilirler.

2.3 Finansal Sistem ve Piyasalar

Finansal sistemin gerek günlük yaşantımızda gerekse gayrimenkul geliştirme sektörü gibi fon akışına ihtiyacı olan sektörlerdeki işleyişini anlamak için ekonomik sistemin temel işleyişini iyi kavramak gerekir. Ekonomik sistemlerin genel amacı kıt kaynakların yani toprak, emek ve sermayenin, toplumun ihtiyaç duyduğu mal ve hizmetlerin üretimine en uygun miktarlarda, en uygun şartlarda tahsisini sağlayacak bir yapıyı oluşturmaktır. Bu yapının içinde finansal sistemin görevi, çeşitli piyasaların ve kurumların bir takım yasa, düzenleme ve teknikler eşliğinde bir araya gelerek oluşturdukları ve bono, tahvil gibi finansal borçlanma araçlarının alınıp satılabildiği, faiz oranlarının belirlendiği ve finansal hizmetlerin yerine getirildiği bir yapı ile ekonomik sistemin temel işleyişini yerine getirmesi için bütünleyici bir yapı oluşturmaktır. Sistemin ekonomik sistemi tamamlayıcı ve bütünleyici rolü dışındaki öncelikli görevi; tasarruf kaynaklarının sınırlı birikimlerini, mal ve hizmet satın almak veya yatırım yapmak, proje geliştirmek amacındaki tüketici ve yatırım gruplarına ulaştırmaktır (Rose, 1997).

Teorik ve mekandan soyutlanmış olan piyasa kavramı, iktisadi açıdan alıcı ve satıcıların karşı karşıya geldiği ve mübadelenin fiilen gerçekleştiği yerdir. Dünyadaki çoğu ekonomilerde, piyasalar ekonominin yerine getirmek durumunda olduğu kıt kaynakların mal ve hizmet üretimine tahsisini sağlamak için kullanılmaktadır. Piyasa kavramı, toplum yapısı tarafından talebine göre yetersiz kaynakların tahsisini ve dağılımını sağlayan bir yapıyı ifade etmektedir. Piyasalar satıcı ve alıcıların mal, hizmet ve kaynakların takasını ve alışverişini yapabilecekleri bir kanalı oluşturmaktadır. Hangi mal ve hizmetlerden ne kadar üretileceği ve hangi miktarlarda üretileceği gibi ekonominin temel sorunlarının çözümlendiği bir yapıdır (Rose, 1997).

Rose (1997)'a göre ekonomik sistem içinde işleyişi olan üç tür piyasadan söz edilebilir. Bunlardan “Reel Sektör” olarak adlandırılan iki piyasa türü şunlardır.

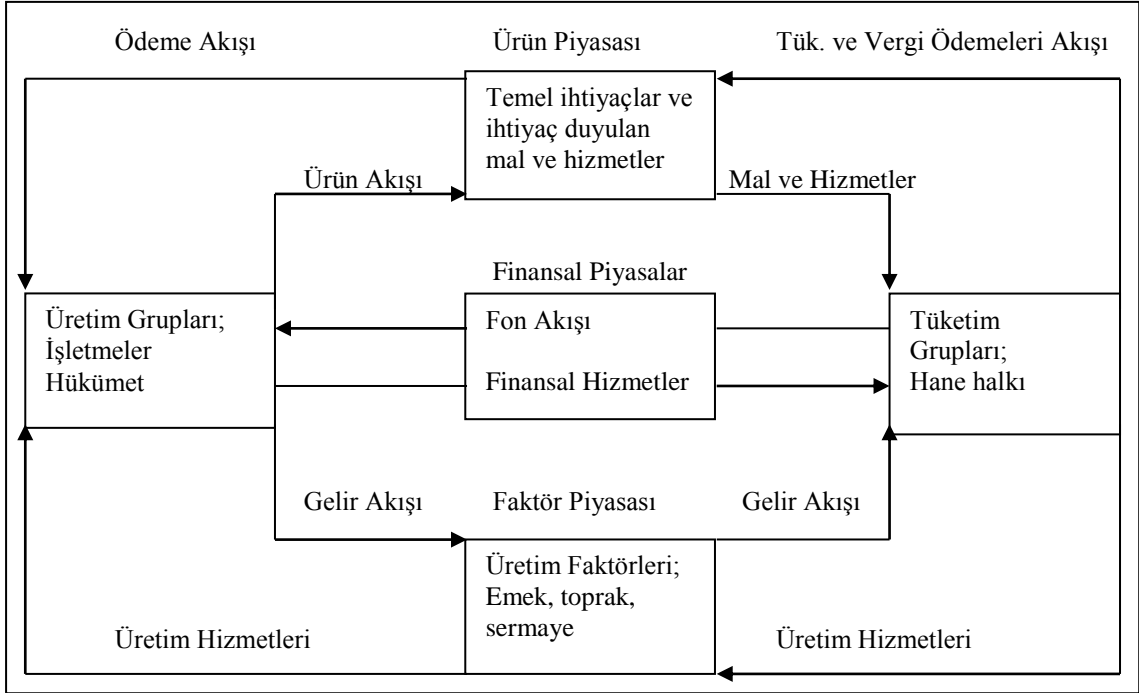
1. Üretim Faktörleri Piyasası: Faktör piyasasında tüketim grupları, işgüçlerini ve diğer kaynaklarını en yüksek ücret veren üretim gruplarına satarlar. Ekonominin temel üretim faktörlerinin, emek, toprak ve sermayenin tahsisinin sağlandığı, maaşlar, kira getirileri gibi gelirlerin dağıtıldığı piyasalardır.
2. Mal ve Hizmet Piyasaları (Ürün Piyasası): Tüketici grupları faktör piyasasından elde ettikleri gelirlerini ürün piyasasında ihtiyaçları olan mal ve hizmetleri satın almak için kullanır. Yiyecek, barınak, otomobil, tiyatro bileti ve yüzme havuzu bu piyasalarda satılan mal ve hizmetler arasındadır.

Üçüncü tür piyasa grubunu oluşturan finansal piyasalar, gayrimenkul geliştirme için taşıdığı önem açısından aşağıdaki alt bölümde detaylı olarak incelenmektedir.

2.3.1 Finansal Piyasalar

Faktör piyasasında elde edilen gelirlerin tamamı ürün piyasasında tüketilmez ve belirli ölçülerde bireysel tasarruflar oluşur. Ayrıca yine işletmeler de uzun dönemli yatırımları ve gelecekteki çalışmalarını için tasarruf yaparlar. Bu noktada finansal

piyasalar biriken bu tasarrufları tüketim ve yatırım amaçlı kullanmak üzere mevcut gelirlerinden daha fazla fona ihtiyaç duyan bireylere ve kurumlara belirlenen faiz oranlarında ve fiyatlarla aktarmada önemli bir rol üstlenir (Şekil 2.2). Bir başka deyişle, ticari işletmelerin, yatırım için gerekli finansal ihtiyaçlarının, karşılaştığı piyasalardır. Finansal piyasa, fon arz edenler (tasarruf sahipleri), fon talep edenler (yatırımcılar), fon akımlarını düzenleyen kurumlar, bu akımı sağlayan araçlar ile bunları düzenleyen hukuki ve idari kurallardan oluşur.



Şekil 2.2 : Ekonomik Sistemde Piyasalar (Rose, 1997)

Finansal piyasalarda fon akışları ticareti yapılan finansal ürünlerin özelliklerine ve yatırımcıların ihtiyaçlarına bağlı olarak farklı alt birimlere ayrılırlar. Literatürde çeşitli biçimlerde tanımlanmakla birlikte kısaca, kısa vadeli fon arz ve talebinin karşı karşıya geldiği piyasaları para piyasaları, orta ve uzun vadeli fon arz ve talep edenlerin karşı karşıya geldiği piyasaları ise, sermaye piyasaları şeklinde tanımlamak mümkündür.

Para piyasaları kısa vadeli fonların karşılaştığı piyasalardır. Araçları; para, döviz, altın, kambiyo senetleri (poliçe, bono, çek) ile bir yıla kadar vadeli senetlerdir.

Bireyler ve kurumlar kısa vadeli birikimleri ile kısa vadeli fon sıkıntısı çeken birey veya kurumların ihtiyaçlarını karşılar. Böylelikle bu piyasa ekonomik birimlerin likidite pozisyonlarını yönetebilme imkanını sağlar. Sermaye piyasaları uzun ve orta vadeli fon akışının karşılaştığı piyasalardır. Araçları; hisse senedi, tahvil gibi menkul kıymetlerdir. Bu piyasadaki fon akışı fabrikaların, otoyolların, okulların ve büyük gayrimenkul geliştirme projelerinin yapımını mümkün kılar. Finansal enstrümanları bir yıldan uzun vadelidir ve büyüklük olarak küçük kredilerden milyar dolarlık kredilere kadar çeşitlilik gösterir. Sermaye piyasasının bir sınırlandırmasını yaparsak, iki ana başlık altında toplamak mümkündür. Sermaye piyasaları, hisse senedi ve tahvil gibi menkul kıymetlerin ihraççıları (ihraççı kuruluşlar) ile alıcıların (tasarruf sahipleri) doğrudan doğruya karşılaştıkları birincil piyasadan ve birincil piyasadan alınan menkul kıymetlerin istenildiği anda paraya çevrilebildiği ikincil piyasalardan oluşmaktadır. İkincil piyasaların örgütlenmiş biçimi borsalardır.

Birincil ve ikincil piyasalar, finansal piyasalar için yapılabilecek diğer bir ayrımdır. Birincil piyasalar, piyasaya yeni çıkarılmış bono ve senetlerin ticaretinin yapıldığı piyasalardır. Öncelikli amacı binalar, makineler ve envanter çalışmaları için yatırım amaçlı finansal sermayenin sağlanmasıdır. Bir şirket tarafından çıkarılmış hisselerin satın alınması veya bir ev satın almak için ipotekle kaynak sağlanması bu piyasalarda gerçekleşmektedir. İkincil piyasalar ise önceden çıkarılmış bono ve senetlerin ticareti ile ilgilidir. Ana amacı, bono ve senet yatırımcılarına likidite sağlamaktır. Çıkarılmış finansal enstrümanların nakite çevrilebilmesinde önemli rol oynamaktadır. İkincil piyasalar yeni bir yatırımı doğrudan desteklememektedir. Önceden yeni yatırıma yol açmış çıkarılmış bono ve senetlerin yeniden ticaretini sağlamakla dolaylı bir destek sağlamış olur. Birincil ve ikincil piyasalar yakından ilişkilidir ve birinde meydana gelebilecek yükseliş diğerinde de benzeri bir yükselişe sebep olabilir. Bu da bazı yatırımcıların piyasalar arası fiyat ve ürün farklılıkları nedeniyle bir piyasadan diğerine geçmesi sonucu oluşmaktadır.

Sermaye piyasasında dolaşımı olan ve sermaye piyasası oyuncularının yönettiği tasarruf ve birikimlerin büyük kısmı kredilere yatırılır. Kurumlar, kendi fonlarının özelliklerine uygun krediler açma çabasıdadır. Kısa vadeli yükümlülüklerin ağırlıklı

olduğu ticari bankalar gibi finansal kurumlar kısa vadeli gayrimenkul kredileri verme eğilimindeyken, uzun vadeli yükümlülükleri olan sigorta şirketleri gibi kurumlar uzun vadeli kredileri tercih ederler. Amaç aktiflerin, kredi varlıklarının vadesini mevduat ve benzeri yükümlülükler ile eşleştirmektir.

Krediler, birincil piyasalarda yaratılır. Menkul kıymet ihraç ederek fon sağlayan kurumlar birincil piyasadan fon elde etmiş olurlar. Hazine bonoları gibi enstrümanların ihraçlarının gerçekleştirildiği, yeni borç yaratılmasını sağlayan piyasalardır. Borç yaratıldıktan ve bono, ipotek gibi finansal enstrümanlarla sunulduktan sonra, ikincil finansal piyasalarda işlem görürler. Kısa vadeli borç enstrümanları para piyasalarında, orta ve uzun vadeli sermaye piyasalarında takas edilirler.

İkincil piyasalar son yıllarda çok gelişmiş olup, gayrimenkul finansmanı için fon artışına ve yeni finansal kurumların yatırım yapmasına imkan sağlamıştır. Bölgeler arası kredi akışını sağlayarak etkin bir piyasa oluşmasına imkan tanır. Gayrimenkul finansmanı sağlayanlar likidite imkanı ile yeni kredi açma fırsatı yakalamışlardır. Kredilerin ikincil ipotek piyasalarda satışı, kredi verenleri yeni kredi vermelerine olanak verecek şekilde finanse etmektedir. Böylece, ikincil ipotek piyasaları bir anlamda birincil piyasalara fon sağlarlar.

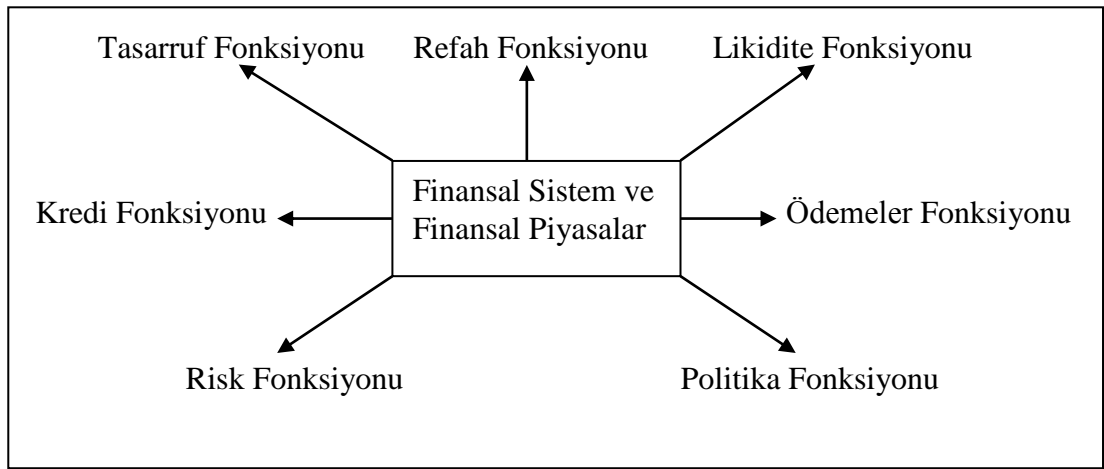
Finansal piyasalar arasında ki bir başka ayırım ise serbest piyasalar ve düzenlenmiş piyasalar şeklindedir. Serbest piyasalarda şirket bonoları satıldıktan sonra vadeleri dolmadan, serbestçe bir çok kez alınıp satılabilirler. Organize piyasalarda ise tam aksine şirket bonoları ve senetleri bir veya bir kaç alıcıya özel anlaşmalarla satılır. Birey yeni bir araba almak için bankadan kredi aldığında otomobil kredileri için düzenlenmiş piyasalara girmiş olur. Piyasadaki şirket bonoları için büyük borsalar bulunmaktadır, bu da serbest piyasayı ifade etmektedir.

Finansal piyasalarda, spot piyasa bonoların, senetlerin ve finansal hizmetlerin ticaretinin, genellikle bir iki iş günü gibi kısa sürede gerçekleştiği piyasalardır. Vadeli piyasalar ise finansal enstrümanların sözleşmelerle belirlenen bir vade

sonunda ticaretinin yapılmasını gerektiren piyasalardır. Opsiyon piyasaları finansal enstrümanların, bono ve senetlerin sözleşmelerle belirlenmiş vadelerle alınıp satılma haklarının ticaretinin yapıldığı piyasaları ifade etmektedir.

2.3.2 Finansal Sistem ve Finansal Piyasaların Fonksiyonları

Finansal sistemin günlük yaşam için önemini, yerine getirdiği fonksiyonları açıklayarak görebiliriz. Çağdaş bir ekonomide finansal sistem ve finansal piyasalar Şekil 2.2’de görülen yedi temel fonksiyona sahiptir.



Şekil 2.3 : Finansal Sistem ve Finansal Piyasaların Fonksiyonları

Tasarruf fonksiyonu, toplumun birikimlerini kârlı ve düşük riskle değerlendirebilmesini sağlarken, refah fonksiyonu, satın alma gücünün gelecekteki mal ve hizmetlerin alım ihtiyacı için değerlendirilmesine yol açar. Likidite fonksiyonu, söz konusu finansal enstrümanların ve finansal değerlerin nakite çevrilerek gerekli fonun düşük kayıpla elde edilmesini sağlamaktadır. Kredi fonksiyonu, ekonominin yatırım ve tüketim harcamalarını desteklemek için kaynak yaratmaktadır. Ödemeler fonksiyonu, mal ve hizmetlerin satın alınabilmesi için ödemeleri yapacak bir mekanizma kurar. Risk fonksiyonu, işletmelere, tüketicilere ve hükümete yaşam, sağlık, mülk ve gelir gibi risklere karşı korunma imkanı verir. Son olarak politika fonksiyonu, hükümete politikalarını uygulayabilmesi, ekonomiyi

stabilize etmesi ve enflasyondan kaçınacak tedbirleri alması için olanak tanır (Rose, 1997).

2.4 Gayrimenkul Geliştirme Kavramının Türkiye’de Gelişimi ve Mevcut Durum

İstikrarlı bir ekonomi, eğitilmiş insan gücü, tecrübeli kurumsal yapılar ve uzun vadeli öngörü kabiliyeti gerektiren gayrimenkul geliştirme sektörünün, her daim istikrarsız bir ekonomiye sahip olmuş, eğitilmiş insan gücü kısıtlı, kurumsallaşmada ağır kalmış ve uzun vadeli öngörülerin genelde bulanık olduğu Türkiye’deki gelişiminin düzensiz ve plansız olduğu gözlenmektedir.

Cumhuriyetin ilanı ile birlikte, ülkemiz tarihinde idari, ekonomik, sosyal vb. birçok açıdan değişik oluşumlar gözlenmekte, izlenen politika, plan ve uygulamalar ile bu değişim, tüm ülke çapında olduğu gibi, özellikle büyük şehirlerde mekansal bir farklılaşmayı da beraberinde getirmektedir (Yirmibeşoğlu, 2001). Ülkemiz yakın geçmişinde bu mekansal farklılaşma, hızlı nüfus artışı, ekonomik sıkıntı nedeniyle köyden kente göç ve kentsel nüfusun plansız, altyapısız kentsel araziler üzerinde yerleşmesi, bunun sonucunda gayrimenkul geliştirme sektörünün en önemli alt sektörü olan konut üretiminin kurumsallaşamaması ve gecekondular ile plansız yerleşmelere neden olmuştur.

1950’li yıllardan itibaren kırsal alanlarda yaşayanlar, şehirlere daha iyi yaşam şartlarına erişmek ve iş bulmak amacıyla göç etmeye başlamış, dolayısıyla kentsel nüfusun hızla artmasına neden olmuştur. 1960’larda bu hızlı kentleşme sonrasında, kentlerimizin düzeni, organizasyonu bozulmuş, plansız eklenen bölgeler ile şehirlerimiz sağlıklı bir hale gelmiş, kentleşme sorunu ve konut açığı gündeme gelmiştir. 1980’lerde konut sorunu önemli boyutlara ulaşarak günümüze kadar gelmiştir.

1996 yılında Habitat II raporunda yer alan konut sorunu şu iki açıklamayla gündeme gelmiştir (Yirmibeşoğlu, 2001).

“Türkiye gibi hızla kentleşen ülkelerin karşılaştığı en önemli sorun kırdan koparak kente gelen, kentli yaşamın gerektirdiği hünere sahip olmayan büyük kitlelere yeterli konut sağlamaktır.”

“Türkiye’de konut sorununun çözülmesini karmaşıklaştıran en önemli unsur, toplumun yaygın ve etkin bir güvenlik sisteminden yoksun olması nedeniyle, konutun bir barınma aracı olma ötesinde, bir yatırım aracı olma özelliğine sahip olmasıdır.”

Sonuç olarak, bu iki durum konut ihtiyacının kurumsallaşmadan uzak ve başıboş olarak piyasa tarafından belirlenmesine yol açmaktadır. Diğer taraftan da, hanehalkları güncel ve gereksinimlerini aşan sayıda konut talebine yönelmekte, aşırı üretime ve spekülatif davranışlara sebep olmaktadır.

Bu ortamda, konut arzı biçimlerinin az sayıda kalıplaşmış biçimlere indirgenerek, eşitsizliklerin artması ve gerekli denetim organlarının kısıtlanması önlenemeyen bir durum olarak karşımıza çıkmaktadır. Zaman içinde, böylesine bir ortamda konut sorunu, gecekondular ve yapsatçılık ile çözülmeye çalışılmış ancak sonuçları sağlıklı şehirleşme, arazi ve kaynak kaybı olarak ortaya çıkmıştır. 1980’li yıllarda bu konut sunum biçimleri aşılarak çok kanallı bir toplu konut uygulamasına geçilmiş ve nispeten başarılı olunmuştur. Bu geçişin gerçekleşmesi için, Türkiye’de yapım teknolojilerinin gelişmiş olması ve konut finansmanı için Toplu Konut Fonu’nun oluşturulması, yerel yönetimler veya Arsa Ofisi kanalıyla büyük alanların konuta tahsis edilmesi, yaratılmış olan olumlu koşullardır.

Konut sorununun çözümü açısından önemli yeri olan geçişin gerçekleştirilmesi dört kanalla sağlanmıştır. Bu dört kanal, kooperatifler, Toplu Konut İdaresi’nin yaptırdığı üretim, yerel yönetimlerin Toplu Konut İdaresi desteği ile gerçekleştirdiği toplu konut alanları, özel girişimcilerin ve Türkiye Emlak Bankası’nın girişimleridir.

Bu koşullar ve kanallar ile hane halklarının konut talebini karşılamaya yönelik konut arzı biçimleri sayesinde nicel olarak yeterli sayıda konut üretilmesine karşılık, konut ve evre kalitesinin yeterli nitelikte olmasının sağlanması, ayrıca orta ve ortanın altı gelir gruplarının ödeme kapasitelerine uygun kiralık konut üretiminin özendirilmesi gereği diğer önemli problem alanları olarak görülmektedir.

Gayrimenkul geliştirme sektörü, büyük bölümünü oluşturan konut sektörünün izlediği bu yol ile paralel bir süreçten geçmiş, diğer alt sektörlerinin de çoğunlukla konut sektörünün yönlendirmesi ile rotasını belirlemesi nedeniyle, geçmiş yıllara nazaran 1990'lı yıllarda önemli aşamalara tanıklık etmiştir. Ülkemizde, bir anlamda konut sorunu ve politikalarının gelişimi ile kendine yn bulmuş olan gayrimenkul geliştirme sektörü, 1990'lı yıllarda ortaya çıkan birçok konut projesinin yanı sıra, modern alışveriş merkezleri, çok katlı iş merkezleri ve çok amaçlı eğlence ve spor kompleksleri ile hem mekansal hem de ekonomik olarak kendini ortaya koymaya başlamıştır.

ABD'de ve gelişmiş ülkelerde gayrimenkul varlıkların değerlendirilmesinde, imar hareketlerinin planlı ve düzenli bir şekilde gelişmesinde ve sermaye piyasasının çeşitlenmesinde önemli pay sahibi olan Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın (GYO'ların), 90'lı yıllarda gayrimenkul geliştirme sektörünün ön plana çıkmaya başlamasında rolü büyüktür (İAV, 1999).

Tanımı küçük bir bar veya kafe açmaktan, birçok bar eğlence, ticaret ve konut birimi içeren çok fonksiyonlu karma projelere kadar genişleyebilen gayrimenkul geliştirme sektörü, bugün dahi inşaat sektörü dahilinde kabul edilmekte ve bu yüzden kurumsal sistemini tam olarak kuramamaktadır. GYO'lar ile birlikte bu kanı sektörün artık "Gayrimenkul Geliştirme Sektörü" olarak adlandırılmaya başlanması ile değişmeye başlamıştır.

Türkiye'de ancak birkaç yıllık geçmişe sahip olan GYO'lar, taşınmaz varlıkların, bir anlamda menkul değerler haline getirilmesi, bu varlıkların ekonomik değer olarak bölünebilir ve kolaylıkla el değiştirebilir hale gelmesini sağlayan kurumlardır (İAV,

1999). Bu kurumlar, gayrimenkule dayalı yatırımda bulunmak isteyenlere, yatırımda çeşitleme yapmak imkanı vermekte ve gayrimenkul alanında büyük yatırımlara ortaklık yolu ile fon sağlarken, belli bir gayrimenkul üzerindeki ferdi yatırımın riskini azaltmakta, hatta bir bakıma ortadan kaldırmaktadır. Türkiye bugün itibari ile GYO'ların geliştirdiği projelerle, bu projelerin kente katkısı ile, aktif ve efektif kaynak yönetimi ve modern finansman uygulamaları ile tanışma noktasındadır.

3. GAYRİMENKUL GELİŞTİRME FİNANSMANI

Gayrimenkul geliştirmenin kavramsal çerçevesi, finansal piyasalarla ilişkisi ve Türkiye'deki mevcut durumu, kurumsal bir sistemin sektör için ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır. Diğer endüstrilerin tümünde olduğu gibi gayrimenkul geliştirme sektöründe de finansman tüm yatırımların başlangıcını oluşturmaktadır. Sürdürülebilir ve kurumsal geliştiricilerin oluşturduğu gayrimenkul sektörü için gerekli finansman kaynakları modern yaklaşımlar çerçevesinde ele alınmalı, finansman aşamasının finansal piyasalarla olan ilişkisi iyi analiz edilmelidir. Geliştirme sektöründe para akışının ilk ayağı olan gerekli kaynakların temini aşaması, bu yaklaşımla ele alınmaktadır. Temel olarak başarılı bir geliştirme sürecinin uygun kaynak temini, temin edilen kaynağın iyi yönetimi ve istenilen kârlılığın edinimi aşamalarından oluştuğu tezinden hareketle, kurumsal geliştiriciler için gayrimenkul geliştirme finansmanının incelendiği bu bölümde, öncelikle kurumsal bir geliştirme şirketi için genel finansman bilgileri incelenmektedir.

3.1 Kurumsal Geliştiriciler İçin Genel Olarak Finansman

Gayrimenkul geliştirici şirketlerde, ihtiyaç duyulan fonların tedarik edilmesi, elde edilen fonların yönetilmesi ve denetimi gerekmektedir. Kuruluşta ve organizasyonda finansman ihtiyaçı olduğu gibi faaliyetlerin yürütülmesi, yeni projeler için yeniden organize edilme veya yeni durumlara uydurulma söz konusu olduğunda da finansman gerekmektedir.

Gayrimenkul geliştirici şirketler için, yapılan yatırımlar ve yatırımların gerektirdiği fonların belirlenmesi para akışı sisteminde önemli bir yer tutmaktadır. Şirketteki finansal yönetici bu fonların nereden sağlanacağı sorunu ile karşı karşıya gelecektir. Yani, finansman şekilleri ve finansman kaynakları nelerdir? Finansman kaynaklarından elde edilecek fonun en iyi karışımı nasıl yapılmalıdır? İşletmenin

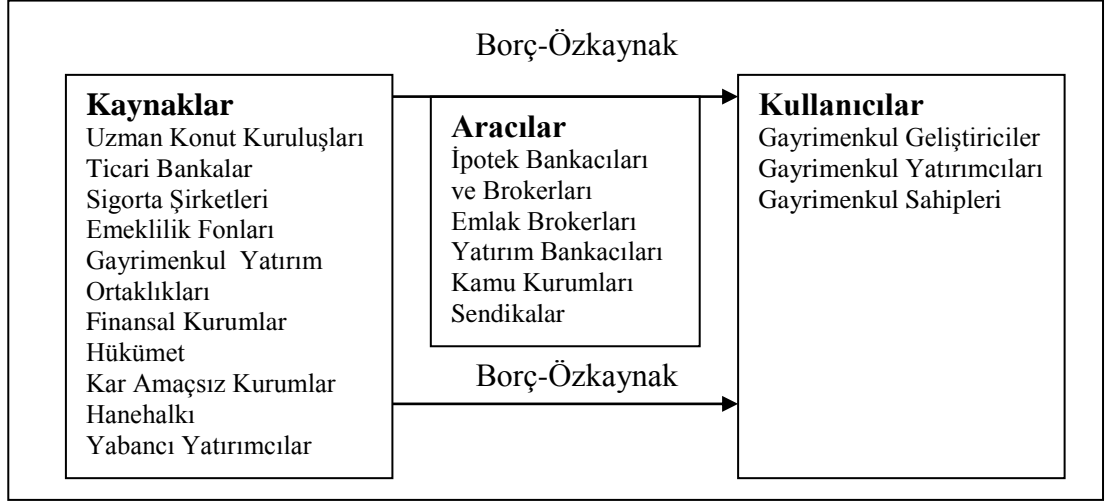
optimal sermaye yapısı ne şekilde olmalıdır? soruları finansal yöneticinin cevaplaması gereken sorulardır.

3.1.1 Finansman İçin Sermayenin Akışı

Gayrimenkul satın alma veya gayrimenkul geliştirme için gerekli fonların akışının gerçekleştiği finansal sistemde üç önemli gruptan söz edebiliriz (Maisel, 1992).

1. Kaynaklar: Mevduat toplama ve benzeri yollarla fon sağlayan ticari bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları gibi kurumlar gayrimenkul sektörü için kaynak oluşturmaktadır.
2. Aracılar: İpotek bankacıları, emlak brokerları ve yatırım bankacıları fon akışında aracılık rolünü üstlenir ve kullanıcılara danışmanlık hizmeti verirler. Bu kurumlar gerekli fonların etkin ve kolayca edinilmesini sağlarlar. Bazı fonlar doğrudan kaynaklardan kullanıcıya erişmekte olmasına rağmen, aracı hizmet gruplarının önemi gün geçtikçe artmaktadır. İpotek ve emlak brokerları, kullanıcılara en iyi kaynağın sağlanması konusunda hizmet verirken, ipotek ve yatırım bankacıları sermaye piyasalarında menkul kıymetlerin gelişimi doğrultusunda önem kazanmaktadır. Kamu kurumlarının rolü de günden güne önem kazanırken sendikacılar özkaynak birikimi ve satış organizasyonları konusunda etkin role sahiptir.
3. Kullanıcılar: Gayrimenkul satın almak isteyen, gayrimenkul geliştirme amacındaki veya gayrimenkul işletmeciliği yapan bireysel veya kurumsal yatırımcılar aracılar yoluyla, sermaye kaynağı yapıların sağladığı fonlarda yararlanmaktadır.

Şekil 3.1'deki sermaye akışında, sermaye kullanıcılara borç veya özkaynak formunda ulaşmaktadır. Geçmişte özel sektörde toplanan gayrimenkul fonlarını, geliştiriciler bankalardan, ipotek şirketlerinden veya hayat sigortası şirketlerinden sağlar ve ticari brokerlar aracılığıyla özkaynak faizi satarlardı. Bu yöntem piyasalarda hala baskın olmakla birlikte, eğilim borç ve özkaynak fonlarının menkul kıymetleştirme yoluyla yaratıldığı kamu piyasalarında daha fazla fon biriktirmeye doğru gitmektedir.



Şekil 3.1 : Sermaye Akışı

3.1.1.1 Borç ve Borçlanma Piyasaları

Borç, fon ihtiyacını başkalarının kaynakları ile temin eden kişi veya kurumsal yapıların, belirli şartlarla düzenlenmiş anlaşmalar çerçevesinde yapmakla yükümlü oldukları geri ödeme zorunluluğunu ifade etmektedir (Maisel, 1992). Gayrimenkul finansmanında, borçlar genellikle teminat sağlayıcı ipotek yöntemiyle güvenceye alınır.

Finansal sistemin bütününde olduğu gibi, gayrimenkul borç piyasaları da para ve sermaye piyasaları olarak bölünebilir. Kredi fiyatlarının kısa vadeli faiz oranı endekslerine bağlı olduğu kısa vadeli para piyasalarında genellikle vadesi bir yılı aşsa bile inşaat kredileri verilmektedir. Sermaye piyasaları daha uzun vadeli sürekli krediler sağlamaktadır. Bu iki piyasada etkili olabilen değişken bazı faktörlerin yanında, Miles'a (2000) göre iki piyasada da öncelikli ortak yönler bulunmaktadır.

- Finansal kurumlar en az riskle maksimum getiriye ararlar. Borç verenlerin gelirleri belirlenen faiz oranından, kredi komisyonlarından, krediye ilişkin özellik ve hizmetlerden ileri gelmektedir.
- Finansal kurumlar, finansal yapılarındaki yükümlülüklerine uygun kredi yapılarını tercih ederler. Kredilerin vadeleri fon kaynakları ile uyumlu olmalıdır.

Tasarruf yapanlar kurumların fon kaynaklarıdır ve farklı kurumlar farklı tasarruf gruplarını temin ederler.

- Kurumların gayrimenkul piyasasının farklı segmentleri ile ilişkisi ve bilgisi kurumun sağladığı kredi türlerini etkiler. Her kurumun borç verme politikası anladığı endüstrinin alt birimleri ile ilişkisine bağlı fonksiyondan ortaya çıkar. Bazı borç verenler, yeterince tecrübeli olmadıkları için kesin kredi yapıları oluşturmaktan kaçınırlar. Diğerleri ise şehir merkezlerinin yeniden yapılandırılması türünde kesin proje modellerine kredi vermek gibi politikalar belirler.

Kısa vadeli para piyasalarında verilen inşaat kredileri genellikle, gayrimenkul geliştirici şirketleri de kapsayan işletmeler için, kısa vadeli krediler konusunda uzman ticari bankalar tarafından düzenlenen değişken faiz oranlı, geliştiricilerin arazi gelişimi ve inşaatı için kullandıkları kredilerdir. Bankalar topladıkları mevduattan sağladıkları fonları ticari, endüstri ve tüketici kredilerine veya para piyasası enstrümanlarına yatırırlar. Bankalar, mevduat yükümlülüklerinin kısa vadeli olması nedeniyle kısa vadeli aktiflerinin olgunlaşmasını beklemeyi tercih ederler. Banka aktiflerinin kısa vadeli olması, fon maliyetlerinin ve yatırım getirilerinin para piyasası faiz oranlarına bağlı olması demektir. Bu nedenle, geliştiricilerin beklentilerini, beklenen muhtemel inşaat fon maliyetlerine karşı, para piyasası faiz oranlarındaki değişimlere göre değerlendirmeleri önemli ve gereklidir.

Para piyasası faiz oranları iki nedenden dolayı dalgalanma gösterir. Birincisi kısa vadeli fonlar için değişken olan arz ve talep, ikincisi ise merkez bankası politikalarıdır. Fon arz veya talebindeki değişiklikler iş döngüsünün başlıca sonuçlarındandır. Banka finansmanı için ihtiyacın azaldığı ekonomik yavaşlama dönemlerinde faizler düşerken, tam tersine, hızlı büyüyen bir ekonomide, şirketlerin daha fazla banka finansmanı talep etmesiyle faiz oranlarında yükseliş baskısı görülür.

Kredi dönemi boyunca faiz oranları, üzerinde anlaşılan bir para piyasası endeksine dayalı olarak değişir. En çok kullanılan endekslerden biri, bankaların kredilendirdikleri orta sınıf müşterileri için kullanılan ana faiz oranıdır. Geliştirme

projeleri yüksek risk içerdikleri için, ödenen oran ana faiz oranlarının üzerindedir. Rekabet, diğer para piyasası oranları ile birlikte ana faiz oranlarının daha fazla veya daha az olmasını sağlar. Oranlar, piyasa faiz oranları düşerken daha yavaş hareket ederken, yükselişlerde para piyasası oranları ile benzer hareket eder.

Yaygın kullanılan diğer bir para piyasası endeksi libor olarak adlandırılan, Londra'da bankalar arası piyasa faiz oranıdır. Genellikle üç veya altı aylık mevduat (eurodeposits) oranlarıdır. Yüksek rekabetçi olan libor piyasası, eurodollar için fon arzı ve talebi dalgalandıkça sıkça değişir. Ana faiz oranı ile karşılaştırıldığında libor finansal piyasalardaki, özellikle global piyasalardaki günlük değişimlerden çok daha fazla etkilenmektedir (Miles, 2000).

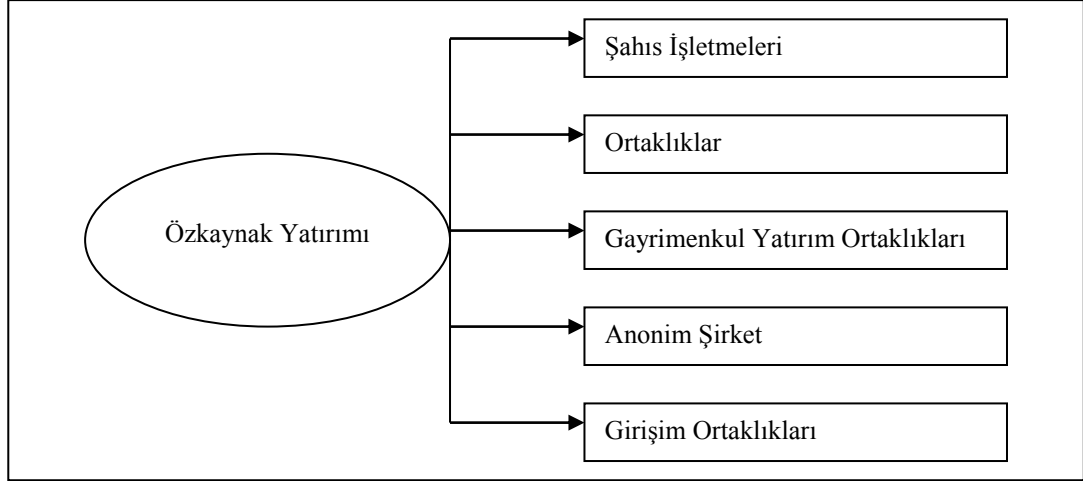
Para piyasası faiz oranlarının ikinci belirleyicisi, merkez bankası hareketleridir. Merkez bankası milli para politikasının düzenlenmesi ve uygulanmasından sorumludur. Bu politika, makul fiyat istikrarının sağlanması, istikrarlı dolar ve tam istihdamın başarılması için, kredilendirilebilir mevcut fonların kontrolünü sağlayacak çeşitli araçların kullanımı ile ilişkilidir. Merkez bankası başlıca dört araç kullanır. Bankalarca mevduatlara karşılık tutulmak durumunda olan rezervlerin değişimi, Menkul kıymet satın alanların borç alınmamış fonlarla ödemek durumunda olduğu fiyatın oranında değişim, bankaların merkez bankasından borçlanmak için ödemek zorunda oldukları oranların değişimi ve serbest piyasa işlemlerinde, merkez bankasının mevcut en önemli aracı olan, hükümetin borçlanma enstrümanlarının alım ve satımı kullanılan araçlardır.

3.1.1.2 Özkaynak ve Özkaynak Piyasaları

Gayrimenkul geliştirme sektörü için özkaynak finansmanı, hisse senedi satışı yoluyla ya da sermaye sahibi yeni ortakların projeye dahil edilmesi ile sağlanmaktadır. Büyük bir gayrimenkul geliştirme projesi için gerekecek yüksek finansman ihtiyacı için daha geniş çaplı, küçük ölçekliler için daha dar kapsamlı hisse senedi ihracı gerçekleştirilebilir. Yatırım yapılacak projenin türü, proje sahibi ve beklenen getiri

unsurları da yeni ortak alımında koşulları değiştirebilmektedir. Finansman ihtiyacının büyüklüğü, finansman yönteminin seçiminde önemli bir faktördür (Teker, 1996).

Teker'e (1996) göre geliştirme sektöründe özkaynak yatırımlarının yapılabileceği organizasyon şekillerinden önemlileri Şekil 3.2'de gösterilmektedir.



Şekil 3.2 : Özkaynak Yatırımı Organizasyon Şekilleri

Şahıs işletmeleri, özkaynak yatırım organizasyonunun en basit şeklidir. Şirket, şirket sahibinin varlığına bağlıdır ve şirket sahibi şirketin diğer fonksiyonlarını yönetme sorumluluğu dışında, finansmandan da tamamen sorumlu durumdadır. Şahıs işletmesi olarak bir projenin finanse edilemediği durumlarda ortaklıklar söz konusu olmaktadır. Birden fazla yatırımcı, sorumluluk ve risk almadan ortaklıkta yer alabilmektedir. Yatırımcılar finansal ve hukuki sorumluluk almadan yatırım yapmak istediklerinde ortaklık şekli “sınırlı ortaklık” veya “komandit şirket” yapısı altında gerçekleştirilebilir. Bireysel yatırımcı, istediği gayrimenkulü elde edebilecek finansal güce sahip olsa bile, yatırım yaptığı varlıkları çeşitlendirmek için çeşitli yatırımcılar ile birlikte birçok gayrimenkule ve gayrimenkul menkul kıymetlerine yatırım yapmak istediğinde ortaklık gündeme gelebilir. Ayrıca, yabancı yatırımcılar bilmedikleri bir piyasada, yerel bir yatırımcı ile ortaklık kurmak istediklerinde ortaklık organizasyonu akla gelmektedir. İki şekilde ortaklık bulunmaktadır.

Her ortağın şirketin borçlarından tamamen sorumlu olduğu *adi komandit ortaklık* (general partnership) ve gayrimenkul yatırımları için daha çok tercih edilen *komandit şirket* iki ortaklık yapısıdır. Komandit şirkette komandite olarak adlandırılan, şirket yönetiminde çok hakkı olmayan bir tane sınırsız sorumlu ortak pasif yatırımcı rolünü üstlenmiştir. Belirli bir sermayeyi işletmek üzere ortaklığa yatırmış ve daha fazla risk almak istemeyen komanditer ortak olarak ise birçok kişi söz konusu olabilir.

Gayrimenkul finansmanı için sayısız olanak sağlayabilen anonim şirket yapısında, sadece gayrimenkul geliştirme konusunda uzmanlaşmış şirketler olabildiği gibi, diğer işleri ile beraber gayrimenkul geliştirme yatırımlarına ağırlık veren şirketlerde bulunmaktadır. Bu şirketler, gayrimenkul yatırımı finansmanını, işletme sermayesi ihtiyaçlarını karşıladıkları yollardan sağladıkları fonlar yardımıyla yapmaktadır (Teker, 1996). Anonim şirketler, gayrimenkul geliştirme için avantajlı bir yapıdır. Çünkü, uzun vadeli gayrimenkul geliştirme işi için, ortaklığın değişmesinden etkilenmeden bir süreklilik gösterirler. Ayrıca, ortaklığın paylara bölünmüş olması, kişilerin koydukları sermaye tutarı kadar sorumlu olması ve finansman alternatiflerinin çok olması, bu yapının gayrimenkul geliştirme sektörü için ortaya koyduğu avantajlardır. Diğer taraftan anonim şirketlerin vergilenmeden kaynaklanan dezavantajları bulunmaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), son yıllarda Türkiye’de gayrimenkul geliştirme sektörünün kurumsallaşması yolunda atılan önemli adımlardan biridir. Taşınmaz varlıkların, menkul değerler şekline getirilmesi, bu varlıkların ekonomik değer olarak bölünebilir ve kolaylıkla el değiştirebilir hale gelmesini sağlayan, gayrimenkule ve/veya gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak amacıyla kurulmuş portföy yönetim şirketleridir (İAV, 1999). Diğer yatırım fonları gibi küçük yatırımcıların az miktardaki yatırımları ile katılabilecekleri organizasyonlardır. GYO’lar ellerinde bulunan gayrimenkullerden elde ettikleri kira, faiz gibi gelirleri ortaklarına aktarırlar. Büyük çoğunluğu borsada işlem gören GYO’ların ana finansman kaynağı sattıkları hisse senetleridir (Özkul, 2001). Borsada işlem gören bu senetler, borsa dışı piyasalarda da işlem görebilirler. İkinci önemli finansman kaynakları ise, kısa ve uzun vadeli borçlanmadır. Genellikle borç

kaldırıcından faydalanırlar. Borç/sermaye oranları %50'nin altında seyretmektedir. GYO'lar kuruluş amaçlarına ve elde edilen kaynakların kullanım yerlerine göre sınıflandırılabilirler. Amaçlarına göre; belirli bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla süreli, belirli alanlarda yatırım yapmak amacıyla süreli veya süresiz ve amaçlarında bir sınırlama olmaksızın süreli veya süresiz olarak gruplandırılabilirler.

Kaynak kullanımına göre özkaynak ağırlıklı GYO'lar, ipotek ve karma GYO'lar, süreli GYO'lar söz konusudur.

Özkaynak ağırlıklı GYO'lar, kira geliri elde edebilecekleri veya sermaye kazancı sağlayabilecekleri gayrimenkullere yatırım yaparak süresiz bir dönem boyunca nakit akışı sağlayacak ve temettü olarak yatırımcılara dağıtacak şekilde doğrudan gayrimenkullere yatırım yaparlar. Bazıları belirli bir gayrimenkulün elde edimi üzerine kurulurlar. Zaman zaman ellerindeki gayrimenkulleri satarak kazançlarını tekrar yatırırlar. Bazı GYO'lar arsa satın alarak, bunları tekrar satanlara kiralarlar. Bu işlem kiralayan satıcı kuruluşa vergi avantajı sağlamakta ve satış işleminden sağlanan gelir ile arsa üzerine inşa edilecek binanın finansmanı yapılmaktadır (Teker, 1996).

İpotek GYO'ları hisse senetlerini satarak elde ettikleri gelirleri gayrimenkul teminatı altındaki ipoteklere veya ipoteye dayalı ödeme aktarmalı menkul kıymetlere yatırırlar. İpotek GYO'ları inşaat ve kısa vadeli ipoteklere ya da uzun vadeli ipoteklere yatırım yaparlar. Belirli bir gayrimenkul geliştirme şirketinin ipotek finansmanını sağlamak üzere kurulmuş ipotek GYO'ları vardır. Gayrimenkul geliştirme şirketleri bu tip kuruluşları borçlanma ihtiyaçları için kullanabilirler. Karma GYO'lar özkaynak ve ipoteklere yatırım yapabilecek şekilde kurulmuş GYO'lardır. İpotek GYO'ları, ipoteklerden elde ettikleri gelirler üzerinden teminatlı ipotek yükümlülükleri ihraç etmektedirler.

Süreli GYO'lar, süresiz olarak ihracı yapılan GYO'larda yapılan gayrimenkul yatırımlarının değer kazançlarının hisse senetlerine tam olarak yansıtılmadığı

düşüncesinden hareketle ortaya çıkmıştır. Buna bağlı olarak 5-15 yıl süreli GYO hisse senetlerinin ihracı söz konusu olmaktadır.

Girişim ortaklıkları, iki veya daha çok tarafın bir gayrimenkul geliştirme projesinin gelirinden faydalanmak üzere kurduğu, proje ile doğrudan ilişkili, projenin tamamlanması ile sona eren, son yıllarda artan şekilde kullanılan yapılardır. Yapının ne şekilde olacağını etkileyen faktörler, ortakların vergilendirme durumları, projenin tamamlanma süreci, ortak sayısı ve finansman şeklidir. Yapı genellikle projeyi gerçekleştirecek kurum ile kredi veren kurum arasında oluşturulan bir ortaklıktır.

Özkaynak yatırımlarının yapılabileceği bu organizasyonlar için özkaynak finansman kaynaklarını finansal kuruluşlar, emeklilik fonları ve sendikasyonlar oluşturmaktadır. Sigorta şirketleri, tasarruf kurumları, bazı durumlarda proje sahipleri geliştirme projeleri için finansman sağlayan kuruluş rolünü üstlenebilir. Ticari bankalar genellikle aracılık hizmetlerini üstlenip, kısa vadeli finansman konusunda rol oynamaktadırlar. Gayrimenkul geliştirme projelerine has bazı avantajlar nedeniyle (enflasyona karşı korunma vb.) emeklilik fonları sektöre kanalize edilmektedir. Özellikle şirketlerin emeklilik fonları, yeni fon eklenebilen açık uçlu yatırım fonları şeklinde gayrimenkul yatırımlarına yönlendirilmektedir. Sendikasyonlar, çeşitli büyüklük ve şirket yapıları şeklinde bireysel yatırımcıların oluşturduğu gruplardır. Yapıyı oluşturan sendikatör, gayrimenkul veya yatırım brokırı, yatırım projesi olan bir kişi veya herhangi bir birey olabilir. Sendikatör belirli bir ücret, yüzde veya ikisinin karışımı karşılığında çalışır. En önemli sendikasyon şekli emeklilik fonları için açık uçlu veya kapalı uçlu oluşturulan gayrimenkul yatırım fonlarıdır. Ayrıca sendikasyonlar periyodik gelir, sermaye kazancı ve uzun dönem vergi avantajı seçenekleri ile bireysel yatırımcılara cazip gelmektedir (Teker, 1996).

3.1.2 Vadeye Göre Finansman Şekilleri ve Özel Finansman

Kurumsal bir gayrimenkul geliştirme şirketi için vade yapısına göre finansman şekilleri ve özel finansman söz konusu olabilir. Şirket kendi finansal yapısına en uygun kaynağı temin etmelidir. Geliştirici şirketlerin duran varlıklarına yapacakları

yatırım ile nakit, alacak ve stoklardan oluşan işletme sermayesi ihtiyacını prensip olarak uzun vadeli finansman yani özsermaye veya orta ve uzun vadeli borç ile karşılamaları gerekmektedir. Kısa vadeli finansmana ise, genellikle işletme sermayesinde meydana gelen mevsimlik ve geçici artışları karşılamak amacıyla başvurmaları yerinde bir uygulamadır.

İşletme sermayesinde ortaya çıkan geçici artışlar, alacak ve stoklarda meydana gelen düzensiz artışlar veya iş hacminin daralması sonucunda, bunların devir hızlarının yavaşlaması dolayısıyla likiditelerinin düşmesinden kaynaklanır (Erdoğan, 1990). Gerek mevsimlik ve gerekse işletme sermayesi ihtiyaçları bir süre sonra ortadan kalkar. İşte bu gibi geçici ve düzensiz işletme sermayesi ihtiyacı duyulduğu zamanlarda, geliştirici şirketler genellikle 3-4 ay en fazla bir sene vadeli kısa vadeli finansmana başvurmalıdır. Mevsimlik dalgalanmalar ve geçici ihtiyaçlar kısa vadeli finansmanı gerektiren diğer sebeplerdir. Piyasanın geçici olarak hareketlenmesi, iş hacminin geçici olarak artması, moda değişimleri, durgunluk dönemleri, geliştirici şirketlerin eline geçen fırsatların değerlendirilmesi gibi durumlar geçici ihtiyaç yaratabilir ve kısa vadeli finansmanı gerekli kılabilir.

Kısa vadeli fon kaynakları genellikle, ticari krediler, banka kredileri ve ödenecek giderler olmak üzere üç grup altında toplanabilir. Tahakkuk etmiş ve henüz ödenmemiş olan maaş ve ücretler, vergi, harç ve sigorta primleri ve kâr paylarından oluşan ödenecek giderler, dışarıdan alınmış bir borç veya kredi olmayıp işletmenin henüz ödenmemiş giderleridir (Türko, 1994). Dolayısıyla işletme bunlardan çok daha kısa süre yararlanır. Erdoğan (1990)'a göre asıl yararlanılan ve daha önemli olan ticari krediler (açık hesapla satın alma, bono veya poliçe ile satın alma) ile banka kredileridir (açık kredi, kefalet karşılığı kredi, maddi teminat karşılığı kredi, teminat ve kefalet mektupları, akreditif kredisi, kabul kredisi).

Gayrimenkul geliştirici şirketler için daha uygun olan orta vadeli finansman, vadesi bir yıl ile beş yıl arasında değişen finansman şekli olup genellikle süresi bazen on yıla kadar uzayan orta vadeli krediler yoluyla sağlanır. Orta vadeli finansman ile duran varlık yatırımları ve sürekli işletme sermayesi ihtiyaçları karşılanır. İpotek gibi

bir maddi teminat karşılığında sağlanan orta vadeli kredilerde borç taksitler halinde geri ödenmektedir. Kısa vadeli kredilerde kefalet karşılığı kredi alınabildiği halde, orta vadeli kredilerde riskin büyüklüğü nedeniyle genellikle maddi teminat kabul edilmektedir. Ayrıca kredi talepleri kısa vadeye oranlara farklı bir değerlendirmeye tutulmaktadır ve sözleşmelerde bazı özel hükümlere yer verilmektedir (Türko, 1994).

Bir gayrimenkul geliştirme şirketinde orta vadeli finansman ihtiyacını gerektirecek sebepler şöylece sıralanabilir.

- Likiditenin zayıf olduğu bir ekonomide faaliyetlerden elde edilecek fonların genellikle bir yılın ötesine taşması durumunda, kısa vadeli finansman süresi yetersiz olacağından orta vadeli finansmana gidilmelidir.
- Likiditenin zayıf olduğu bir ekonomide stokların devir hızı düşük olduğu için alacakların tahsil süresi de uzundur. Cari aktiflerde, stoklar ve alacaklarda bir yığılma meydana gelmesi nakit ihtiyacını artırır. Cari aktiflerin kısa vadeli fonlarla finanse edilmesi krize sebep olabilir. Dolayısıyla bu durumda da orta vadeli finansman en uygun şekildedir.
- Toplam işletme sermayesi yeterli olmakla birlikte yukarıdaki iki sebepten dolayı firmanın finansal esnekliğinin azalması ve bu durumun bir yıldan fazla sürmesi halinde işletmeye finansal esneklik kazandırabilmek için cari aktiflerin bir kısmı orta vadeli fonlarla finanse edilmelidir (Erdoğan, 1990).
- Kredili satış limitlerinin genişletilmesi durumunda orta vadeli finansman gerekmektedir.
- Bankalar kısa ve uzun vadeye nazaran orta vadeli kredi vermeyi tercih etmektedir. Kısa vadede, risk ve maliyet az olmakla beraber, zamanında ödeme güçlükleri söz konusudur. Ayrıca büyük hacimde kredinin daha az sayıda işletmeye verilmesi, geri ödeme ve denetimde kolaylık sağlar. Öte yandan orta vadeli finansmanın uzun vadeliye göre maliyet ve riski daha elverişlidir. Ayrıca uzun vadeli finansmanın formalitesinin daha fazla oluşu ve sermaye yapısında meydana getirebileceği değişimler orta vadeli finansmanı tercih ettirmektedir.

- Küçük geliştirme şirketleri için uzun vadeli borç, tahvil ve hisse senedi ile finansman mümkün olmadığından, kısa vadeli finansman yanında ikinci alternatif orta vadeli finansmandır.
- Orta ve büyük gayrimenkul geliştirme şirketleri tahvil veya hisse senedi ihracıyla finansman sağlamaya nazaran orta vadeli krediyi daha çabuk ve daha uygun şartlarda temin edebilirler.
- Piyasa şartları uzun vadeli borç, tahvil veya hisse senedi için uygun değilse, geliştirici şirketler uygun şartlar oluşuncaya kadar orta vadeli finansmana gidebilirler.

Orta vadeli finansman için belli başı fon kaynaklarını, ticari krediler, ticaret bankaları, yatırım ve kalkınma bankaları (Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, Sınai Yatırım ve Kredi Bankası, Eximbank), orta vadeli tahviller, kiralama yoluyla finansman, alacakların bozdurulması, özel finans kurumları ve uluslararası finansman kurumları oluşturmaktadır.

Uzun vadeli finansman ise, genellikle 5 yıldan daha uzun vadeli bir finansman şeklidir ve özsermaye ya da uzun vadeli borçlanma ile sağlanır. Küçük işletmelerde uzun vadeli borç temin etme imkanı olmadığından, bunlarda uzun vadeli finansman sadece öz sermayeden yani ya sermaye artırımına gidilerek veya otofinansmanla sağlanır. Orta ve büyük çaptaki işletmeler ise büyük ihtimalle anonim şirket şeklinde olduklarından uzun vadeli finansmanda hisse senedi ve tahville finansmana ağırlık vermektedirler. İşletmelerin uzun vadeli finansman ihtiyacı özellikle üç sebepten ileri gelmektedir. Yeni kuruluş halinde, genişleme ve yeni yatırımlar söz konusu olduğunda veya ileri teknolojik seviyeye yükselmek planlandığında uzun vadeli finansman düşünülmektedir.

Yeni kuruluş dönemi, gerekli sermayenin sağlanarak duran varlıklara yatırılmasını da içine almakta olup süresi işletmenin hukuki şekline göre değişmektedir. Kuruluş, işletmenin teşkilatlandırılmasıyla ilgili bir işlem olduğu kadar, sermaye kaynaklarının amaca en uygun şekilde seçimi, duran varlıklara yatırılması ve gelecekteki sürüm döneminde gerekli harcamalar için belirli bir nakit hazırlığı gibi

parayla ilgili çabaların da arttığı bir dönemdir (Erdoğan, 1990). Kuruluşlarda, duran varlıkların ve cari varlıkların finansmanı işletmeye konulan sermayeden yapılır. İşletmeler kapasitelerini artırmak, yeni yatırım yapmak ve yeni mamul üretmek için ek tesisler ilave etmek istediklerinde başvuracakları finansman cinsi uzun vadeli olacaktır. Bu durumda hem öz kaynaktan hem de uzun vadeli dış kaynaktan yararlanılır. Teknolojileri eskiyen ya da demode hale gelen işletmeler, yeni teknolojilere geçebilmek için özellikle duran varlık yatırımlarına ihtiyaç duyarlar. Bu yatırımların finansmanında kullanılacak uzun vadeli finansal kaynak, öz kaynak sermayesi veya uzun vadeli borç olacaktır.

Uzun vadeli finansman kaynağı olarak özkaynakların kullanımı, yeni sermaye tedariki, adi hisse senedi ihracı veya tercihli hisse senedi ihracı şeklinde gerçekleştirilebilecek sermaye artırımını ile ya da otofinansman ile gerçekleştirilir. Tahviller ise, normal tahviller, teminatlı tahviller, kâra katılmalı tahviller, değişken faizli tahviller, hisse senetleriyle değiştirilebilir tahviller ve hisse senedi alma hakkı veren tahviller şeklinde uzun vadeli finansman kaynağı olarak ihraç edilebilirler. Ayrıca, katılma intifa senetleri, kâr ortaklığı belgesi, yatırım ve kalkınma bankaları ve uluslararası finansman kurumları (Uluslararası Para Fonu, Dünya Bankası, Avrupa Yatırım Bankası vb.) uzun vadeli finansman kaynaklarıdır.

Gayrimenkul geliştirme şirketlerinin finansal ihtiyaçlarını genelde kısa, orta ve uzun vadeli fon kaynaklarından karşılamaları söz konusu olduğu halde bazen birleşme, hukuki şekil değiştirme gibi özel finansman yöntemlerine veya yeniden finansman, organize olma ve kapitalize olma gibi yollara başvurmaları da mümkündür.

Birleşmede, işletmeler arası işbirliği olmakla birlikte, işletmelerin sadece ekonomik yönden değil aynı zamanda hukukende tek bir birlik haline gelmeleri gerekir. İşletmelerin birleşmesinden güdülen amaçlardan biri finansman sağlamadır. Satılma ve birleşme olmak üzere iki birleşme şekli mevcuttur. Bir işletmenin diğer bir işletmeyi satın alması ve satın alınan işletmenin tüzel kişiliğinin ve hukuki varlığının ortadan kalkarak tüm aktif ve pasifiyle satın alanın eline geçmesine “merger” denir (Erdoğan, 1990). “Konsolidasyon” ise iki işletmenin birleşerek her

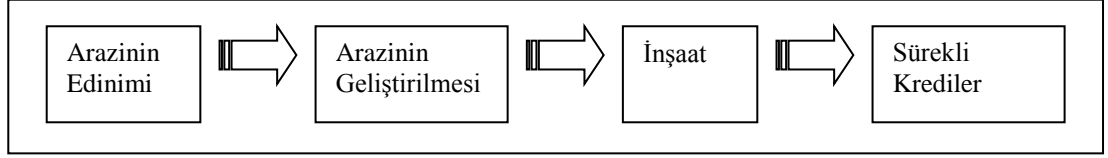
ikisinin de tüzel kişiliğini kaybederek ortaya yeni bir işletmenin çıkmasıdır. İşletmeler arası işbirliğinin diğer şekilleri olan; Kartel, Tröst ve Yatırım Tröstü finansman yapma amacı ile değil, özellikle ekonomik işbirliği amacıyla oluşturulurlar. Holding şirketler ise başka şirketlerin hisse senetlerini satın alma amacıyla olan şirketlerdir. Ana şirket, bağlı şirketlerin hisse senetlerinin en az %10'una sahip olunca "Holding Şirket" adını alır.

İşletmelerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak üzere hukuki şekil değiştirdikleri de görülmektedir. Hukuki şekil değiştirme, işletmenin sahibi veya sahipleri değişmeden işletmenin bir hukuki şekilden bir başka hukuki şekle dönüşmesi demektir. Mesela bir kollektif şirket bir anonim şirket şekline veya aksi yönde bir anonim şirket bir kollektif şirket şekline dönüşebilir. Böylece daha kolay finansman temin edilebilir veya daha önceki hukuki şekilde duyulan finansman ihtiyacı ortadan kalkabilir.

İşletmeler başarısızlığa uğramaları sonucu duyacakları finansman ihtiyacını finansal yapılarını değiştirmek suretiyle ortadan kaldıracırlar. Bunu; yeniden finansman, yeniden organizasyon ve yeniden kapitalizasyon olmak üzere üç şekilde yaparlar. Yeniden finansman, bir işletmenin başarısızlığı sonucu kısa vadeli borçlarını ödeyemeyecek duruma düşmesi halinde bunları uzun vadeli borç haline dönüştürmesi veya daha uygun şartlarla borçlanıp kısa vadeli borçlarını ödemesidir. Yeniden organize etme, başarısızlık nedeniyle işletmenin hayatiyetini kaybetmek üzere iken bu hayatiyetini devam ettirmeye imkan hazırlamak için finansal yapıda yapılacak zorunlu düzenlemedir. Bunun için, sabit giderli menkul kıymetler yerine öz sermayeyi artırarak veya sınırlı gidere sahip menkul kıymetlere kayarak sabit maliyetler azaltılır. Yeniden kapitalize etme, başarısızlık sonucu işletmenin finansal sıkıntısını giderecek üçüncü yoldur. İşletmenin sermaye yapısı işletme ve diğer ilgililer tarafından gönüllü olarak değiştirilir. Yani işletmelerin, hali hazırda piyasadaki hisse senetlerini ve tahvillerini ellerinde bulunduranları ikna ederek bunların yerine başkalarını vermek suretiyle sermaye yapılarını değiştirmeleridir (TSPAKB, 2002).

3.1.3 Gayrimenkul Geliştirmede Kredi Döngüsü

Kurumsal bir gayrimenkul geliştirme şirketinin bir projenin geliştirme aşamasında kullanabileceği krediler, projenin ham arazinin elde edilmesinden tamamen geliştirilmiş, satışa veya kiralanmaya hazır bir yapı haline gelmesi aşamaları boyunca, alındıkları zamana göre sınıflandırılabilir. Böyle bir sınıflandırma gayrimenkul geliştirmede finansman kavramının geliştirme sürecinin her aşamasında önemli olduğunu göstermek, süreç içerisinde hangi aşamada hangi tür kaynağın en uygun olduğunu belirlemek ve kredi verenlerin risklerini her aşamada karşılayabileceği kredilerin hangileri olduğunu gösterebilmek açısından önemlidir.



şekil 3.3 : Gayrimenkul Geliştirmede Kredi Döngüsü

Arazinin edinimi aşamasının en önemli ayırt edici özelliği kurumsal borç verenlerin eksikliği ve yokluğudur. Borç verenler verdikleri kredinin karşılığının ödenebilme durumu ile yakından ilgili olduklarından, genelde belirli bir nakit akışı sağlayabilecek yatırımlardaki riski göze almayı tercih ederler. Ham arazi gelir ve nakit akışı sağlamayacağından ve yasal düzenlemeler ya da izlenen politikalar gereği, arazi edinimi kredileri, genelde sakınılan veya kurumsal yapıların portföylerinin küçük bir yüzdesini tutacak şekilde düzenlenen krediler olmaktadır. Yaygın olarak arazi edinimi finansmanı için kullanılan kaynaklardan biri arazinin satıcısının sağladığı kredidir. Araziyi alan geliştirme sürecindeyken, yeni finansman sağlanır ve satıcıya ödeme yapılır (Miles, 2000).

Arazi geliştirme, ham arazinin üzerine planlanıp tasarlanan binaların geliştirilmesi için hazır hale getirilmesi aşamasıdır. Arazinin hafriyatından, yeniden düzenlenmesine, kanalizasyon ve altyapı sistemlerinden, cadde ve gerekli yolların yapımına kadar birçok unsuru kapsar. Geliştirilmiş arazi ham araziden daha fazla bir

gelir yaratmasa da, en azından son kullanıma daha yakın bir aşama konumundadır. Arazinin edinimi gibi arazinin geliştirilmesi de finansmanı zor olan aşamalardan biridir. Satıcı finansmanının arazi edinimi ile aynı doğrultuda olmaması nedeniyle arazi geliştirmeyi finanse etmek de zordur. Arazi geliştirme kredilerinin çoğu kısa dönemlidir ve mülk üzerindeki ilk ipoteği göstermektedir. Kredi faizleri genellikle ticari bankaların ana borç verme oranına bağlıdır ve 1 ila 4 puan üzerindedir.

Geliştirme kredileri, geliştirme süreci ilerlerken aşamalar halinde ödenir. Borç veren, geliştirme süreci ilerledikçe bütün ipotek üzerinden belirlenmiş oranlarda arazi payının serbest bırakılmasına izin verir ve bireysel parseller inşaatı yapanlara satılır. Arazi ve parseller satılıp serbest bırakıldığında, borç alan bu serbest bırakma karşılığında borç verene bir ödeme yapmalıdır. Bu ödeme genelde yüzde 10 ile 20 arasında ve serbest bırakılan arazi ile ilişkili olan başlıca faize oranla daha büyüktür (Miles, 2000). Böylece borç veren tercih edilen parsellerin erken satışından daha geri ödeme almış olacak ve geliştirilen projenin satışı bitene kadar geliştiricinin kârına saygılı davranmış olacaktır.

Gayrimenkul inşaatı finansmanı ticari bankaların önemli bir rol oynadıkları, uzmanlık gerektiren bir süreçtir. İnşaat kredileri, hammadde, inşaat malzemeleri, iş gücü, genel idari giderler ve ilişkili maliyetleri karşılamak için kullanılır. Gayrimenkulün kendisi kredi için başlıca teminattır. Ayrıca geliştiricinin bazen başka bir gayrimenkul, menkul kıymet ve üçüncü bir kişinin garantisi gibi ek teminatları koyması da gerekebilir. İnşaat kredileri genelde 6 ay ile 2 yıl arasındadır ve arazi geliştirme kredileri gibi inşaat ilerledikçe aşamalar halinde ödenir. Örneğin kredinin %20'si inşaat tesisi kurulunca, diğer %20 kaba inşaatın ortaya çıkmasıyla ödenir ve bütün kredi bu düzende dilimlere ayrılır.

Bu yolla, inşaatı finanse eden, verdiği kredinin istenilen amaçlar doğrultusunda kullanımını garanti etmiş olur. İnşaatın istenilen şekilde ilerlememesi durumunda, borç veren mülkün değerinin inşaat kredisi ödemelerine eşit miktarda artmış olacağını ümit eder. Klasik olarak, borç alan geliştirici, sağlanan fonlar için ödeyeceği faize ek olarak başlangıçta bir kredi ücreti ödeyecektir.

İnşaat kredilerinin geri ödeme kaynağını genellikle bir alt bölümde açıklanan sürekli krediler oluşturmaktadır. Kısa dönem borç verici olan inşaat finansörü, inşaatın bitiminde sürekli kredinin sağlanamayacağı olasılığını tasarlamada genellikle isteksizdir. Kendilerini korumak için, geliştiriciden bir sürekli kredi anlaşması taahhüdü temin etmesini inşaat kredisi sağlama şartı olarak isteyebilirler. Bu anlaşma, örneğin bir tasarruf ve kredi birliği veya bir hayat sigortası şirketi ile yapılan ve sürekli kredi sağlayan bir anlaşmadır ve yapı onaylanan plan ve özelliklere uygun olarak inşa edildiğinde sağlanır (Miles,2000). Bu sürekli kredi genellikle “takeout commitment” olarak adlandırılır. Çünkü bu anlaşma vasıtasıyla inşaat finansörü inşaat tamamlandığında sürecin dışına, işin dışına çıkarılmış olacaktır.

Sözleşmedeki faiz oranına ek olarak, sürekli kredi anlaşmaları borç veren tarafından sabit faizli bir özkaynak katılımını kapsayabilir. Katılımcılar, borç verenlere projenin işletme gelirini (gelir katılımı) veya sermaye kazancını (özkaynak katılımı) paylaşarak ürün ve verimlerini artırması için izin verirler.

Gayrimenkul geliştirmede kredi döngüsü, son aşamanın başladığı, gayrimenkulün sahibi veya kiracılar tarafından kullanıma geçirildiği dönemde sonlanır. Bu noktada, sürekli yani uzun dönemli kredi sağlanır. Bir uzun dönem kredi anlaşmasının sağlanmış olduğunu varsayarsak, geliştirici kredinin ödenmesi için, yalnızca kanıt olarak uzun vadeli borç vereni tatmin edici bir tamamlamaya ihtiyaç duyar. Kredinin büyük bölümü veya tamamı inşaat kreditorüne ödeme yapmak için kullanılır.

Bazen uzun dönem kredi anlaşmaları, sadece inşaatın tamamlanmasının dışında, kredinin tamamının ödenmesi öncesinde belirli bir düzeyde kiralamanın da başarılmasını gerektirebilir. Örneğin, kiralama başarısı gerekliliği, inşaatın tamamlanması sonrasında, uzun vadeli kredinin %70'i ödenecek, ancak uzun vadeli kredi ve ödeme dengesi için binanın %80'i belirlenen şartlarda kiralanmış olmalıdır, şeklinde olabilir. Bu tarz bir duruma sahip kredi “floor-to-ceiling loans” olarak adlandırılır. Çünkü 2 aşamada ödenir. Bu durumun amacı kredi geri ödemesi için

yeterli gelirin sağlanmış olduğunu son miktar ödenmeden garanti etmektir (Miles, 2000).

İnşaat için borç verenin, inşaat kredisi miktarında bir uzun dönemli kredi sağlanması konusunda ısrar ettiği düşünüldüğünde, eğer, geliştiricinin en iyi yapabildiği ceilingi inşaat kredisine eşit bir kiralama şartlı kredi ise, uzun vadeli kredinin floor miktarı inşaatın tamamlanmasında fonlanıyorsa bir boşluk ortaya çıkacaktır.

Bu boşluğu kapamak için, geliştirici ek bir kredi taahhüdü sağlamak durumunda olabilir. Bu boşluk taahhüdü ile, başka bir borç veren, ilk uzun vadeli ipotek kredisinin inşaatın tamamlanması sonrasında yürürlüğe girmemesi durumunda, ikinci bir uzun vadeli ipotek kredisi sağlamak konusunda anlaşma yapmış olacaktır. Bu ikinci kredilerin sağlanması için yapılacak bir anlaşma hem faiz hem de kredi ücreti olarak daha maliyetli olacaktır. Projenin yaşam süresi boyunca, sürekli kredinin geri ödenmesi için en bilinen üç yol Miles (2000)'a göre taksitle ödeme, yeniden finansman ve erken ödemeden oluşmaktadır.

Taksitle ödemede, kredi derece derece dönemi boyunca ödenebilir ve sonunda vadesinde bütünü ödenmiş olur. Bu noktada, sahibin özkaynak payı mülkün bütün piyasa değerine eşit olacaktır (bütün ipotek miktarı ve varsa özkaynak değer). İlk ipoteğin vadesi dolmadan mülk sahibi, kredi koşullarını borç verenle yeniden görüşebilir, kredi miktarını artırabilir veya mevcut ipoteği ödeyip yeni bir ipotek sağlama yoluna gidebilir. Mülkün satış potansiyelini artırmak adına, satın alıcıya daha çekici bir finansman sağlanması istendiğinde, mevcut borcu artırarak, sahibi için vergi harici nakit yaratmak ve mevcut borcu azaltmak için ve böylece aylık ödemeleri azaltarak, sahibine giden nakit akışını artırmak istenildiğinde yeniden finansman alternatifleri söz konusu olmaktadır. Genellikle mülk sahipleri sahipleri, mülkü ipotek kredisi ödenmeden satarlar. Böyle bir durumda, borç veren krediyi isteyebilir veya mülkün yeni sahibi mevcut krediyi ödemek ve yeni finansman sağlamak isteyebilir. İpotek kredilerinde erken ödeme durumu olarak bilinen bu konunun kredi verilmesi öncesinde görüşülmesi durumunda, sözleşmeler kapsamında bir ceza ödemesi gerektirmesi muhtemeldir.

3.2 Finansman Kaynakları ve Sistemleri

Gayrimenkul sektöründe, geliştirme projelerinin gerçekleştirilmesi için gerekli fonların hangi kaynaklardan sağlanacağı ve bu kaynakları yönlendirmek amacıyla hangi yolların izlenebileceği, geliştirme sürecinin finansman ayağı için büyük önem taşımaktadır. Sektörde, gerekli fonlar ve fonların sağlanacağı yollardan önce, bir gayrimenkul geliştirme şirketi için önemli olan, teminini istediği kaynağın hangi yolla elde edileceğini etkileyen faktörleri iyi analiz etmektir. Teker (1996)'e göre gayrimenkul finansmanı için yöntem seçimini etkileyen temel faktörler bulunmaktadır.

Düşük değerli konutlar veya gelir getirici gayrimenkullerin finansmanı tamamı sahibi tarafından sağlanacak özvarlık ya da borçlanmaya yoluyla yapılabilir. Daha büyük çaplı gayrimenkullerin finansmanı ise tek bir yatırımcı tarafından sağlanamayabilir ve birden çok yatırımcının özkaynaklarının biraraya getirilmesi gerekebilir. Daha büyük yatırımlarda ise finansman, borç vermek üzere bankaların yapacağı sendikasyonları ya da büyük çaplı menkul kıymet ihracını gerektirebilir.

Geliştirme projesi için sahip olunan arazi konut, ticaret merkezi, alışveriş merkezi, turizm ve eğlence merkezi gibi değişik amaçlar için kullanılabilir. Her kullanım amacı için ayrı bir finansman yöntemi uygulanmaktadır. Örneğin konut ve toplu konut yapımı için her ülkede geliştirilmiş değişik finansman metotları mevcuttur. Fonların oluşturulması, kullanılması ve bu işlerde aracılık eden kuruluşların yapısı ve işleyişi her ülkede, o ülkenin koşullarına göre farklılık gösterir. Konut finansmanı için gerekli kaynağın tamamı yatırımcı tarafından sağlanabilir veya uzman kuruluşların ipotek programlarından faydalanılarak ipotek kredisi yoluyla finansman yapılabilir. Gelişmiş ülkelerde, bu tarz uzman kuruluşlar orta gelirli ailelerin konut sahibi olmalarını sağlayabilmek için sayısız ipotek programı çerçevesinde kredi vermektedir. Ticari amaçlı gayrimenkullerde konuta göre daha az sayıda ipotek

programı bulunmaktadır. Büyük ticari gayrimenkuller ise daha değişik finansman yöntemleri gerektirmektedir. Örneğin kooperatifler şeklinde örgütlenerek kısa ve orta vadeli kredilerle finansman alışveriş merkezleri ve ticari gayrimenkuller için yaygın olarak kullanılmaktadır.

Yatırımcıların çoğu diğer yatırımcıların müdahalesi olmadan mülkiyet üzerinde tam olarak yönetim hakkı elde etmek ister. Gayrimenkul sahibi ise gayrimenkulden elde edilecek nakit akımı ve kârlardan pay almak isteyebilir. Bu durumda komandit şirket şeklinde bir örgütlenme çerçevesinde sınırsız sorumlu ortak, gayrimenkul üzerinde kontrolü elde ederken, sınırlı sorumlu ortaklar da gayrimenkulden gelecek nakit akımlarının sahibi olabilir.

Yatırımcıların birçoğu, üzerindeki gelir vergisi yükünü azaltmaya çalışır. Büyük gayrimenkul yatırımcıları ise makul ve yüksek miktarlarda vergi ödeyip gelirlerini azaltarak üzerlerindeki Kurumlar Vergisi'ni azaltmaya çalışırlar. Toplam vergi yükümlülüklerini en aza indiren finansman şekli tercih edilir.

Gayrimenkulün menkul kıymetin fiyatının borsadaki hareketinden etkilendiği durumda, menkul kıymet ihraç eden kuruluşun yöneticilerinin, borsada oluşan negatif hareketlerin hisse senedi ve borçlanma araçlarına olan etkisine karşı tedbirler alabilmesi gerekir. İhraççı kuruluşun piyasadaki finansal analistlerden ve diğer etkin finansal gruplardan önce fiyatları kontrol edebilecek hareketler yapabilmeleri zorunludur. Temettü dağıtımı, faiz ödemeleri ve nakit akımları politikaları oluşturarak piyasaya tepki verebilecek bir yönetim gerekir.

Finansman yönteminin, gayrimenkul sahibinin istemediği şekilde, projenin planlamasını, yapım sürecini ve gayrimenkulün işletilmesini etkilememesi gerekmektedir. Yatırımcılar genelde, finansman sağladıkları projelerden optimum nakit akımı ve maksimum kâr elde etmek isterler. Kontrolü elinde bulunduran gayrimenkul sahibi veya projeyi yürütmek üzere seçilmiş yönetim şirketi ise sadece proje bitiminde değil projeden sonra elde edeceği geliri maksimize etmeye çalışır. Finansman yönteminin seçiminde geliştirme sürecinde ortaya çıkabilecek bu tarz

çıkar çatışmaları gözönüne alınarak hem gayrimenkul sahipleri hem de finansörler için en uygun yapının oluşturulması gerekir.

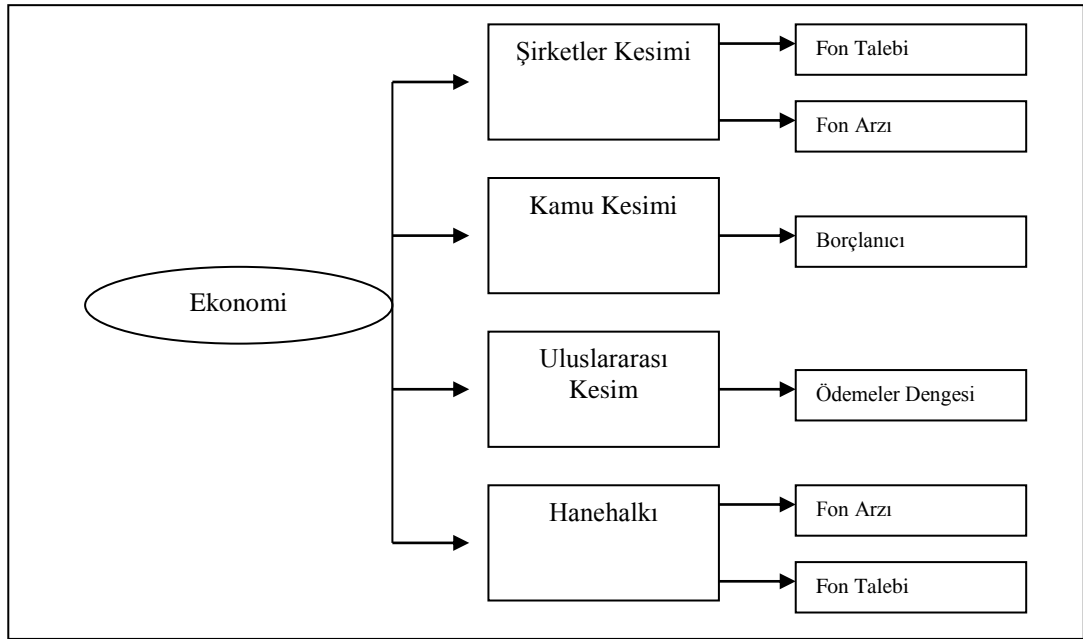
Nakit akımları düzenli ve kârlılığı iyi olan gayrimenkul projelerinin finansmanı için birçok alternatif finansman yöntemi söz konusudur. Buna karşılık mevcut durumu itibariyle değersiz olup büyük bir geliştirme projesi ile karlı hale gelebilecek ve bu nedenle risk taşıyan projelerin finansman alternatifleri daha kısıtlıdır. Bu tür projelere örnek olarak, büyük şehirlerin gelişmemiş veya gecekondulaşmış bölgelerinin ıslahı ve mülkiyetin kullanımı ile çevresini değiştirmek için gerekli geliştirme projelerini gösterebiliriz. Başlangıçta kötü bir görünüm veren böyle bir geliştirme projesinin şehir merkezindeki değerli bir arsanın üzerine yapılacak bir alışveriş merkezine göre finansmanı çok daha zor olacaktır. Bu tür yatırımlarda nakit geri dönüşleri uzun sürede olacak ve kâr tahminleri büyük sapmalar gösterebilecektir. Yatırımcıların, başlangıçta düşük faizlere razı olmaları ve nakit geri dönüşleri konusunda uzun vadeye ikna edilmeleri için menkul kıymetlerin cazip olanaklarla ihracı gerekebilir. Bu durumda yatırımcılara hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, proje ilerledikçe nakit dönüşlerinin artışı veya projedeki bazı mülkiyetlerin kullanım haklarının devri gibi bazı olanaklar sağlayacak finansman yöntemlerinin seçilmesi gerekir (Teker, 1996).

Gayrimenkul sahibi doğal olarak; kendisine vergi avantajları sağlayan, inşaat üzerinde ve gayrimenkulün kullanımında kontrol imkanı sağlayan ve maksimum kârı elde ederken maliyetlerini minimize eden finansman yöntemini tercih eder. Toplam maliyetler içinde finansman maliyeti de önemli bir yer tutmaktadır. Teker'e (1996) göre finansman maliyetini, uygun ortak ve borç veren kuruluş bulmak için yapılan harcamalar, kredi ve özkaynak temini için ödenen ücretler, kredi servis ücretleri (ipotek veya ticari kredi sözkonusu ise), kredi başvurusu ve menkul kıymet izahnamelerini hazırlama maliyeti (kanuni ücretler, muhasebe ücretleri, yatırım bankalarına ödenen ücretler, basım harcamaları ve bunlara benzer harcamalar), ihraççının finansal imajının güçlendirilmesi için yapılan reklam harcamaları, menkul kıymetler için yapılan pazarlama harcamaları, kredi derecelendirme kuruluşlarına

ödenen ücretler, menkul kıymetlerin ihraç sonrası takibi ve gerekli servislerin verilmesi için yapılan harcamalar oluşturmaktadır.

3.2.2 Finansman Kaynakları

Gayrimenkul ve gayrimenkul geliştirme sektörü için finansman kaynaklarını analiz edebilmek için genel ekonomide yer alan sektörleri incelemek gerekir. Alp (2000)'e göre, ekonomi Şekil 3.4'teki gibi dört sektöre ayrılabilir.

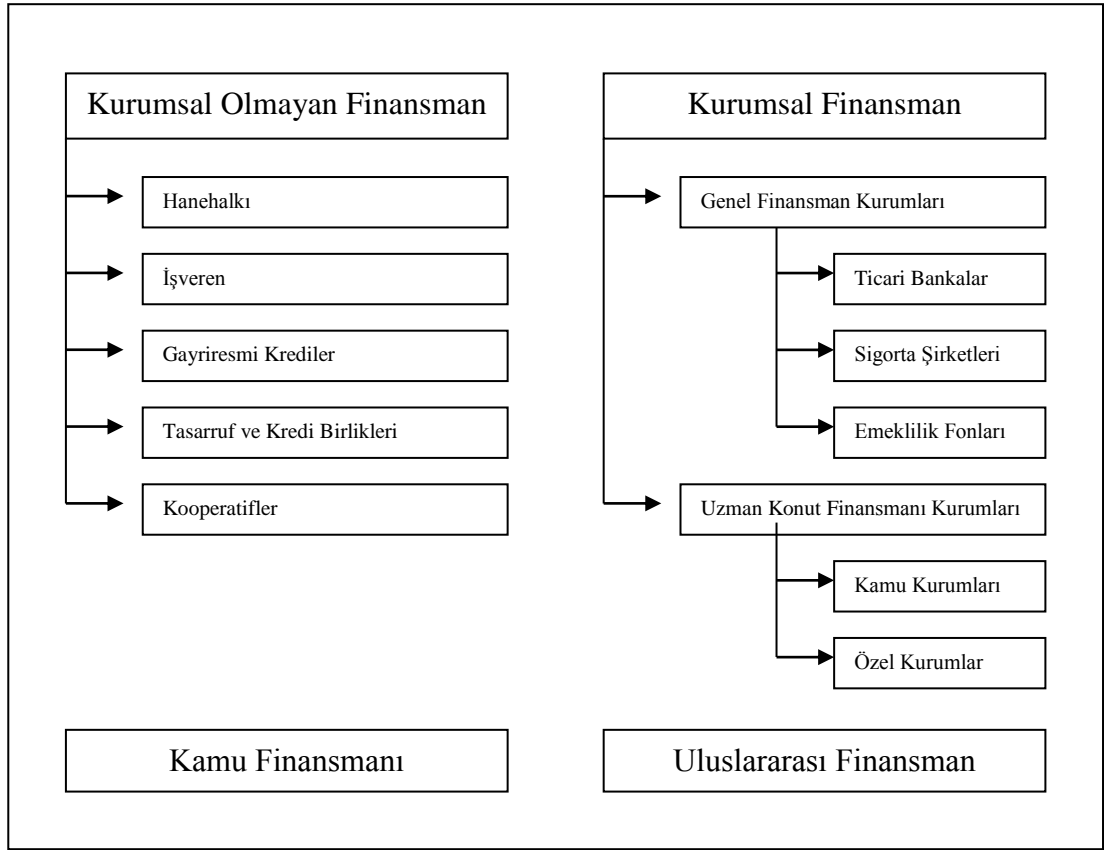


Şekil 3.4 : Ekonomide Sektörler

Bu sektörler arasında, temele inildiğinde gayrimenkul sektörü için tek fon kaynağı kişisel sektör diye adlandırılan hanehalkı gelirleridir. Şirketler kesimi içinde kaynak arz edenlerde olsa, genellikle kaynak talep eden konumdadır. Kamu kesimi ise değişmez bir şekilde borçlanıcı konumundadır ve çok az fona sahip olabilmektedir. Bununla birlikte hükümetler, kredi veya sübvansiyon şeklinde fon sağlamaktadırlar. Uluslararası kesim ödemeler dengesinin karşılığıdır. Eğer ödemeler dengesi fazlalığı var ise, ülkeden fon çıkışı, bunun tersine ödemeler dengesi açığı varsa bu da ülkeye fon girişi demektir. Ülkeler bazında olaya bakıldığında, gelişmekte olan ülkeler genelde ödemeler dengesi açığı vermekte, diğer bir deyişle yurt dışından fon

sağlamakta, sanayileşmiş ülkeler ise yurt dışına fon arz etmektedirler. Hanehalkı, ekonomide diğer sektörlerle fon transfer eden en önemli sektördür. Bununla birlikte hanehalkı içinde de büyük bir kesim yatırımcı iken yine büyük bir kesim net borçlanıcı durumundadır. Ancak netleştirildikten sonra hanehalkı kesimi yine de fon fazlası veren kesimdir. Hanehalkı doğrudan fon transfer etmez. Birçok ülkede, bankalardaki mevduat, hayat sigortası şirketleri ve emeklilik fonları hanehalkının tasarruflarının çok büyük bir kısmını oluşturmaktadır (Alp, 2000).

Genel olarak gayrimenkul finansman kaynakları, literatürde Şekil 3.5'te görülen dört başlıkta incelenmektedir.



Şekil 3.5 : Gayrimenkul Finansman Kaynakları

Gayrimenkul sektörü için, verimli kaynak yönetiminin gerçekleştirilmesinin zor olduğu kurumsal olmayan finansmanda, hukuki düzenleme eksiklikleri ve kayıt dışılık söz konusu olmaktadır. Kurumsal olmayan finansman, faaliyetlerini

düzenleyen kural ve yönetmeliklerin resmi bir şekilde oluşturulmadığı, sözkonusu faaliyetlerin gelenek ve uygulamalara dayandığı sistemdir (Alp, 2000). Ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde kurumsal sektörün yeterince oluşmamış olması gayrimenkul finansmanı için kurumsal olmayan kaynakların kullanımına yol açmıştır. Alp (2000)'e göre bu kurumsal olmayan kaynaklar şu şekilde özetlenebilir.

Hanehalkının cari gelirinden yapmış olduğu tasarruflar, kurumsal olmayan bir finansman kaynağıdır. Gelişmekte olan ülkelerde gelir düzeyi değişken olduğundan konut sahibi olmak isteyen kişiler yapabildikleri kişisel tasarrufları, bina malzemesi almak için kullanmaktadırlar. Yakın çevreden sağlanan fonlar, akrabalardan, arkadaşlardan, esas olarak yakın aile ilişkileri ile elde edilen ve insanların karşılıklı yardım amacıyla verdikleri, genelde faiz bile uygulanmayan fonlardır. İşveren veya çalışma arkadaşlarından sağlanan ve genel olarak faiz uygulanmayan fonlarda kurumsal olmayan finansman kaynaklarındandır. Bunların dışında, kurumsal olmayan finansman kaynağı olarak, hanehalkları, ihtiyaç duyduklarında geçmişte yaptıkları tasarruflarla elde ettikleri altın gibi değerlerini satma yoluna gitmektedirler veya tefeci gibi bazı kişilerden sağlanan, vadesi düşük ve faiz oranları çok yüksek olan, finansman için elverişli olmayan bir kaynağa yönelmektedirler.

Bir diğer kaynak tasarruf ve kredi birlikleri sisteminde biraraya gelen 50 ila 150 arasında katılımcı belirli esaslarla tasarruf yaparlar. Konut edinimi için uygulanan sistemde, üyeler sahip oldukları mevduat payına bakılmaksızın kararlarda bir oya sahiptir ve birliklerin borçlarından birlikte sorumludur. Üyeler arasında yönetim için bir komisyonun seçildiği sistemde, bu komisyonun kararı ile gerektiğinde üyelere kısa vadeli kredi de verilmektedir. Birliğin olağan idare işleri ise üyeler tarafından gönüllü olarak yerine getirilir. Üyeler genelde aynı işyerinde çalışan, aynı sosyal grupta yer alan, aynı inançları paylaşan, aynı çevrede yaşayan kişilerdir. Üyelerin çoğunluğu düşük gelir grubundan olmaktadır. Üyelerin birikim sağlamasının nedeni konut edinimi dışında başka amaçlar da olabilmektedir. Üyelere verilen konut kredileri genelde konutun tam değerini karşılamayabilecek belirli bir tutarda ve 5 yıl gibi orta vadede geri ödemeli olarak düzenlenmektedir. Bu koşullar birliğin

yönetmeliğinde veya esas sözleşmesinde yer almaktadır. Bu tür birlikler tarafından sağlanan kredi faiz oranlarının piyasa koşullarından düşük olduğu söylenebilir.

Nakit fonun sağlanmadığı fakat alıcı ile satıcı arasında belirlenecek vade ve vade farkı gibi koşullarla peşinattan geriye kalan miktarın tasfiye edildiği müteahhit kredileri yöntemi kurumsal olmayan finansman sisteminde önemli bir paya sahiptir. Ülkemizde yap-satçı olarak bilinen müteahhitler vadeli konut satımıyla alıcıları finanse etmektedirler. Yapımı tamamlanmış konutların satın alımından ziyade, yapıma başlama ve yapımın devamı aşamalarındaki alımlarda kullanılan bir yöntemdir. Piyasa koşullarında konut kredisi faizlerinin çok yüksek olması ve ortalama bir kişinin kredi bulmadaki zorlukları nedeniyle cazip bulunmaktadır.

Konut kooperatifleri, tasarruf ve kredi birliklerine çok benzemekle birlikte çok amaçlı olan birliklere karşın konut işinde uzmanlaşmışlardır. Tek amaç konuttur ve üretilen konutlar kooperatif mülkiyetinde bulunur. Birliklerde ise konut tek amaç olmayıp, konut üretiminde mülkiyet üyelere ait olur. Kooperatiflerde, konut inşa döneminde mülkiyet kooperatife aitken inşaat bitiminde çoğu zaman kooperatiflerin işlevlerini tamamlamasıyla mülkiyet üyelere geçmektedir. Genelde gelişmiş ülkelerde görülen bu uygulama az da olsa gelişmiş ülkelerde de uygulanmaktadır. Konutların tahsisinde belirli esaslara uyulmakla birlikte en çok kullanılan yöntemler “ilk üye olan ilk seçer” veya “kura” yöntemidir. Gelişmekte olan ülke hükümetlerinin çoğu konut edinimi için bu uygulamayı etkin görmüş ve teşvik için vergisel düzenlemeler yapmıştır.

Kurumsal olmayan finansman kaynağı olarak, işveren çalışanlarını finanse edebilir. İşveren maliyetlerin tamamını karşılayabileceği gibi bir bölümünü çalışanların ücretlerinden belirli şartlarla kesebilmektedir. Bazı ülkelerde hükümetler, düşük gelirlilerin konut edinimi için işverenlere bu tür yatırımlar yapmaları konusunda teşvikler getirmişlerdir. İşveren doğrudan yatırım yapabileceği gibi, çalışanlara piyasa koşullarına göre daha uygun şartlarla konut kredisi de tahsis edebilmektedir.

Kurumsal finansman, gayrimenkul geliştirme sektörünün ideal yapıya kavuşması için gerekli olan sistemdir. Kurumsal finansman, kamu otoriteleri tarafından onaylanmış ve hukuki temellere dayanan bir finansman sistemidir. Sistemde yer alan kurumların faaliyetleri incelemeye tabi olup, kamuya açıklanmaktadır. Resmi, bilinen ve görülen kuruluşlardan oluşan kurumsal sektörün finansman kaynaklarını uzman konut finansman kurumları ve genel finansman kurumları oluşturmaktadır.

Uzman konut finansman kurumları kamu tarafından kurulan banka ve şirketleri, aynı zamanda özel sektör tarafından kurulan finansman kurumlarını içermektedir. Kamu tarafından kurulan bankalar ve şirketler, sahip oldukları fonun büyük bölümünü hükümetlerin sağladığı tahsislerden, konuyla ilgili konulan vergi ve benzeri uygulamalardan edinmekte ve fonlarını özellikle konut finansmanında kullanmaktadırlar. Özel ya da kurumsal mevduat toplayabilir, düzenlenmiş olan ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilip satılmasıyla sermaye piyasalarından da borçlanabilirler. Özel sektör tarafından kurulan finansman kurumları, esas fon kaynakları, topladıkları mevduatlar ve ihraç ettikleri ipoteğe dayalı menkul kıymetler olmakla birlikte hükümet kaynaklı veya uluslararası fon da sağlayabilirler. Kamu tarafından kurulan kurumlar ile aynı avantajlara sahip olmalarına rağmen hükümetten sağladıkları finansal yardımlar oldukça düşük düzeydedir. Özel sektör tarafından kurulan kurumlar arasında gelişmiş ülkelerde örnekleri görülen Konut Birlikleri(İngiltere) ve Kredi ve Tasarruf Kurumları(ABD) gibi yapılar bulunmaktadır. Bu kurumların dışında ipotek bankaları, tasarruf bankaları ve vadeli konut satışıyla finansman sağlayan konut şirketleri uzman konut finansman kurumları arasında sayılabilir.

Uzman konut finansman kurumları, isimleri ve faaliyetleri bakımından farklılık gösterebilir bile, esas itibari ile bunların hepsi konut satın almak ya da inşa etmek isteyenlere ipotek kredisi tahsis etmektedirler (Alp, 2000). Kurumlar vermiş oldukları ipotek kredilerini topladıkları mevduatlarla finanse edebilecekleri gibi, düzenlemiş oldukları ipotek kredilerini menkul kıymetleştirerek veya bu iki yöntemi bir arada kullanarak fon sağlayabilirler. Gelişmiş ülkelerde hacimli bir şekilde faaliyette bulunan bu kurumlar, gelişmekte olan ülkelerde oluşum aşamasındadır.

Farklı uzmanlık alanlarına rağmen uzman konut finansman kurumlarına göre daha geniş bir hizmet portföyüne sahip olan ticari bankalar, sigorta şirketleri ve emeklilik fonları genel finansman kurumları olarak tanımlanır. Bu kurumlar uzman konut finansman kurumlarıyla rekabet edebilmek için son yıllarda bünyelerinde gayrimenkul finansmanı ile ilgili ayrı birim oluşturma eğilimindedir (Alp, 2000). Bu tarz girişimler mevzuatla kurumlardan herhangi birine avantaj sağlanmaması durumunda faydalı olacaktır.

Ticari bankalar, esas itibariyle ticari ilişkileri finanse etmekte ve gayrimenkul kredilerinin uzun vadeli olması sebebiyle gayrimenkul finansmanına yönelmemekte, yönelseler bile gayrimenkul kredileri genel kredi hacimlerinde çok sınırlı kalmaktadır. Kısa vadeli mevduat topladıkları için, kısa vadeli kredilere daha uygun yapıdadırlar. Bu sebepten dolayı ipotek kredisi hacimleri oldukça düşüktür.

Sigorta şirketleri, kamu, özel veya çok ortaklı olmak üzere üç şekilde kurulmakta ve belirli ölçüler ve koşullarla gayrimenkul finansmanı sağlayabilmektedirler. Sigorta şirketleri gayrimenkul sektörüne doğrudan değil, düzenlenmiş ipotek kredilerini ya da ihraç edilmiş olan ipoteye dayalı menkul kıymetleri satın alarak ve portföylerinde gayrimenkul bulundurarak dolaylı bir şekilde fon sağlamaktadırlar. Uzun vadeli mevduat topladıkları için uzun vadeli finansman için çok uygundur. Emeklilik fonları da, uzun vadeli fona sahip oldukları için gayrimenkul sektörüne finansman sağlayabilecek kurumlardır. Sigorta şirketleri ile benzer şekilde dolaylı finansman sağlamaktadırlar.

Konut ihtiyacı, sağlık, eğitim ve sosyal güvenlik ile birlikte sosyal politikanın en önemli unsurlarından biri olarak kabul edilmektedir. Bu nedenle kamu tarafından özellikle konut sektörüne özel ilgi gösterilmekte ve dolaysız yatırımlardan teşviklere uzanan bir yelpazede bu sektöre fon aktarılmaktadır. Gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede, kamu konutları düşük gelir gruplarına gerekli bir sosyal hizmet olarak düşünüldüğünden bu alana yatırım yapılmıştır. Ancak dolaysız yatırım çok maliyetli olduğundan zaman içinde bu uygulamadan vazgeçilerek teşviklere ağırlık verilmeye

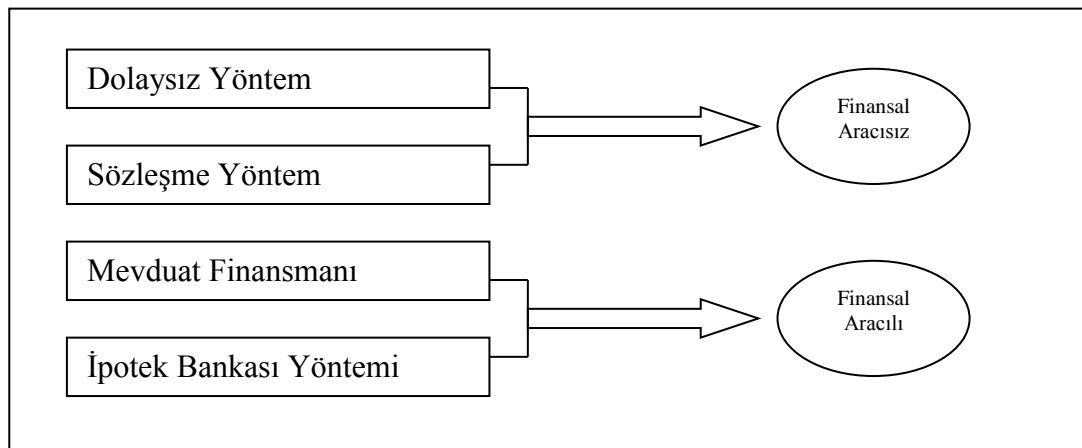
başlanmıştır. Bunun sebeplerinden biri de, başlangıçta çok büyük fon aktarılan bu yatırımlarda, konutların bakım, onarım ve diğer cari giderlerinin kendisine tahsis edilmiş olanların ödediği kiralarla finanse edilmemesi ve bu konutlara kamunun sürekli fon aktarmasının gündeme gelmesidir. Talebe göre sınırlı yatırım yapılabilmesi, bunun usulsüzlüklere sebep olması dolaysız yatırımın diğer bir sakıncasıdır. Bütün bu koşullar düşünüldüğünde kamunun sektöre fon aktarma yollarından kamu konutu ve kamuca inşa edilen konut projeleri gibi dolaysız yatırımlar yerine, kamu sübvansiyonları ve teşvikler gibi piyasa mekanizmasına daha yakın dolaylı fon aktarımı uygulamaları gündeme gelmiştir (Alp, 2000).

İnsan Hakları Evrensel Beyanname'si'nin 25. Maddesinde ki, kişilerin konuta sahip olmalarının yiyecek, giyim ve sağlık gibi yaşam standardının bir gereği olduğu ifadesi gibi uluslararası resmi düzeyde, konutun önemli bir insan hakkı olduğu konusunda beyanlar mevcuttur (Alp, 2000). Uluslararası düzeyde yüksek amaçlar belirlenmiş olmasına rağmen, kaydedilen gelişme son derece yavaştır. Bununla birlikte, Birleşmiş Milletler'e bağlı konut, inşaat ve planlama ile ilgili bir merkez oluşturulmuş ve çalışmalara başlanmıştır. Ayrıca Dünya Bankası ve bunun bağlı kuruluşu Uluslararası Finans Kurumu gibi kuruluşlar konut ile ilgili olarak üye ülkelere teknik yardımın yanı sıra çok sınırlı düzeyde finansal yardım da sağlamaktadır. Uluslararası düzeyde bu güne kadar sağlanan gelişim ele alındığında, yapılmış olan yardımlar genelde teknik yardım düzeyinde kalmıştır. Çok yüksek düzeyde olmayan bu teknik yardımların yanı sıra, ülkeler arasında yapılan karşılıklı anlaşmalar, ya da yurt dışı bankalar aracılığıyla sağlanan krediler ve uluslararası finansal piyasalarda satılan menkul kıymetlerden elde edilecek fonlar da kaynak oluşturmaktadır. Dünya'da yaşanan globalizasyon sonucu finansal piyasaların bütünleşmesi, gayrimenkul finansmanı için uluslararası piyasalardan menkul kıymet ihracı yoluyla kaynak sağlama yolunu açmıştır. Ülkemizde son yıllarda görülen Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nın ihraç ettikleri hisse senetlerine yapılan yurtdışı yatırımların tutarı bu görüşü doğrulamaktadır. Ayrıca, uluslararası fonların yurt içinden sağlanan fonlara önemli bir destekte bulunması için ipotek kredilerinin menkul kıymetleştirilmesi ve ipoteye dayalı menkul kıymetlerde standardizasyona gidilmesi uygulamalarının geliştirilmesi gerekmektedir.

Finansal hizmetler sektörünün son yıllarda ki hızlı değişimi ve bu çerçevede gayrimenkul finansmanının gittikçe artan kredi ve menkul kıymet tutarları ilgili ülkelerin finansal piyasalarını aşan ve uluslararası finansal piyasalara mal olan bir konu olmaktadır. Sermaye piyasalarının globalizasyonu, denetim ve yasal düzenlemeler, deregulasyon (mevzuattan arındırma) ve yeterli sermaye tabanı unsurları bu değişimi zorunlu kılmaktadır (Alp, 2000). Gayrimenkul finansmanını uluslararası finansal piyasalara taşıyan kurumlar genellikle uzman konut finansman kurumları olmaktadır.

3.2.3 Finansman Sistemleri

Gayrimenkul satın almak ya da inşa etmek isteyenler, bunun için ihtiyaç duydukları fonları finansman sistemleri sayesinde tedarik etmektedirler. Birçok ülkede, hükümetlerin çabaları sonucu çok karmaşık finansman sistemleri geliştirilmekle birlikte en bilinenleri dolaysız yöntem, sözleşme yöntemi, mevduat finansmanı yöntemi ve ipotek bankası yöntemi olmak üzere dört türdür. Bu sistemler çok genel olup, kendi aralarında da değişik türleri bulunmaktadır. Dolaysız yöntem ve sözleşme yönteminde finansal aracıya ihtiyaç duyulmazken, mevduat finansmanı ve ipotek bankası yöntemi finansal aracı ile birlikte çalışmaktadır (Alp, 2000). Finansman sistemleri Şekil 3.6’da görülmektedir.



Şekil 3.6 : Finansman Sistemleri

Dolaysız yöntem, finansal aracılık şekilleri bakımından etkin olmayan, ihtiyaç duyulan fonların birçok durumda akrabalarından sağlandığı bir sistemdir. Gelişmekte olan ve az gelişmiş ülkelerde gelişmiş finansman sistemleri ve olgunlaşmış finansal piyasalar bulunmadığından bu yol etkin bir ipotek finansmanı gibi kullanılmaktadır. Bazen gelişmiş ülkelerde bile, var olan finansal mekanizmayı kullanamayanların da bu yola başvurabildikleri görülmektedir. Yine gelişmiş ve sanayileşmiş ülkelerde, finansal kurumların finansal sıkıntıya düştüğü zamanlarda gayrimenkul sektörüne yönelik fon plasmanlarının azalması ile dolaysız yöntemin kullanımı söz konusu olmaktadır. Son yıllarda çok kullanılan bir türü satıcıların gayrimenkul alıcılarını vadeli satış yoluyla finanse etmesidir. Bu uygulama kurumsal finansmanın sıkıntıda olduğu 1970'li yılların sonu ve 1980'lerin başında A.B.D' de de kullanılmıştır (Alp, 2000).

Sözleşme yönteminde, konut sahibi olmak isteyen kişi, bu yöntemle finansmanda uzmanlaşmış kuruma yatırım dönemi boyunca piyasa fiyatlarının altında faiz getirisine razı olarak, tasarruflarını yatırır. Daha sonra ev sahibi olmak için krediye hak kazandığında , bu kişi aldığı krediye piyasa faiz hadlerinin altında bir faiz öder. Almanya, Fransa gibi ülkelerde gelişmiş ve kurumsallaşmış şekilde uygulanmakta olan bu sistem birçok ülkede de mevcuttur. Gelişmekte olan ülkelerde ise yöntemin değişik versiyonları kullanılmaktadır. Sosyal güvenlik fonlarının kullanımı bu fonların diğer kurumlarınkine göre fazla olması sebebiyle yaygındır. Brezilya bu sistemi en iyi kullanan ülkelerden biridir. Ülkemizde uygulaması bulunan Toplu Konut Sistemi ve araba alım kampanyaları temelde bu sisteme benzemektedir.

Gayrimenkul finansman sistemleri içinde, mevduat toplayan kurumların sağladıkları fonların bir bölümünü ya da hepsini gayrimenkul finansmanına aktarmasına dayanan mevduat finansmanı yöntemi en yaygın uygulamalardan biridir. Ticari bankaların topladıkları mevduatları çeşitli alanlarda kullanmakla birlikte gayrimenkul finansmanı için de ipotek kredileri düzenlemesi bu yöntem için iyi bir örnektir. Gelişmiş ülkelerde topladıkları mevduatları konut finansmanına kanalize eden uzmanlaşmış kuruluşlar bulunmaktadır. İngiltere'de Konut Birlikleri ve A.B.D'deki

Kredi ve Tasarruf Birlikleri bu kurumlar arasındadır (Alp, 2000). Bu yöntemde, toplanan mevduatlara reel faiz ödenmesi, faiz oranları üzerinde kontrollerin bulunmaması ve finansal sistemde rekabete açık bir kurumsal yapının oluşturulması kaynakların toplanması için gerekli şartlardır. Ayrıca finansal kurumlar arasında bazı kriterlere göre, örneğin mevduat toplama bakımından birçok ülkede yapıldığı gibi, kısa vadeli ve uzun vadeli mevduat toplayan kurumlar gibi bir ayrıma da gidilebilir. Gelişmekte olan ülkelerin bir çoğunda ki kamu açıkları, hükümetleri bu açıkları kapatmak için özel tasarrufa yöneltmektedir. Kamu bu açıkları kapatmak için hem yüksek faizle borçlanmakta hem de kendisine fon aktaran tasarruflara vergisel avantajlar sağlamaktadır. Bu durum, finansal piyasadan mevduat toplayan kurumlara karşı, rekabetin kamu lehine bozulmasına yol açmaktadır. Kamu tarafından uygulanan faiz hadleri üzerindeki kontrol, negatif faiz uygulamasına sebep olarak tasarruf sahiplerini mevduat yatırmaktan caydırmakta ve mevduat toplayan kurumları olumsuz etkilemektedir.

İpotek bankası yönteminde, ipotek bankası gibi kurumlar cari faiz oranlarından sermaye piyasalarında satmış oldukları menkul kıymetlerden sağladıkları fonlarla, sabit faiz oranıyla kredi temin ederler. Sistem, özel kesim kurumlarının da yer aldığı etkin bir ikinci el menkul kıymet piyasasının olması halinde mümkün olmaktadır. İpotek bankalarının tahvil satabileceği sermaye piyasasının olmaması sistemin işleyişini olumsuz etkileyebilir. Sermaye piyasalarındaki etkinlik ve işlem hacminin artışı bu kurumların fon toplayabilmelerine olanak sağlayacaktır. Sistem, tahvil piyasasına kamunun hakim olduğu İngiltere’de gelişmemişken, tahvil piyasaları gelişmiş olan Almanya ve benzer ülkelerde etkindir (Alp, 2000). İpotek bankaları tarafından ihraç edilen tahviller, sigorta şirketleri, emeklilik fonları ve bankalar gibi finansal araçlar tarafından satın alınmaktadır. İsveç gibi bazı ülkelerde, finansal kurumların portföylerinde belirli tutarlarda tahvil bulundurması zorunlu kılınmıştır. Ayrıca bireysel yatırımcıları tahvil satın almaya yönlentecek düzenlemeler yapılmaktadır. Amerika’da, ipotek bankaları verdikleri ipotek kredilerini kurumsal yatırımcılara satmakta, cazip kılmak için satılan ipotekleri sigorta ettirmekte ve hükümet garantisi sağlamaktadır.

3.3 Menkul Kıymet ve İpotek Finansmanı

Gayrimenkul geliştirme sektörünün finansmanı ve finansal döngüsü için menkul kıymet ve ipotek finansmanının önemi çok büyüktür. Bugün gelişmiş ülkelerde sektör finansmanında büyük hacme sahip olan menkul kıymet ve ipotek finansmanı geliştirme sektörünün finansmanı için en bilinen modern finansman yaklaşımlarından biridir. İpotek borcun ödenmesini temin etmek amacıyla mülkiyet rehni olarak tanımlanabilir ve gayrimenkul finansmanında, fon sağlayan kurumların fon ihtiyacı olanlara karşı teminatını sağlayan en önemli araçtır. Konutlarda, ticari gayrimenkuller de ipotek edilebilir. Konut ihtiyacının sosyal yönünün çok olması nedeniyle, bununla ilgili ipotek kredileri yurtdışında uzun süre gündemde kalmış ve ipotek piyasası sermaye piyasasının en etkin ve geniş hacimli bölümlerinden biri olmuştur. Dolayısıyla ipotek finansmanı, gayrimenkul sektörü için sağladığı ipotek kredileri ve ipoteğe dayalı menkul kıymetler yoluyla finansman ihtiyacında çok önemli bir yere sahiptir.

3.3.1 Gayrimenkul Finansmanı Sağlayan Menkul Kıymetler

Finansal piyasaları gelişmiş ülkelerde gayrimenkul finansmanı sağlayan menkul kıymetlerin sermaye piyasalarında önemli yeri bulunmaktadır. Bu menkul kıymetler sermaye veya borçlanma araçları olabildiği gibi bunların çeşitli kombinasyonları da olabilmektedir. Gayrimenkul sahiplerinin sahibi buldukları gayrimenkulleri likit hale getirme isteği ve yatırımcıların da en az riskle maksimum getiriye sağlayacak alternatif yatırım araçlarını aramaları sonucu, gayrimenkul menkul kıymetlerini ihraç eden kişi ve kuruluşlar ihtiyaçlara yönelik sürekli yeni yatırım araçları yaratmışlardır. Teker'e (1996) göre bu unsurlar, gayrimenkul menkul kıymetlerinin çeşitli farklılıklarla ihracını sağlamıştır.

Piyasa farklılıklarını menkul kıymetin ihracının hangi piyasalarda yapılacağı (iç piyasa, dış piyasa veya euromarket orjinli), bölgesel, ulusal veya uluslararası piyasalardan hangisinin satış bölgesi olarak seçileceği ve menkul kıymetin borsada

işlem görüp görmemesi belirler. Kısaca piyasa orjini, menkul kıymetin satış bölgesi ve kote durumu farklılık gösterebilir.

Bütün gayrimenkul menkul kıymetleri teminatlı değildir. Bir çok gayrimenkul şirketi ve finansal kurum; operasyonlarını, gayrimenkul ve ipotek yatırımlarını hisse senedi veya kısa vadeli borçlanma yoluyla finanse ederler. Ne oydan yoksun hisse senedi ne de hisse senedi ihracında teminata ihtiyaç yoktur. Varlığa dayalı finansmanda ise şirketin stokları, alacakları veya gayrimenkulleri teminat olarak kullanılmaktadır. İpotek finansmanında konut, ticari ve sınai gayrimenkuller, tarımsal gayrimenkuller veya kurumsal gayrimenkuller teminat olabilmektedir. Bütün ipotek kredileri ve ipoteye dayalı menkul kıymetler menkul kıymet teminatı oluşturabilirler. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerde teminat konut veya ticari ipotekler ya da ipotek paylaşım sertifikalarıdır.

Vergili veya vergisiz menkul kıymet geliri, özel veya kamu menkul kıymetleri ve ihraççı kuruluş (GYO, Grantor Trust, Remic) unsurları ihraç amacıyla ayırt edici özelliklerdir. Bazı ihraççılar, borç veren ve fon sağlayan kuruluşlar, bazıları da sadece aracılık yaparlar. Borç veren ve fon sağlayan kuruluşlar gayrimenkul geliştirme şirketleri, gayrimenkul yatırım şirketleri veya diğer borç veren kuruluşlardır. Aracılar ise, finansal kuruluşlar, holding kuruluşları ile ilişkileri bulunan yatırım bankaları ve aracılık yapan kuruluşlardır. Borç verenler sermaye ihtiyaçlarını hisse senedi, tahvil veya proje bazlı ihraç edilmiş menkul kıymet, ipotek kredisi veya gayrimenkul ve ipotek yatırımlarının gelirleri ile karşılarlar. İpotek kredisi verenler, verdikleri kredileri menkul kıymetleştirme yoluyla satarak yeni kredi için fon sağlamaya çalışırken, gayrimenkul yatırım şirketleri elde ettikleri özkaynakları ve yatırımları kullanarak kaldıraç etkisiyle yeni gayrimenkuller edinmeye uğraşır. Aracılar ise teminat sağlama maliyeti ile menkul kıymet satış tutarı arasındaki farkı maksimize ederek kârlarını artırmaya gayret ederler. Teminat maliyeti gayrimenkul veya ipotegin alış maliyeti ve aracılık yükleniminin toplam maliyetidir (Teker, 1996).

Garantili veya garantisiz ipotekler, garantili veya garantisiz menkul kıymet anapara ve faiz ödemeleri ve kredi değerliliğini artırıcı metodlar olarak, fazla teminatlandırma, sigortalanmış ödemeler, ödeme kredisi garantisi ihraç farklılığı yaratmaktadır. Menkul kıymet ihracını gerçekleştiren kuruluş, düşük risk derecelemesi alabilmek için fazla teminatlandırma, garanti tahvilleri ve kredi sağlanması uygulamasına gidebilirler. Fazla teminatlandırmada, teminat olarak tutulan ipotekler menkul kıymet ihracı tutarının %100'ünden fazladır.

İhracı yapılan gayrimenkul menkul kıymetleri istenilen koşullara göre çeşitli şekillerde gerçekleştirilebilir.

- Borçlanma veya özkaynak finansmanı sağlayan menkul kıymetler.
- Hisse senedi veya oydan yoksun hisse senedi.
- Sınırlı ve sınırsız süreli menkul kıymetler.
- Tek bir varlık veya bir çok varlık finansmanı için kullanılan menkul kıymetler.
- Destekleyici unsurlarla ihraç edilen menkul kıymetler.
- İhraççının diğer bir menkul kıymetine veya başka bir ihraççı tarafından çıkarılmış menkul kıymetlere çevrilebilir menkul kıymetler.

Menkul kıymetler özelliklerine göre de farklılıklara sahiptir. Ödeme aktarmalı veya tahvil tipli ipoteğe dayalı menkul kıymetler, sabit veya değişken faizli menkul kıymetler, tamamen değişken faizli veya tavanlı değişken faizli menkul kıymetler, faiz ödemeli veya faiz biriktirmeli, kısa, orta ve uzun vadeli menkul kıymetler, bir veya bir çok para birimine dayalı menkul kıymetler, swap fonksiyonu olan menkul kıymetler, çağrılabilen veya kısmen çağrılma korumalı menkul kıymetler söz konusu olabilmektedir. Ayrıca, menkul kıymet ihracının büyüklüğü ve menkul kıymetin minimum işlem miktarı da farklılık yaratabilir.

Gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi sonucu elde edilecek getirileri farklılıklar gösterebilir. Bu farklılığı yaratan nedenler Teker'e (1996) göre şöyle sıralanabilir.

- Borçlanma ve özkaynak elde etmek amacı ile kullanılan menkul kıymetlerin yapılarının farklı olması,
- Her iki türün piyasalarının birbirinden çok farklı olması,
- Pazarlama stratejilerinin ayrı oluşu,
- Piyasa imajı ve kredi durumu açısından gayrimenkule dayalı menkul ihraççısı ve borçluların değişik özellikler göstermesi.

Menkul kıymet getirilerinin farklı olmasına neden olan bu unsurların yanısıra gayrimenkul menkul kıymetlerinin getirisini etkileyen faktörler bulunmaktadır. Menkul kıymetin yapısı ve vadesi, kredi değerlendirme, garanti ve sigorta, teminatlandırma, faiz ödeme planı ve kâr payı ödeme stratejileri getiriye etkileyen faktörlerdir. Bunların dışında menkul kıymetin bazı unsurları yatırımın getirisinin genel getiri sıralamasındaki durumunu etkiler. Bu unsurlar, birikmeli faiz yükümlülükleri, değişken faizli borç, değişken faizli borçlardaki sınırlandırılmış oran değişiklikleri, borç ya da hisse senedine bağlı varantlar, sınırlı süreli ya da süresiz vadeli menkul kıymetlerdir. Menkul kıymetlerin getirisinin belirlenmesi geleneksel ya da geleneksel olmayan ölçütlerle belirlenebilir. Ancak bu ölçütler menkul kıymetin özelliklerini içerecek şekilde değiştirilebilir. Teker (1996)'e göre sabit getirili menkul kıymetler cari getiri, vade sonuna kadar getiri ve geri çağrılana kadar getiri oranları ile ölçülür.

3.3.2 İpotek Kredileri

Günümüzde, gayrimenkul geliştirme sektörü için en gelişmiş finansman şekli finansal kurumlardan sağlanan ipotek kredileridir. Geliştirici şirketler için, kendi finansal yapılarına en uygun ve para yönetimi konusunda maksimum verimin alınacağı ipotek kredisi türünün seçimi çok önemlidir. Ayrıca yine geliştirici şirketlerin ürettikleri projelerin alıcılarını finanse eden bu sistemde, kredi türleri alıcılar için de hayati önem taşımaktadır. Gayrimenkul finansman piyasası gelişmiş olan ülkelerde, gayrimenkul satın almak ya da inşa ettirmek isteyen ancak yeterli fona sahip olmayan kişi ve kurumların, gerekli şartları taşımaları halinde, başvurabilecekleri birçok ipotek kredisi türü vardır. Finansman kurumları, verdikleri

İpotek kredilerine talep yaratabilmek, bu talebi yaratırken kendi finansal bünyelerini, ne kredinin verilmiş aşamasında ne de sonra sıkıntıya sokmamak için zaman içinde birçok İpotek kredisi türü yaratmışlardır. Kişi veya kurumlar İpotek kredilerinden en uygun olanı seçmek için, ön ödemeyi yapabilme gücü, gelir düzeyi, kredinin vadesi ve kredi kurumları tarafından istenen diğer şartları göz önünde bulundurmaya zorundadır. Kredi talep edenler, finansman kurumlarının verebileceği İpotek kredisi türlerine, uygulanan faiz oranlarına, geri ödemelerin yapılış şekline, gerekli hizmetlerin sağlanma koşullarına ve kredi değerlendirme süreci gibi faktörlerin ışığında başvuracakları finansman kurumlarını seçerler (Eger, 1990). İpotek kredileri ülkeden ülkeye, mevcut finansal piyasalara göre değişiklik gösterebilmektedir. Bunlardan en yaygın olarak kullanılanlar klasik İpotek kredisi, artan geri ödeme tutarlı İpotek kredisi, değişken oranlı İpotek kredisi, fiyat seviyesine endeksli İpotek kredisi ve çift endeksli değişken oranlı İpotek kredisidir.

3.3.2.1 Yaygın İpotek Kredileri

Teknik olarak İpotek kredisi, krediyi verenle krediyi alanın üzerinde anlaşmaya varacakları her şekilde olabilir. Bununla birlikte, klasik İpotek kredisi, uzun vadeli, sabit faiz oranlı, anapara ve faizi kapsayan sabit aylık ödemeli, tamamen amortize edilen bir konut kredisi şeklindedir. Bu İpotek türü, İpotek kredisinin vadesi içinde, ödünç alınan borcun faiz ve anapara olarak eşit taksitlerle geri ödenmesidir. Sahip olduğu bu özellikler sayesinde, klasik İpotek kredilerinin, enflasyon oranları ve buna bağlı olarak faiz oranlarının çok değişken olmadığı ülkelerde başarılı uygulamalarına rastlanırken, yüksek ve değişken faiz oranlarının bulunduğu, politik riski yüksek geçiş ekonomileri için uygun değildir. Bu nedenlerden dolayı, istikrarsız bir ekonomiye sahip Türkiye'de uygulama imkanı bulamayan klasik İpotek kredileri orta gelir grubunu finanse etmede çok önemli yere sahiptir. İpotek kredilerinde geri ödemeler aylık olarak yapılmakta ve konutlar için 20 yıldan 30 yıla uzanan vadeler söz konusu olmaktadır. Diğer gayrimenkuller ise türüne göre farklılık göstermekte, ancak konuta göre daha kısa vadelere olmaktadır (Alp, 2000).

Artan geri ödeme tutarlı ipotek kredileri, düzenlenen sözleşmelerle belirlenen koşullar doğrultusunda, ipotek kredilerinin geri ödeme tutarlarının, kredi alanla veren kurum arasında, kredinin vadesi boyunca, belirli sürelerde artırıldığı ipotek kredileridir. Kişilerin yaşları ile ilgili olarak gelir, tüketim ve tasarruf gözönünde bulundurularak yapılandırılan bu kredilerde, genelde geri ödeme tutarları kredinin vadesinin başladığı yıllarda daha düşük olmakta ve zaman içinde artmaktadır. Geri ödeme tutarlarının başlangıçta ne kadar olacağı ve hangi oranda ne zaman artacağı, düzenlenen sözleşme türüne ve sözleşmeyle belirlenen geri ödeme planına bağlı olarak değişir. Bu tutarlardaki artış yüzdesi, sözleşmenin düzenlendiği ülkenin ekonomik durumuna göre belirlenmektedir. Bu kredilerde, klasik ipotek kredisi gibi, enflasyon yaşayan ve bu enflasyon oranının değişken olduğu Türkiye gibi ekonomilerde kredi veren kurum açısından risklidir. Faiz oranı sabit olduğu için, kredi alanlar için, erken ödeme hakkı dolayısıyla caziptir. Piyasa faiz oranlarının azalması halinde, erken ödeme ile kredi alan taraf krediyi kapatabilecektir. Kredi faizlerinin artması halinde de, daha düşük borçlanma imkanı kredi alanların lehine olacaktır.

Değişken oranlı ipotek kredisi, vade uyumsuzluğu sorunu ve bunun sonucunda ortaya çıkan faiz oranı riskine karşı kredi veren kurumları koruyacak bir ipotek kredisidir. Verilen ipotek kredisinin faiz oranlarının, kredinin vadesi boyunca sözleşmede önceden belirlenen sürelerde değiştirilip yeniden belirlendiği kredi türünü ifade etmektedir (İAV, 2001). Faizlerin yeniden belirlenme dönemleri ilgili ülkenin ekonomik koşullarına bağlı olmaktadır. ABD ve Japonya gibi istikrarlı ve enflasyon rakamlarının düşük, değişken olmadığı ülkelerde 2-3 yılda faiz oranları yeniden belirlenebilirken, yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde bu süre 6 veya 3 aya kadar inebilir (Alp, 2000). Değişken faiz oranıyla kredi veren için avantajlı olan bu kredilerde, ipotek kredisi kullanımında her zaman sözleşmeyi fesh etme hakkı bulan kullanıcılar, faiz oranlarının düştüğü zamanlarda, aynı sözleşme ile yeniden faiz belirlenmesi ile yeni sözleşme maliyetinden kurtulmuş olur. Bu kredilerde, geri ödeme tutarları için, dönemsel sınırlamalar koyularak, sözleşmelere konulan hükümler yoluyla dönemsel değişimin belirli oranlarda kalması sağlanabilir. Bu sınırlama oran sınırlaması veya ödeme sınırlaması şeklinde olmaktadır. Ayrıca

kredinin vadesi boyunca üst faiz limiti gibi bir sınır koyarak, sınırlama yoluna gidilebilir.

Kredi veren kurumları, vade uyumsuzluğu sorunu ve bunun sonucunda ortaya çıkan faiz oranı riskine karşı koruyan bir diğer ipotek kredisi de, fiyat seviyesine endeksli ipotek kredisidir. Bir kredi anlaşması ile reel faiz, ödeme süresi ve endeksleme dönemleri belirlenir. Aylık ipotek kredisi geri ödeme tutarı, satınalma gücü bakımından eşit ödemeler şeklindedir. Kredi alan, ilk endeksleme dönemine kadar belirlenen ödemeleri gerçekleştirir, endeksleme döneminde kalan borç bakiyesi önceden saptanmış bir endekse göre artırılır ve yeni bakiye belirlenir. Borç bitene kadar bu uygulama devam eder (Nurolbank, 2002). Verilmiş olan krediye uygulanan faiz oranının belirli dönemlerde değişiyor olması ve fonksiyon itibari ile kredi veren kurumu faiz oranı riskine karşı koruyor olması ile değişken oranlı ipotek kredilerine, aylık geri ödeme tutarlarının reel olarak da olsa sabit kalmasıyla, klasik ipotek kredilerine benzemektedir. Fiyat seviyesine endeksli ipotek kredileri, ödemelerin reel faiz oranıyla yapılmasını sağladığından enflasyon riskini ortadan kaldırmaktadır. Düzenlenen sözleşmelerde, reel faiz oranı, kredinin süresi ve fiyat düzeyini hesaplamak için kullanılacak olan endeks, genellikle tüketici fiyat artış endeksi yer alır.

Çift endeksli değişken oranlı ipotek kredileri, fiyat seviyesine endeksli ipotek kredileri gibi enflasyonun geri ödemeler üzerindeki olumsuz etkisini ortadan kaldırmak için geliştirilmiş olan bir kredi türüdür. İpotek kredisi bakiyesi belirli bir endekse göre artırılırken, kredi alanın geri ödeme tutarları ise gelir düzeyindeki artışa endekslenerek, borçlunun ödeme gücünün ekonomik risklere karşı korunması sağlanmaktadır. Kişilerin gelir düzeylerindeki artışların enflasyon oranından fazla olduğu dönemlerde geri ödeme tutarları mevcut kredi bakiyesine göre fazla olacağından bu fazla ödemeler, gelir düzeyinin düşük olduğu dönemlerde oluşan kredi bakiyesindeki artışları telafi eder. Gelir düzeyindeki artışların enflasyon oranına göre, düşük olduğu dönemlerde oluşan kredi bakiyesindeki artışlar, kredinin kalan vadesi içinde eşit geri ödemelerle itfa edilebilir. Bu kredi türü, kredi alanları enflasyon oranında bir gelir artışına sahip olunmama durumunda korumakta ve

ödeme güçlüğü sonucu gayrimenkullerin haczedilmesini önlemektedir. Enflasyon yaşanan ülkelerde, bu tür kredi ve türevleri uygulanmış, Kolombiya gibi örneklerde başarılı uygulamalar söz konusu olmuştur.

3.3.2.6 Diğer İpotek Kredileri

Açıklanan ve kullanımı yaygın olan bu ipotek kredisi türleri dışında, ülke koşulları ve mevcut konjonktürün durumuna göre uygulanan başka kredi türleri de vardır. Açıklanmış olan kredi türleri bir finansman kurumu tarafından mutlaka uyulması gereken türler olmadığı için, kreditor kurumlar, ekonomik durum, kaynak imkanı, finansal durum, rakip firmalar gibi faktörleri de inceleyerek kendi pazarlama stratejileri doğrultusunda, yaygın kredi türleri dışında, bu türlerin bir veya birkaçının özelliğini taşıyan karma ya da tamamen kendine has ipotek kredileri düzenlemektedir (Alp, 2000).

Karma ipotek kredileri, farklı ipotek kredilerinin özelliklerini bünyesinde taşımaktadır. Geri ödeme koşulları, genellikle klasik ipotek kredisi ve değişken oranlı ipotek kredisi özelliklerine göre şekillendirilir. Kredi sözleşmesinde belirlenmiş 5, 7 veya 10 yıl gibi belirli bir süre sabit devam eden geri ödemeler, bu sabit ödemeli başlangıç süresi dolduktan sonra, sözleşmede belirlenmiş olan endekse göre, 6 ay gibi kısa sayılabilecek dönemde yeniden hesaplanır. Kredi vereni faiz oranı riskine karşı korumak için uygulamaya konmuş olan bu kredi türü, finansman kuruluşunun, sabit faiz oranının kalacağı süreyi belirlemesi için, faiz oranlarındaki değişimi öngören bir analiz yapmasını gerektirir. Sabit faiz dönemi sonunda ise, faiz oranı belirli aralıklarla değişeceği için, kreditor kurumlar faiz oranı riskinden kurtulmaktadır.

Birincil piyasada kredi talep edenlerle, ikincil piyasada yatırım yapmak isteyenlerin aradığı birçok özelliği bünyesinde barındırması ile hacminde büyük artışlar görülen sabit oranlı/basamaklı ödemeli ipotek kredilerinin, kredi alanlara sağladığı en büyük avantaj, çok düşük bir ön ödeme tutarıyla alınabiliyor olmasıdır. Kredi talep edenlere görece olarak yüksek bir satın alma imkanı sağlanmakla birlikte, kredinin

uygulanabilmesi için, yüksek faiz oranlı ve kredi talebinin azaldığı piyasaların sözkonusu olması gerekmektedir. Finansal kuruluşların, pazarlama stratejilerine göre geliştirdikleri ve talep yaratmada çok başarılı oldukları bu krediler, 30 yıl vadeye kadar olabilmekte, ancak genellikle 15 yıl olarak düzenlenmektedir. Kredi faiz oranları sözleşmede belirlenen süre ve endekse göre değişmekle beraber, kredinin başlangıç döneminde uygulanan faiz oranları piyasa faiz oranlarından düşük olmaktadır. Faiz oranlarının alt ve üst sınırlarının sözleşmede belirlendiği ve faiz oranlarının yılda en fazla bir kez yenilendiği krediler, birçok bakımdan artan geri ödeme tutarlı ipotek kredilerine benzemektedirler.

Yüksek ödemeli ipotek kredileri, başlangıçtaki geri ödeme düzeyleri, eşit geri ödemeli ipotek kredisine göre daha düşük düzeyde olduğundan kredi talep edenlere çok cazip gelmektedir. Ön ödeme tutarları çok düşük tutularak kredinin elde edilmesi kolaylaştırılmaktadır. Vadeler 20 ile 30 yıl arasında değişirken, faiz oranları sabit ya da değişken olabilmektedir. Düşük düzeyli geri ödemeler nedeniyle, kredinin amortize olabilmesi için belirli dönemlerde kredinin tutarını aynı oranda azaltan ara ödemeler bulunmaktadır. Bazı durumlarda ara ödemeler de olmadığı için, geri ödemelerle itfa edilemeyen kredi bakiyesi vade sonuna sarmaktadır. Bu durumda kredi alan, krediyi kapatmak için ya krediyi aldığı kurumdan mevcut kredi bakiyesi tutarında yeni bir kredi alır ya da başka bir kredi kurumundan borçlanarak mevcut kredi borcunu kapatır (İAV, 2001).

İki aşamalı ipotek kredilerinde, kredi vadesi boyunca, faiz oranı belirlenen endekse göre yalnızca bir defa değiştirilmekte ve belirlenen yeni faiz oranı kredinin geri kalan vadesinde devam etmektedir. Klasik ipotek kredisinden ayrılan yanı, başlangıç dönemi ve endeksleme dönemi sonrası olmak üzere iki ayrı dönemde iki ayrı faiz uygulamasıdır. Vade boyunca bir kerelik bile olsa faiz oranının mevcut koşullara göre değişimi, kredi vereninin riskini azaltmaktadır. Kreditor kurumlar, kredi talebi yaratmak için, başlangıçta piyasa faiz oranlarına göre düşük faiz oranları uygularlar.

3.3.2.3 İpotek Kredileri İle İlgili Riskler

İpotek kredileri ile ilgili faiz oranı, erken ödeme, kredi, likidite ve satılma gücü riskinden söz etmek mümkündür.

Faiz oranı riski, piyasada faiz oranlarının değişimi sonucu ortaya çıkabilecek zarar riskini ifade eder. İpotek kredilerinde faiz oranlarının artış göstermesi kredinin fiyatını düşürürken, azalması kredinin fiyatını artıracaktır. İpotek kredisi uzun vadeli bir yatırım olduğu için, yatırım süresi boyunca faiz oranı riski mevcut olacaktır. Faiz oranlarındaki aşırı değişimlere karşı yapılacak sigorta, riski kontrol etmek için en çok başvurulan yollardan biridir.

İpotek kredisi alanların, herhangi bir ceza ödemedi, kredi vadesi boyunca erken ödeme yapma veya krediyi kapatma haklarının, kredi veren kurumlar için ortaya çıkarabileceği nakit akımındaki belirsizlikler erken ödeme riskini ifade etmektedir. Piyasa faiz oranlarının istikrarlı olduğu dönemlerde az görülen erken ödemeler, faiz oranlarının hareketli olduğu özellikle düştüğü dönemlerde, kredi alanın daha uygun koşullarla yeniden finansman imkanı sebebiyle çok görülmektedir (Alp, 2000).

İpotek kredisi almış olan borçlunun, krediyi ödeyememe durumunda ortaya çıkan risk ise kredi riskidir. Kredi geri ödemelerinin aksaması durumunda, kredi veren kuruluş ipoteği nakde dönüştürerek krediyi tahsil yoluna gider. İpotek sigortası ve kurumsal derecelendirme kurumlarının değerlendirmeleri riskin kalkması için önemli faktörlerdir. Ayrıca riskin azaltılması için ipotek ödemelerinin gelire oranı ve kredi tutarının mülkün değerine oranı gibi göstergelere önem verilmelidir (İAV, 2001).

Likidite riski, satın alınmış olan ipotek kredilerinin acilen nakde dönüştürülmesi gerektiğinde karşılaşılabilecek zarar riskidir. İkincil piyasaları gelişmiş olan ülkelerde, ipotek kredilerine dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerin çoğunun likiditesi çok yüksek olup, paralel olarak likidite riskleri düşük düzeydedir. Ancak etkin ikinci el piyasasına rağmen alım satım marjı, diğer borçlanma senetlerine göre oldukça yüksektir.

Satınalma gücü riski, enflasyon dolayısıyla oluşan, yatırım aracının gelecekteki nakit akımlarının satın alma güçlerindeki belirsizliktir. Sabit faiz oranlı ipotek kredilerinde bu riskin yüksek olması nedeniyle değişken faiz oranlı ipotek kredileri yaygınlaşmıştır.

3.3.3 İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler

Gayrimenkul finansmanı sorununun çözülmesinde ipotek kredilerinin önemi büyüktür, ancak bu kredileri sağlayacak olan finansman kurumlarının kaynakları sınırlıdır. Kurumlar, genel olarak sağladıkları ipotek kredilerini, topladıkları mevduatlarla ya da düzenlemiş oldukları ipotek kredilerini ikincil piyasada satarak elde ettikleri fonlarla finanse etmektedir. Uzun vadeli gayrimenkul finansmanı için uzun vadeli mevduat toplayabilmek zor olduğundan, kredilerin ikincil piyasada satılarak fon elde edilmesi finansal kurumlar için daha avantajlıdır. Finansal kurumların, kısa vadeli fon toplama karşısında uzun vadeli gayrimenkul finansmanı sonucu karşılaştığı vade uyumsuzluğu sorunu ipoteğe dayalı menkul kıymetler yoluyla kaynak yaratılması sonucu kısmen çözülmektedir. Uzun vadeli mevduat toplamının zorluğuna karşın, likit bir piyasaya sahip olan ipoteğe dayalı menkul kıymetler yoluyla uzun vadeli veya buna yakın sürelerde fon bulmak mümkün olmaktadır.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler, düzenlenmiş olan ipotek kredilerinin biraraya getirilmesiyle oluşturulan ipotek grubuna dayalı olarak ihraç edilen menkul kıymetlerdir. İpotek piyasaları ile sermaye piyasalarının entegrasyonunu sağlayan bu uygulama, ABD, Danimarka, Fransa, Almanya ve İngiltere gibi finans piyasaları gelişmiş ülkelerde çok yaygındır. Değişken oranlı ipotek kredisi ve çifte endeksli değişken oranlı ipotek kredisi gibi yeni kredi çeşitleri ile, yüksek enflasyondan kaynaklanan bazı sorunlar giderilmiş, hem kredi sağlanan hem fonlama sağlayan kitle genişlemiş ve kurumsal yatırımcıların piyasalara girişi sağlanmıştır (Alp, 2000).

Özel sektör kurumları tarafından gerçekleştirilen bilanço dışı menkul kıymetleştirmede, ipotek kredisi açan kurumlar, bu kredilerini bütün hakları ile beraber, iflas riskinden uzak yapılandırılan özel amaçlı kuruma, menkul kıymet ihracı için devrederler. Menkul kıymet sahiplerine yapılan ödemeler, ipotek kredilerinin faiz ve anapara geri ödemelerinden kazanılan tutarla yapılırken, alacaklara ilişkin anapara ve faizlerin takip ve tahsil işlemlerinin yürütülmesi, elde edilen nakit girişlerinin özel amaçlı şirkete iletilmesi, genellikle ipotek kredilerini açan kaynak firma tarafından gerçekleştirilir.

İpotekten geçen menkul kıymetler, ipoteye dayalı menkul kıymetler içerisinde en yüksek hacme sahip olan menkul kıymettir. Bu ürünlerde, bir yed-i emin tarafından saklamaya alınan ipotekler, söz konusu menkul kıymetler için teminat görevindedir. Kamu veya özel sektör tarafından ihraç edilen menkul kıymetler, faiz ve anapara ödemelerinden ihraççı kurumun hizmet ve garanti gibi ücretleri düşmesinden sonra, yine ihraççı kurum yoluyla ödeme aktarmalı menkul kıymet sahibi yatırımcılara transfer edilir. Menkul kıymet sahiplerine ödenen faiz tutarı, ipotek borçlularından sağlanan faiz tutarı ile paraleldir. Likiditenin çok yüksek olması ve tek bir ipotek yerine ipotek kredilerinden oluşan grupların bir bölümüne yatırım yapma imkanı ile yatırımcının riskini azaltmasından dolayı tercih edilmektedir (Nurolbank, 2002).

Teminatlı ipotek yükümlülükleri, bir ipotek kredisi grubuna ya da bir ödeme aktarmalı menkul kıymet grubuna dayalı olarak ihraç edilirler. İpotekten geçen menkul kıymetlerden farklı olarak altı ayda bir ödemelidirler. Nakit akımlarını doğrudan veya ödeme aktarmalı menkul kıymet grubuna dayalı olmaları halinde dolaylı olarak yine ipotek kredisi grubundan sağladıklarından, türev menkul kıymetler olarak ifade edilirler. İpotekle ilgili araçların faiz ve anapara bazında nakit akımlarını yeniden düzenleyerek erken ödeme riskini farklı tahvil grupları arasında yayarak azaltmaktadır. Dayanılan ipotek gruplarından sağlanan nakit akımları, teminatlı ipotek yükümlülükleri sınıflarının sahiplerine önceden belirlenen kriterlere göre dağıtılmakta ve itfa edilmektedir. Tipik bir teminatlı ipotek yükümlülüğü yapısında, A sınıfı, B sınıfı, C sınıfı ve Z sınıfı olarak ifade edilen dört tür tahvil bulunmaktadır. İlk üç grup içinde A sınıfı en kısa vadeli olandır. Dayanılan ipotek

kredisi grubundan sağlanan fonlardan periyodik faiz ödemesi alırlar. Z sınıfı tahvil sahipleri ise diğer üç grup itfa edilinceye kadar periyodik faiz getirisi elde etmezler. Yapının dayanmış olduğu ipotek kredilerinin faiz ve anapara şeklinde olan toplam geri ödeme tutarları teminatlı ipotek yükümlülüklerini yöneten kurum tarafından tahsil edildiğinde bu tutarlar öncelikle A sınıfı tahvillerin itfasında kullanılırlar. A sınıfı tahviller itfa edildiğinde, elde edilen bütün ipotek kredisi geri ödemeleri B sınıfı tahvillerin itfasında kullanılır ve bu işlem diğer sınıflar için de devam eder (Alp, 2000). Teminatlı ipotek yükümlülükleri yatırımcıların değişik risk-getiri tercihlerine cevap verirler. Ayrıca bazıları yatırımcılar için korunma imkanı da sağlamaktadır.

Getirisi ayrılan ipoteğe dayalı menkul kıymetler, ipotek kredilerinin bir araya getirilmesiyle oluşturulan ipotek gruplarına dayalı olarak ihraç edilen türev menkul kıymetlerdendir. Klasik bir ipoteğe dayalı menkul kıymet dayanmış olduğu ipotek grubundan sağladığı nakit akımını eşit oranda menkul kıymet sahiplerine dağıtırken, bu menkul kıymetlerde anapara ve faiz geri ödemelerinden sağlanan tutarlar, ihraç edilen menkul kıymetin satış aşamasında belirlenen ilkelere göre menkul kıymet sahipleri arasında farklı şekillerde dağıtılır. Böylece ihraç edilen menkul kıymetlerin getirisi dayanılan ipotek grubunun getirisinden farklı olmaktadır (Nurolbank, 2002). Getirisi ayrılan ipoteğe dayalı menkul kıymetlerde faiz ve anaparalar yapay olarak belirlenirken, teminatlı ipotek yükümlülüklerinde libor gibi belirli kriterlere bağlanabilirler. Ayrıca, teminatlı ipotek yükümlülüklerinin temel yapılarında kategoriler belirli bir sıra içinde itfa edilirken, bu tür menkul kıymetlerde eş zamanlı bir ödeme planı söz konusudur.

İpoteğe dayalı tahvillerin yapısı, ipoteğe dayalı olarak ihraç edilen diğer menkul kıymetlere göre daha basittir. Normal bir tahvilin bütün özelliklerini taşımakla birlikte, üstün bir özellik olarak ipotek kredilerinden oluşan bir teminat grubuna sahiptir. İpotek kredilerine dayalı olarak ihraç edilmelerine karşın bu menkul kıymetlerin nakit akımları, dayanılan ipotek kredilerinin nakit akımından tamamen bağımsızdır. İhraççı kurum, tahvil sahiplerine geri ödeme yapmadığı zaman, teminat olan ipotek kredileri satılarak tahvil sahiplerine olan yükümlülükler yerine getirilir.

İpotek kredilerinden oluşan teminat tutarı, ihraç edilen tahvillerin tutarından daha fazla olmaktadır. Mevcut uygulamalarda bu oran %115 ile %200 arasında değişiklik göstermektedir. Teminat yüzdesi belirlenirken dikkate alınan husus, dayanılan ipotek kredileri grubunda yer alan ipoteklerin nitelikleridir. Kamusal kurumlar tarafından belirlenmiş standartları taşıyan veya bu kurumlar tarafından sigorta edilmiş olan ipotekler yüzdenin düşük olmasını sağlayabilir. Teminat grubu değerinin, tahvillerin değerinden yüksek olmasının sebebi, ortaya çıkabilecek erken ödemeler ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar sonucunda teminatların değer yitirmesi halinde bile, teminat fonksiyonlarını tamamen yerine getirebilmektir (Nurobank, 2002).

Yüksek teminatları nedeniyle, yatırımcılar için olduğu kadar ihraççı kurumlar açısından da çok cazip olan ipoteğe dayalı tahvillerin derecelendirme kuruluşlarından yüksek reytingler almaları sebebi ile faiz oranları da düşüktür. Bu menkul kıymetlerin teminatları nedeniyle kredi risklerinin düşük olması, yatırımcılar için olumluyken, ihraç edenler için de düşük maliyetle borçlanabilmeleri açısından tercih sebebidir. Bu tür menkul kıymetlerin faiz ve vade koşulları normal bir tahvilde olduğu gibi ihraççı kuruluş tarafından belirlenmektedir. Vade yapıları da bir tahvil olarak diğer tahvil grupları ile paralellik göstermektedir. Vadeler 5-12 yıl arasında değişiklik göstermekte olup tahvillerin anaparalarının itfası dönem sonunda yapılmaktadır.

3.3.4 İpotek Menkul Kıymetleştirmesinin Faydaları

Genel olarak menkul kıymetleştirme, işletmelerin bilançosunda bulunan ve likiditesi düşük olan aktiflerin, likiditesi yüksek menkul kıymetlere dönüştürülmesidir. Ülkeler itibari ile, finans kuruluşlarının sermaye yapıları, ülkelerin yasal düzenlemeleri ve kurumsal yatırımcı profiline bağlı olarak farklı gelişmişlik düzeyleri göstermektedir. Genel olarak menkul kıymetleştirmenin finans kuruluşları için önemli faydaları bulunmaktadır.

Aktiflerin menkul kıymet ihraçlarında teminat olarak kullanılması, düşük fon maliyeti sağlanmasına imkan tanır. Menkul kıymetleştirmeye konu ipotek kredisi

havuzunun, çok sayıda kredinin katkısıyla oluşması, kredilerin gayrimenkul teminatı ile tahsisi sonucu düşük riskli menkul kıymetlerin, dolayısıyla düşük maliyetli kaynakların yaratılmasına olanak tanır.

Menkul kıymetleştirme yoluyla şirketin durağan halde olan aktiflerinin esnek hale getirilmesi ve böylece durağan olan sermayenin daha işler hale getirilmesi sağlanmaktadır. İpotek kredisi kullanımına ayrılmış özkaynakların devir hızının artırılması, özkaynakların verimli değerlendirilmesinin sağlanması mümkün olmaktadır.

İpotek kredileri finansal kurumları erken ödeme riski ile karşı karşıya bıraktığından, aktiflerin kesin olmayan yapısıyla uyumlu bir pasif yapısı oluşturmak zor olacaktır. Menkul kıymetleştirme erken ödeme riskini yatırımcıya aktarmakta ve bu durum finansal kuruma, aktiflerini vadeleriyle uyumlu fonlama imkanı sağlayacaktır. Bir başka deyişle, ipotek kredilerinin vadeleri ile kaynak vadesinin yakınlaşmasını temin etmeleri, verimli bir aktif-pasif yönetiminin sağlanmasına fırsat verecektir (Nurobank, 2002).

Menkul kıymetleştirme, ipotek kredisi kullandırımı için kullanılan yabancı kaynakların verimli değerlendirilmesini sağlamaktadır. İpotek kredileri verilmiş olan faiz oranından daha düşük bir faiz oranından satıldığında finansal kurum bu işten bir kâr marjı sağlayacaktır. Bu kâr marjının bir kısmı kredi ile ilgili hizmet ücretlerinden, bir kısmı likit olmayan ipotek kredisi gibi fonların menkul kıymetleştirilmesinden, bir kısmı da krediler için alınmış olan güvenlik artırıcı önlemler nedeniyle daha düşük faiz oranlarıyla menkul kıymet ihraç edilebilmesinden kaynaklanmaktadır.

Bireysel tasarruf sahiplerinin mevduatları ya da ortakların sermaye katkıları yerine, ağırlıklı olarak kurumsal yatırımcıların, ihraç edilen menkul kıymetleri satın almaları yoluyla finansman kaynaklarının çeşitlendirilmesine olanak tanımaktadır. Menkul kıymetleştirme şirketler için başlı başına ilave fon kaynağı demektir. Aktifte durağan olan ve bu anlamda şirketlere vade tarihine kadar likidite sağlamayacak olan varlıklar

likit hale getirilmekte ve şirketler yapmış oldukları menkul kıymetleştirme ölçüsünde ilave fona sahip olmaktadır (Nurolbank, 2002).

Menkul kıymetleştirmenin yatırımcılar için de önemli faydaları bulunmaktadır. Likit olmayan kredilerin yüksek likiditeye sahip menkul kıymetlere dönüştürülmesi, menkul kıymetin çeşitlendirilmiş kredi grubuna dayanması ve ilave kredi artırımları ya da kamunun garantisi gibi durumlarla kredi riskini azaltmaktadır. Bu durum yatırımcıya yatırım fırsatlarını genişletme imkanı vermektedir. Aynı zamanda aracılık maliyetlerinin azaltılması yoluyla getirilerin yükselmesi sağlanmış olacaktır.

Menkul kıymetleştirme, gayrimenkul finansman piyasasında fon arzının artmasına ve piyasadaki diğer koşullar sabitken, fon maliyetlerinin azalmasına neden olur. Doğal olarak bu durumdan yararlanan kredi alanlar ayrıca, finansal kurumların finansal olarak güçlenmesi ve bu menkul kıymetlerdeki kâr marjının yüksek olması nedeniyle artacak piyasa girişlerinin yarattığı rekabet ortamından düşük oranla borçlanabilme imkanı bulacaktır.

3.3.5 Menkul Kıymet ve İpotek Finansmanının Gayrimenkul Geliştirme İçin Önemi

İpotek finansmanı genel olarak, ipoteye dayalı uzun vadeli konut edindirme kredisine dayalı bir ipotek sisteminin sağladığı olanaktır. Genellikle satın alma gücü nisbeten sınırlı olan orta sınıfa yönelik bu sistemin gayrimenkul geliştirme sektörü için doğrudan ve dolaylı faydaları bulunmaktadır.

Menkul kıymet ve ipotek finansmanı, bir gayrimenkul şirketi için temelde dört kaynaktan fayda yaratmaktadır. Doğrudan doğruya bir gayrimenkul geliştirme şirketinin ihtiyaç duyduğunda açıklanmış olan ipotek kredilerinden kendi finansal yapısına uygun olanı, örneğin geliştirilen inşaat aşamasında kullanabilmesi ilk önemli faydadır. Ayrıca geliştirilen projelerin alıcılarını finanse etmesi, ön finansman imkanına el vermesi ve bir finansal döngü yaratması diğer faydaları arasındadır.

İpotek sistemi içerisinde; sermaye sağlayanlar ve yatırımcılar gibi fon sağlayanlar, bankalar ve finans şirketleri gibi kredi kurumları, inşaat şirketleri, kullanıcılar, sigorta şirketleri ve dolaylı olarak da devletin rol oynadığını söylemek mümkündür.

Gayrimenkul finansmanı, gayrimenkul geliştirmek ya da satın almak isteyen kişi ve kurumlara ihtiyaç duydukları parasal fonun yaratılmasıdır. Alıcısı olmayan bir pazarın çalışmayacağı düşünüldüğünde, geliştirilen gayrimenkulün alım kabiliyeti gösterebilecek finansal güce sahip müşterilere ihtiyacı vardır. Geliştirici ile alıcının finansal olanaklardan nasıl faydalanacakları birbiri ile yakından ilgili iki faktördür. Geliştirme projeleri, alıcı ihtiyacı ve projenin çekiciliği ile alıcı bulmaya odaklıdır. Alıcı sağlanıncaya kadar ki süreç içinde geliştiricinin finanse edilmesi gerekmektedir. Alım kararı verdikten sonra alıcı taraf için finansman gerekir. İpotek sistemi her iki tarafı finanse edebildiği gibi dolaylı bir ön finansman avantajına da sahiptir. Etkin bir ipotek sisteminden faydalanan alıcıların bulunduğu bir pazarda, henüz inşaat aşamasına geçmemiş bir geliştirme projesinin, inşaat öncesi pazarlama ve satış ile inşaat aşamasını finanse etmesi ön finansman için iyi bir örnektir.

İpotek sistemi iki piyasadan oluşmaktadır. Birincil piyasada düzenlenen ipotek kredileri, ikincil piyasada menkul kıymetleştirilerek alınıp satılmaktadır. İkincil piyasanın gayrimenkul geliştirme sektörü için bir finansman döngüsü yaratma yoluyla dolaylı bir desteği bulunmaktadır. Gayrimenkul geliştirme sektörü için kredi ve finansman sağlayan kuruluşlar, düzenledikleri ipotek kredilerini satarak ya da ipotek kredilerine dayalı olarak menkul kıymet ihraç ederek fon sağlamaktadırlar. İkinci el piyasa bu yol ile fonların sermaye piyasasında akışını sağlamakta, standartları ve uzmanlığı iyileştirmekte, portföy ve risk yönetimini geliştirmekte ve fonların sürekliliğini sağlamaktadır. Dolayısıyla gayrimenkul finansmanı için sürdürülebilir bir ortam yaratılmış olur. Bu sürdürülebilir ortamın oluşmasında ipotek menkul kıymetleştirmesinin finans kurumlarına sağladığı bir önceki 3.3.4 bölümünde açıklanmış avantajlar büyük rol oynamaktadır.

Gayrimenkul geliştirme sektörünü ipotek kredileri ile finanse eden kuruluşların sağladığı kaynaklar sınırlıdır. Kuruluşlar ipotek kredilerini genellikle topladıkları

mevduatlarla ya da düzenlemiş oldukları kredileri daha sonra satarak elde ettikleri fonlarla finanse edebilmektedirler. Kredilerin ikincil piyasada satılarak fon elde edilmesi, mevduat ile finansmandan daha avantajlıdır. Çünkü uzun vadeye dayalı gayrimenkul geliştirme sektörü için uzun vadeli mevduat toplamak çok zordur. Mevduat finansmanı tercih edildiğinde finans kurumlarını zorlayan vade uyumsuzluğu sorunu ortaya çıkmaktadır.

İpoteğe dayalı menkul kıymetler, düzenlenmiş olan ipotek kredilerinin bir araya getirilmesi ile oluşturulan ipotek grubuna dayalı olarak ihraç edilmiş olan menkul kıymetlerdir. Bu yol ile finans kurumlarının vade uyumsuzluğu sorunu da kısmen çözülmektedir. Uzun vade mevduat toplamak çok zorken, likit bir piyasaya sahip olan ipoteye dayalı menkul kıymetler yoluyla uzun vadeli ya da yakın süreli fon bulmak mümkün olmaktadır.

Kodal (2003)'a göre, uzun vadeli araçlar düşük risk ve uzun kredi süreleri nedeniyle maliyetlerin vadeye yayılmasını sağlamakta ve böylelikle finansman maliyetlerini azaltmaktadır. Geliştirme sektöründe tüketici, finansal kurumlar ve proje geliştirenler olmak üzere üç gruptan bahsetmek mümkündür. İpotek sistemi bu üç ayağında sistemli şekilde finanse edeceği için sürdürülebilir bir finansal döngü ortaya çıkacaktır.

Üçok (2003)'a göre, ipotek sistemi finansman maliyetlerini değil, makro ekonominin düzelmesi ile finansman maliyetlerinin düşüşü ipotek sistemini yaratır. İpotek sistemi sadece bir araçtır. Türkiye özkaynaksız bir ülke olduğu için, devlet sürekli bankalarda yer alan, ekonomiye akışı gereken miktarı yüksek reel faizlerle alıp, borçlanmayı sürdürüyor. Böylelikle bankalar reel sektörü finanse edeceğine devleti finanse eder durumda kalmaktadır.

Sonuç olarak gayrimenkul geliştirme sektörü için, menkul kıymet ve ipotek finansmanının temelde dört faydası bulunmaktadır. Bu dört faydayı, geliştirme şirketlerinin ürettiği projelerin potansiyel alıcılarını finanse etmesi, geliştirme şirketleri için ön finansman yaratabilmesi, geliştirme şirketlerine ihtiyaç

duyulduğunda kredi imkanı yaratması, yarattığı finansal ve sürdürülebilir döngü ile sektörün genelini finanse etmesi ve finansman maliyetlerini düşürmesi oluşturmaktadır.

3.4 Türkiye’de Finansman Uygulamaları ve Mevcut Durum

Türkiye’de gayrimenkul geliştirme sektörü için aktif ve likit bir finansman piyasasından söz etmek mümkün değildir. Son yıllarda ortaya çıkan “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO)” hem gayrimenkul hem de menkul kıymet piyasalarında, kurumsal yatırımcı sıfatı ile önemli bir yer tutmaktadır. Bunlar gayrimenkul piyasasında hem düzenleyici hem de lokomotif olarak önderlik rolü oynayabilmektedir. GYO’ların ekonomik açıdan önemli bir avantajı, büyük ölçekli gayrimenkul projelerine, iş merkezleri, siteler, hipermarketler gibi büyük yatırımların finansmanına kaynak sağlamalarıdır.

GYO’lar öncesi Türkiye’de finansman uygulamalarını incelediğimizde, gayrimenkul piyasasının bugüne kadar Bayındırlık Bakanlığı, Arsa Ofisi, Emlak Bankası gibi kamu kuruluşları ile, yerel yönetimler, kooperatifler, inşaat firmaları, mimar ve mühendislik kuruluşlarının kısıtlı olanak ve kaynakları çerçevesinde gelişebildiğini görmekteyiz. Bu kuruluşların özellikle büyük şehirlerde artan imarlı arsa talebine ve konut ihtiyacına kaynak yetersizliğinden yeterli cevabı verememesi, düzensiz ve plansız gelişmelere, ehliyetsiz kişi ve kuruluşların gayrimenkul geliştirme sektörüne el atmasına neden olmuştur. Diğer taraftan gerekli düzenlemelerin yapılmaması nedeniyle de proje geliştirme kurumsal gayrimenkul yatırım şirketlerinden, konut kredisi ve ipotek piyasaları gibi uzun vadeli finansman kaynaklarından, sigorta ve ekspertiz şirketleri tarafından oluşturulmuş kontrol mekanizmalarından yararlanamamıştır (İAV, 1999). Açıklanan kurumsal olmayan finansman kaynakları kullanılarak ihtiyaca cevap verilmeye çalışılmış, kurumsal sistemin oluşturulması henüz tam anlamıyla gerçekleştirilememiştir.

GYO’lar gibi kurumsal gayrimenkul yatırım şirketleri, konut kredisi ve ipotek piyasaları gibi uzun vadeli finansman kaynakları, sigorta ve ekspertiz şirketleri gibi

gayrimenkul piyasalarının düzenli gelişmesini ve işlemlerini sağlayıcı kurumlar bugüne kadar istenilen düzeyde oluşturulamamış ya da yapılan düzenlemeler istenilen sonucu vermemiştir. Sonuç olarak hızla artan konut açığı, sağlıksız ve alt yapısız konutlar, düzensiz ve plansız kentler, çok sayıda ehliyetsiz kişi ve kuruluşun yönlendirdiği bir sektörü ortaya çıkarmıştır.

En büyük sorun olarak görülen konut açığı sorununun, kişisel tasarrufların, yani özkaynakların kullanımı ile çözümü en basit çözüm olarak Türkiye’de gayrimenkul geliştirme sektörünün gelişim sürecinde çok sık kullanılmıştır. Çeşitli yöntemlerle kazanılmış gelirlerin diğer yatırım araçlarında değerlendirilmesi, gerektiğinde nakite çevrilerek konut alımında kullanılması ülkemizde oldukça yaygın olarak izlenen bir süreçtir (Nurobank, 2002). Peşin satın alma dışında, çeşitli ödeme koşulları ile müteahhit firmalardan satın alma, özel kredi olanakları ile desteklenmiş konut yapı kooperatifleri, gecekondulaşma ve hazine arazilerinin işgaline sebep veren kendi evini kendin yap uygulaması, 1984’te kurulan konut finansmanı sağlaması amaçlanan Toplu Konut İdaresi, Emlak Bankası ve Ticari Bankalar, Sosyal Güvenlik Kurumları ve Dayanışma Sandıkları ülkemizde gayrimenkul geliştirme sektörünün gelişiminde finansman uygulamaları konusunda başlıca kuruluşlar arasında yer almışlardır.

Türkiye’de konut edinimi için en önemli finansman uygulaması olan konut kredilerinin ticari bankalardan sağlanması uygulaması istikrarsız ekonomi ve olgunlaşmamış finansal sistem yüzünden sağlıklı olarak gelişmemiştir. Bankaların konut kredilerini mevduatla fonladıkları dikkate alındığında ve mevduatın genellikle bir yıldan kısa vadeli olması nedeniyle bu fonların uzun vadeli olarak plase edilmesi sonucu bankalar vade uyumsuzluğu sorunu ile karşı karşıya kalmaktadırlar.

1958 yılında alınan bakanlar kurulu kararı ile T. Emlak Bankası, T. Öğretmenler Bankası ve T. Vakıflar Bankası dışındaki bankaların konut kredisi kullandırmaları 1979 yılına kadar engellenmiş ve daha sonra bütün bankalara kredi açabilme imkanı sağlanmıştır. 1979 yılına kadar T. Öğretmenler Bankası dışındaki bankalar ucuz ve uzun vadeli konut kredisi vermek kârlı olmadığından, yetkilerine rağmen bu alana

fazla ilgi göstermemişlerdir (Nurolbank, 2002). 1990 yılından itibaren bankalar en fazla 5 yıl vadeli döviz kredisi sağlamaya başlamışlardır. 2000'li yıllarda, Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri 90'lı yılların sonunda enflasyonun bir miktar düşüşü ile gündeme gelen uzun vadeli kredilere sekte vurmuş, kısa vadeli kredi imkanlarını bile daraltmıştır. Güven (2003)'e göre ekonomik krizin çözümü olarak doların serbest bırakılması insanları kur belirsizliği nedeniyle kredi kullanımından uzak tutmaktadır. Kredi kullanamayan insanların konut sahibi olabilmesi için de fiyatlarda cazibe yaratılmalıdır. İnsanların konut sahibi olabilecekleri fiyatlarda konutların inşası finansman maliyetlerinin düşürülmesi ile ilişkilidir (Güven, 2003).

Türkiye'de ekonomi istikrara girmedikçe ve enflasyon sorunu çözülmedikçe, bankalar önünü göremediği için 20-30 yıl vadeli kredilerin sağlanabilmesi mümkün olamayacaktır. Fakat düşen enflasyon ortamında, kurumlar hem piyasanın istikrarı sayesinde toplayacağı mevduat ile hem de uzun vadeli ve düşük faizli dış kredi ile ucuz kaynak yaratabileceklerdir. Bu kaynak, tüketiciye uzun vadeli ve sabit faizli kredi olarak geri dönebilecektir. GYO'lar gibi kurumsal şirketler de, ürettikleri projeler için tüketicilerin alım kabiliyetinin artması ve ön finansman imkanlarının ortaya çıkmasıyla avantajlara sahip olacaklar ve bu sayede bir finansal döngü oluşturulacaktır.

Türkiye'de gayrimenkul finansmanı işlemleri halen tüketici kredilerinin dayandığı mevzuat çerçevesinde gerçekleştirilmekte, yapılan değerlendirmelerde tüketici kredilerinin bir alt başlığı olarak yer almaktadır (Nurolbank, 2002).

Ülkemizde gayrimenkul teminatına dayalı olarak sermaye piyasasına entegre edilmiş menkul kıymetler sistemli bir piyasa oluşturmaktan uzaktır. Menkul kıymetleştirme ülkemizde fiili olarak Ağustos 1992 yılından itibaren uygulanmaya başlanmış, ilk olarak İnterbank A.Ş. tarafından finansal kiralama alacakları menkul kıymetleştirilmiş, bunu Pamukbank A.Ş. ve Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin konut ve tüketici kredileri ile kredi kartı alacaklarını menkul kıymetleştirmeleri izlemiştir (İAV, 1999). Bunları diğer ihraçlar takip etmiş ve menkul kıymetleştirme ülkemizde de önem kazanmaya başlamıştır. Ancak Türkiye'de henüz derecelendirme kuruluşları

bulunmadığından, menkul kıymetleştirme için gerekli olan altyapıda bir boşluk bulunmaktadır. Türkiye'deki mevcut yasal düzenlemeler açısından menkul kıymetleştirmenin, daha ziyade gayrimenkullerin menkul kıymetleştirilmesi açısından ele alındığı görülmektedir.

İpotekli borç senedi, irat senedi ve gayrimenkul rehni karşılığı tahvil ihracı söz konusudur, ancak likit bir piyasa oluşturulamamıştır. İrat senedi, rehnin temel fonksiyonu olan teminat sağlamanın yanında, ipotekten farklı olarak, gayrimenkulün değerini tedavül ettirme görevine de sahiptir. İpotekli borç senedinde, irat senedinden farklı olarak, borçlu sadece rehin konusu gayrimenkulün değeri ile değil, kişisel olarak bütün mal varlığı ile sorumludur.

Türkiye'de gayrimenkule dayalı olarak ihraç edilen senetler incelendiğinde rehin karşılığı ihraç edilen tahviller, rehinli tahviller ve varlığa dayalı menkul kıymetlerin varlığı görülmektedir. Gayrimenkul rehni karşılığı ihraç edilen tahviller, sadece anonim ortaklıklar tarafından değil, gerçek kişilerce de ihraç edilebilmektedir. Rehinli tahviller, kredi alanların her birinin borcuna karşılık ayrı bir gayrimenkul rehni kurmaktadır. Varlığa Dayalı Menkul Kıymetler (VDMK) ise, gayrimenkul teminatı karşılığında kredi açan finansal kurumların ve bankaların kredi limitleri üzerindeki sınırları bertaraf eden, orta ve uzun vadeli ipotekli kredilere bağlanmış fonlara yeniden plasman imkanı sunan önemli bir enstrümandır (Nurolbank, 2002). VDMK ihracıyla piyasaya riski düşük menkul kıymetler arz edilmiş olur. Böylece konut finansmanından doğan alacakların menkul kıymete dönüştürülmesi hem küçük ölçekli şirketlerin sermaye piyasalarından düşük maliyetle kaynak bulmalarını, hem de büyük ölçekli şirketlerin sermaye piyasası kaynaklarından etkin bir şekilde yararlanmalarını sağlamaktadır.

Bu uygulamaların dışında ülkemizde, gayrimenkul ve konut sertifikaları söz konusu olmuştur. Gayrimenkul sertifikaları, ihraççılara bedellerini inşa edilecek veya edilmekte olan gayrimenkul projelerinin finansmanında kullanılmak üzere ihraç ettikleri, nominal değeri eşit menkul kıymetlerdir (İAV, 1999). Konut sertifikası ise, belirli bir konut projesinin finansmanına kaynak yaratılması amacıyla, değeri bir

metrekare brüt konuta eşdeğer olarak hamiline düzenlenmiş menkul kıymettir. Ayrıca günümüzde yatırım fonlarının gayrimenkul portföyü de işletebilecekleri Sermaye Piyasası Kanunu'nda öngörülmüştür. Yatırım fonu katılma belgelerinde, yatırımcılarla fonun kurucuları arasında geçerli olan kollektif yatırım sözleşmesi olarak nitelenen bir sözleşme çerçevesinde, yatırımcılara portföyün işletilmesinden sağlanacak kazançta katılma hakkı vermektedir. Son yıllarda ortaya çıkan GYO'lar ise sektörün son yeniliklerinden birisidir.

Ülkemizde gayrimenkul geliştirme sektörüne katkı ve konut sorununun çözümü için düşünülmüş bu iyi niyetli düzenlemeler henüz istenilen sonucu vermiş değildir. Ekonominin en belirgin özelliklerinden biri olan sürekli ve yüksek oranlı enflasyon, orta ve uzun vadeli finansman sistemine ihtiyaç duyan gayrimenkul finansmanını da olumsuz yönde etkilemektedir. Enflasyon nedeniyle faiz oranları yükseldiği için, fonlar kısa vadeye sıkışmakta, hem borçlanma ve geri ödeme yönünden konut alanın, hem de kredi veren kurumların riski artmaktadır. Uygulanmakta olan politikalar, yüksek kamu borçlanma gereği ve sürekli yükselme eğiliminde olan faiz oranları nedeniyle, konut kredisi faiz oranlarının sabit tutulması halinde, kredi verenler ve ipoteye dayalı menkul kıymet yatırımcıları zarara uğrayacaktır. Uzun vade ile bağlanmış fonlar, piyasa faiz oranları yükseldiğinde düşük getirili kalacaklardır. Bu da ipoteye dayalı menkul kıymetlerin yatırımcılar tarafından düşük verimli görünmesine ve bu sektörde fon akımının kesilmesine yol açabilmektedir. Endeksleme sistemi bu sorunu kısmen çözmektedir.

Sonuç olarak, ülkemizde henüz işleyen bir gayrimenkul finansman sistemi bulunduğunu söylemek mümkün değildir. Ancak iyi niyetli finansman uygulamaları ve kurulan GYO'ların kurumsallaşma sürecini hızlandırması, gayrimenkul finansman sisteminin kurulması yolunda atılan önemli adımlardır. Gayrimenkul geliştirme sektörünün büyük bir bölümünü oluşturan konut sorununun çözümü de, üretim ve finansman boyutuyla bir sistemin geliştirilmiş olmasında yatmaktadır. GYO'ların hisse senedi ve menkul kıymet satışı yoluyla elde ettiği kaynaklarla büyük ölçekli gayrimenkul geliştirme projelerini finanse edebilir duruma gelmesi, finansman piyasasında ülkemiz için önemli bir kilometre taşı sayılmalıdır.

4. GAYRİMENKUL GELİŞTİRMEDE PARA YÖNETİMİ VE KÂRLILIK ANALİZİ

Gayrimenkul geliştirme sektörü için modern para yönetimi anlayışı ve kârlılık analizinin açıklandığı bu bölümde, kurumsal bir gayrimenkul geliştirme şirketi içinde finansal analiz ve yönetimin nasıl gerçekleştiği açıklanmıştır. Kurumsal bir şirket için, üretim endüstrisinin diğer alanlarında uzun dönemdir gündemde olan bu yönetim anlayışı, geliştirme şirketleri için, gayrimenkul geliştirme sektörünün kurumsallaşma süreci ile beraber yaşamsal öneme sahip olmaya başlamıştır. Geliştirme sürecinin finansman ayağı sonrası, para yönetimi ve kârlılık analizi aşaması gündeme gelmektedir. Para yönetimi ve kârlılık analizinin temelini ise finansal analiz oluşturmaktadır.

Kurumsal bir yapı içerisinde yer alan finansal analiz ve yönetim kriterleri, kurumsal gayrimenkul geliştirme sektörü için büyük önem taşımaktadır. Kurum içindeki finansal akışların resmedildiği temel finansal tablolar ve bu tabloların analizleri, kurumun geleceği ve üreteceği yeni projeler açısından kritik noktadır. Bu tablolar ve sonuçlarına göre finansal planlamalar ve tahminler yapılabilir, maliyeti iyi analiz edilmiş sermaye yapısı oluşturulabilir. İşletme sermayesi yönetimi ve sermaye bütçeleme için modern yöntemler uygulanmalıdır. Yatırım kararları, bu modern yöntemler doğrultusunda alınmalı, geliştirme projelerinin fizibilitesi aynı paralelde incelenmelidir. Yatırım kararları ve geliştirme projelerinin, kurumsal para yönetimi anlayışı içerisinde yürütülmesi maksimum kârın elde edilmesinin önemli adımlarındandır. Geliştirilmesi düşünülen projeler kurumun finansal yönetim anlayışına göre değerlendirilir, risk alma ve verim hedefi buna göre belirlenirse projenin fizibilitesi buna göre analiz edilip, yatırım kararı şekillendirilebilir.

4.1 Finansal Analiz ve Yönetim

Gayrimenkul geliştirme şirketleri dahil bütün firmaların temelde parasal ve parasal olmayan amaçları bulunmaktadır. Finansman kararlarının verilmesinde finansal yöneticiye yol gösterici olan unsur, geliştirilecek projeler ve yatırım için gereken fonların nereden temin edileceği sorusunun cevabıdır. Bir geliştirme şirketinde beş ayrı parasal amaçtan söz edilebilir.

Hem şirketlerin bütünü hem de geliştirme şirketleri için ilk amaç gelire dönük amaçlardan oluşmaktadır. Geliştirme şirketleri gelire dönük amaçlar olarak, toplam gelirin ve büyüme oranının maksimuma ulaştırılması, maksimum mutlak gelirin elde edilmesi, belirli bir satış düzeyine ulaşılması, finansman giderleri ve olağanüstü amortismanların çıkarılmasından önceki dönem kârının maksimum olmasını hedeflerler (Weston, 1993).

Parasal amaçların ikincisini nakit akımına dönük amaçlar oluşturmaktadır. Geliştirme şirketleri belli düzeyde bir nakit akımına ulaşılmasını, hisse başına nakit akımının maksimum olmasını, güncelleştirilmiş yani iskonto edilmiş nakit akımlarının en çok olmasını hedeflerler.

Bir diğer parasal amaç, likiditeye yönelik amaçlardır. Sürekli ödeyebilme olanağının var olması, ödemelerin vadeleri ile uyumlu gerçekleştirilmesi ve genel bir finansman dengesinin tutturulması amaçlanır. En temel finans kanunu olan, uzun vadeli projeler uzun vadeli kaynaklarla, kısa vadeli projeler kısa vadeli kaynaklarla yapılır mantığına uymaya çalışılır.

Dördüncü parasal amaç, varlığa dönük amaçlardır. Geliştirme şirketinin defter değerinin maksimum olması, özsermayenin ve piyasa değerinin maksimuma ulaşması, özsermayenin tabanın genişletilmesi ve tasfiye değerinin en çok olması hedeflenir (TSPAKB, 2002).

Beşinci ve son parasal amaç, kârlılığa dönük amaçlardır. Özsermaye kârlılığı, kâr marjı gibi değerlerin en çok olması, belli bir satış kârlılığına ulaşılması, toplam varlık kârlılığının en çok olması ve bunların yanında sermaye maliyetinin en az olması amaçlanır.

Finansal amaçların ikinci ayağı ise, parasal olmayan amaçlardır. Geliştirici şirketler, çeşitli çıkar grupları ve ona fon sağlayacak en önemli kaynak olan bankalarla düzenli ilişkiler içinde bulunmalıdır. Şirketin kredi değerliği ve emisyon yeteneği artırılmalıdır. Geliştirme şirketleri kendileri için en uygun koşullarda kredi sağlayabilmelidirler. Son olarak, en uygun sermaye yapısı oluşturulmalı ve korunabilmelidir.

Bu amaçların gerçekleştirilmesi için geliştirme şirketlerinde finansman yöneticilerinin bazı görevleri bulunmaktadır. Öncelikle finansman yöneticisinin en temel amacı firmanın piyasa değerinin en çok olmasını sağlamak olmalıdır. Ancak bu kesinlikle kâr maksimizasyonu demek değildir. Modern bir firma yöneticisi, finansal analiz ve kontrol, finansal planlama, dönen ve duran varlık yönetimi, sermaye maliyeti ve kâr dağıtımını, fon kaynakları bulma ve politikaları oluşturma, uluslararası finans boyutlarında faaliyet göstermelidir (TSPAKB, 2002). Finans yönetiminin işlevleri günümüz dünyasında oldukça değişmiş ve şu üç noktada toparlanmıştır.

1. Firma varlıklarının bileşiminin belirlenmesi yani dönen ve duran varlıklar ile bağlı değerlere aktarılacak fonların saptanması,
2. Firma sermaye yapısının belirlenmesi, fon kaynaklarının saptanması,
3. Kâr dağıtımının belirlenmesi.

Bu üç nokta doğrultusunda alınacak finansman kararlarının şirketler açısından önemi büyüktür. Firma yöneticisinin kararları firma pazar değerinin en çok olması amacını taşır. Bu amaca ait hemen hemen tüm finansal kararlar, firmanın gelirleri, kârlılığı ve risk düzeyinin tahminine yöneliktir. Finans yöneticisi alacağı kararlarda yasalar gibi belli kısıtlamaları gözönünde bulundurmaktadır. Bunun yanı sıra bir geliştirme şirketi için çok önemli bir kısıtlamada çevre koruma, kent planlama ve

proje katkısına ilişkin unsurlardır. Geliştirme şirketleri için sosyal sorumluluk kavramı önemli bir kısıt oluşturmaktadır. Bu kısıtlamalar çerçevesinde finans yöneticisinin kararlarının firmanın pazar değeri maksimizasyonu açısından taşıdığı önem açıktır. Bir firmanın pazar değeri, firmanın gelecekte sağlayacağı nakit akımları ile, nakdin elde edilmesindeki risk derecesine bağlıdır. Firma içinde kârlılığı artırmak amacıyla alınan kararlar riski de artırmaktadır. Finansal yönetici alacağı kararlarda, firmanın pazar değerini en çoklayacak biçimde kârlılık ve risk arasında denge kurmalıdır.

4.1.1 Temel Finansal Tablolar ve Analiz Yöntemleri

Günümüzün global iktisadi ortamında faaliyette bulunan işletmeler, gerek işletme içinde, gerekse işletme dışında hergün önem derecesi birbirinden farklı çok sayıda karar almaktadır. Gayrimenkul geliştirme şirketleri de kurumsal geliştirilen projelerin yönetimi için bu kararları almak durumundadır. Geliştirme şirketlerinin geliştirdikleri projeler ile ilgili olan veya etki altında bulunan bir çok kurum bulunmaktadır. İlgililerin doğru ve güvenilir bilgilere ulaşması büyük önem taşımaktadır. Böylelikle kurumsal bir gayrimenkul sektörünün oluşturulmasında otokontrolü olan ve kendini denetleyebilen bir sistem kurulabilecektir.

Şirketlerin finansal durumu ile ilgili bilgileri içeren finansal tabloların hazırlanması ve finansal analize tabi tutulması, likidite durumu, kârlılık durumu, sermaye yapısı, aktiflerin kullanım durumu, işletme hakkında önemli eğilimlerin saptanması konularında yararlı olmaktadır. Finansal tabloların amaçları üç noktada toplanmaktadır (Woelfel, 1994).

- Yatırımcılar, kredi verenler ve diğer ilgililer için karar almada yararlı bilgiler sağlamak,
- Gelecekteki nakit akımlarını değerlendirmede yararlı bilgiler sağlamak,
- Varlıklar, kaynaklar ve bunlardaki değişiklikler ile işletme faaliyet sonuçları hakkında bilgi sağlamak.

Yukarıda belirtilen ana amaçlardan da anlaşılacağı üzere finansal tabloların amacı tüm tablo kullanıcılarına kuruluş ile ilgili varlık, kaynak durumu, nakit akışı gibi konularda bilgi sunmaktır. Finansal tabloları kullananlar bu tablolardan işletme hakkında edinecekleri bilgiler ile denetim, kontrol ve yatırım gibi konularda karar verebileceklerdir. Finansal tablolar karar vericiler için, ekonomik kararların alınmasında yardımcı olacak bilgiler, işletmenin kazanma gücünü öngörme, karşılaştırmak ve değerlendirmek için gerekli bilgiler, işletmenin hedeflerine ulaşmada ve kaynaklarının etkin kullanılmasında yöneticilerin başarısını ölçmek için gerekli bilgiler, devlet payı olan vergi tutarının belirlenmesini sağlayan bilgiler, makro ekonomik kararlara yardımcı olarak istatistiksel bilgiler, işletmenin denetlenmesine olanak sağlayacak bilgiler, halka açılmalarda potansiyel yatırımcılara sunulacak bilgiler, işletme yöneticilerinin ileriye dönük kararlar almasına olanak sağlayacak bilgiler sunabilmektedir (TSPAKB, 2002).

Bir gayrimenkul şirketinin periyodik dönemlerde hazırlayacağı finansal tablolar ile bu bilgilerin edinimi sayesinde, geliştirme şirketlerinin para yönetimi ve kaynak kullanımını kontrol altında tutulabilmekte ve etkin para yönetimi sağlanabilmektedir.

4.1.1.1 Temel Finansal Tablolar

Gayrimenkul sektöründe faaliyette bulunan şirketler dahil, bütün işletmeler muhasebe sistemi uygulama genel tebliği doğrultusunda finansal tablolar hazırlarlar. Finansal tablolar, temel finansal tablolar (bilanço, gelir tablosu ve satışların maliyeti tablosu) yanında fon akım tablosu, nakit akım tablosu, kâr dağıtım tablosu ve özkaynaklar değişim tablosundan oluşmaktadır.

Temel finansal tabloların dışındaki finansal tablolar her yıl Maliye Bakanlığı'na belirlenen şartları taşıyan işletmelerce düzenlenir. Ancak geliştirme şirketleri etkin para yönetimi için bu tabloları düzenleyip, sonuçlarından yararlanabilirler.

İşletmenin belli bir tarihte sahip olduğu varlıklar ve bu varlıkların sağlandığı kaynakları gösteren tabloya bilanço adı verilir. Bilanço aktif ve pasif adı verilen iki

tarafından oluşmaktadır. Aktif tarafında işletmenin varlıkları, pasif tarafında ise işletmenin kaynakları yer almaktadır. Bilanço tekdüzen hesap planında ilk beş grupta yer alan hesaplardan oluşmaktadır (Türko, 1994).

1. Dönen Varlıklar
2. Duran Varlıklar
3. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
4. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar
5. Özkaynaklar

Bilançonun aktifinde yer alan varlıklar, paraya dönüşme hızlarına göre en çok likitten en az likit değere doğru, pasifinde yer alan kaynaklar ise en kısa vadeli kaynaktan en uzun vadeli kaynağa doğru sıralanırlar. Bilançonun aktif kısmı dönen varlıklar ve duran varlıklar olarak iki gruba ayrılmaktadır. Dönen varlıklar grubu nakit olarak elde tutulan varlıklar ile normal koşullar altında faaliyet dönemi içerisinde veya en fazla bir yıl içinde paraya çevrilmesi veya kullanılacağı düşünülen varlıkları içerir. Duran varlıklar hesap grubu ise bir yıldan veya bir faaliyet döneminden daha uzun süreler için işletme faaliyetlerinin gerçekleştirilmesinde kullanılan hesaplardır. Bilançonun pasif kısmı ise, Kısa ve Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklarla, Özkaynaklar'dan oluşmaktadır. Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar; en çok bir yıl veya faaliyet dönemi sonunda ödenecek yabancı kaynaklardan oluşur. Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar ise, ilişkide bulunulan üçüncü kişi ve kurumlardan sağlanan ve bir yıldan daha uzun bir sürede ödenecek olan işletme borçlarına ait hesaplardır. Özkaynaklar kalemi, işletme sahip veya ortaklarının bilanço tarihinde işletmeye tahsis etmiş oldukları sermaye ile faaliyetlerden elde edilen fakat işletme ortaklarına verilmeyip işletmede bırakılan kâr, değer yükselmelerinin neden olduğu artışlar ve dönemin net kârına ait hesapları kapsar (TSPAKB, 2002).

İşletmenin belli bir dönemde elde ettiği tüm gelirler ile aynı dönemde katlandığı bütün maliyet ve giderleri ve bunların sonucunda işletmenin elde ettiği dönem net kârını veya dönem net zararını gelir tabloları göstermektedir. Gelir tablosundaki satışların maliyeti kısmı işletmenin dönem içindeki stok hareketleri ile satılan

mamül, ilk madde ve malzeme ile ticari mal gibi maddelerin ve satılan hizmetlerin maliyetini göstermek üzere ayrı bir tablo halinde düzenlenir. Bu tablo, gelir tablosunun ekini oluşturur ve gelir tablosunu tamamlar (Fritson, 1991). Satışların maliyeti tablosunun ana kalemleri şunlardır:

- Direkt İlk Madde ve Malzeme Giderleri
- Direkt İşçilik Giderleri
- Genel Üretim Giderleri
- Yarı Mamül Stoklarında Değişim
- Mamül Stoklarında Değişim

Geliştiriciler açısından finansal tabloların en önemlilerinden biride fon akım tablosudur. Fon akım tablosu bir işletmenin finansal faaliyetlerini fonların elde edildikleri kaynaklar ve kullandıkları yerler bakımından gösteren tablodur. Fon akım tablosunun düzenleniş amacı bir işletmenin finansman ve yatırım faaliyetlerinin ve dönem içi finansal durumundaki değişiklikleri kapsayan bilgilerin finansal tablo kullanıcılarına sunulmasıdır. Bu bilgilerin edinimi geliştirme şirketlerinin ve gayrimenkul sektöründe aktif rol oynayan işletmelerin verimliliklerini ölçmede önemli rol oynamaktadır.

Fon akım tablosunun içeriği fon kavramının uygulamada kabul edilen üç anlamına göre değişmektedir. Dar anlamda Fon kavramı, nakit ve nakde eşdeğer varlıkları ifade etmektedir. Bu kavrama göre hazırlanan fon tablosuna nakit akım tablosu denmektedir. İkinci anlamda ise fon net işletme sermayesini belirtmektedir. Geniş anlamda fon kavramı ise yasal olarak kullanılabilen hakların tümünü ifade etmektedir. Başka bir ifade ile bütün finansman araçları fon kavramı içerisinde kabul edilmektedir. Fon kavramının içeriğine göre fon akım tabloları üç şekilde hazırlanabilir (Aragon, 1999).

- Fon Akım Tablosu : İşletmenin, belirli bir hesap döneminde sağladığı fon kaynaklarını ve bunların kullanım yerlerini gösteren tablodur. Bu tabloda, fon kavramı tüm finansal araçları kapsar.

- Nakit Akım Tablosu : İşletmenin belirli bir hesap dönemi içinde ortaya çıkan nakit akışlarını, kaynakları ve kullanım yerleri bakımından gösteren tablodur. Bu tabloda fon kavramı, kasa mevcudu ve bankadaki mevduatları kapsar.
- Net İşletme Sermayesindeki Değişim Tablosu: İşletmenin belirli bir hesap döneminde, net işletme sermayesinin kaynaklarını ve kullanım yerlerini gösteren tablodur. Bu tabloda, fon kavramı dönen varlıklar ile kısa vadeli yabancı kaynaklar farkını belirten net işletme sermayesini kapsar.

Fon akım tablosu fon kaynakları ve fon kullanımları olmak üzere iki ana bölümden oluşmaktadır. Fon kaynakları bölümünde işletmenin sahip olduğu varlıkların finansmanında elde ettiği olağan ve olağandışı faaliyetlerden sağlanan tüm kaynakları belirtilir. Fon kullanımları bölümünde ise sağlanan bu fonların nerelerde kullanıldığı tasnifli bir şekilde belirtilir (Woelfel, 1994).

Bir işletmede belli bir dönemde oluşan nakit akışını açıklayan tabloya ise nakit akım tablosu denilir. Tablonun ana kalemlerini oluşturan unsurlar şunlardır (Türko, 1999):

- Dönem Başı Nakit Mevcudu
- Dönem İçi Nakit Girişleri
- Dönem İçi Nakit Çıkışları
- Dönem Sonu Nakit Mevcudu
- Nakit Artış veya Azalışı

Bu hesap kalemleri değerlendirilirken amortismanlar, karşılıklar, reeskontlar, vazgeçilen alacaklar, önceki dönem gelir, kâr, gider ve zararları gibi nakit giriş veya çıkışını gerektirmeyen tutarların dikkate alınması gerekir (TSPAKB, 2002).

Sonuç olarak nakit akım tabloları gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren geliştirme şirketleri ve diğer işletmeler için, para akışını özetleyerek hem geçmişin finansman politikasının değerlendirilmesinde, hem de geleceğe yönelik nakit planlamasının yapılmasında gerek yönetime gerekse diğer ilgili taraflara önemli bilgiler sunan araçlardır.

Kâr dağıtım tablosu, işletmenin dönem kârının dağıtım biçimini gösteren tablodur. Bu tablonun düzenlenme amacı, özellikle sermaye şirketlerinde dönem kârından, ödenecek vergilerin, ayrılan yedeklerin ve ortaklara dağıtılacak kâr paylarının açıkça gösterilmesi ve şirketlerin hisse başına kâr ile hisse başına temettü tutarının hesaplanmasıdır (Türko, 1994).

Özkaynaklar değişim tablosu, ilgili dönemde öz kaynak kalemlerinde meydana gelen artış veya azalışları bir bütün olarak gösteren tablodur. Tablonun düzenleniş amacı özellikle sermaye şirketlerinde dönem içinde özkaynak kalemlerinde meydana gelen değişimlerin topluca gösterilmesini sağlamaktır. Özkaynaklar Değişim Tablosu cari dönem ve önceki dönem verilerini içerecek biçimde sunulur. Ayrıca, ödenmiş sermaye, sermaye yedekleri, kâr yedekleri ve geçmiş dönemler kârı (zararı) ve dönem net kârı (zarar) kalemlerinin herbirinin dönem başı tutarını, dönem içinde kalemlerde meydana gelen azalışları, artışları ve dönem sonu kalanını ayrı ayrı gösterecek biçimde düzenlenir (TSPAKB, 2002).

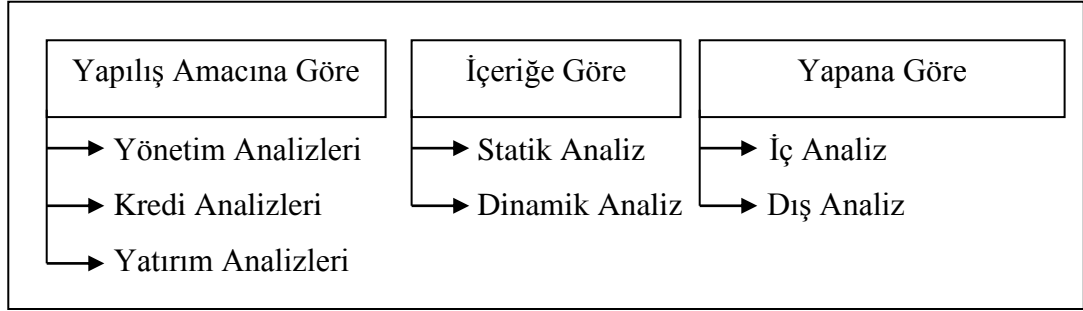
4.1.1.2 Analiz Yöntemleri

Finansal tablolar analizi bir firmanın finansal durumunu, faaliyet sonuçlarını ve finansal yönden gelişmesini değerlendirebilmek, gelişme yönlerinin saptayabilmek ve o firma ile ilgili geleceğe dönük tahminlerde bulunabilmek için finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkilerin ve bunların zaman içinde göstermiş oldukları eğilimlerin incelenmesidir. Gayrimenkul sektörü işletmeleri bu analizleri, uzun vadeye dayalı gayrimenkul projelerinin ve bu projelerin yönetiminde yer alan şirketlerin finansal durumlarının ölçülebilmesi için kullanabilmektedirler.

Hem üretim endüstrisinin diğer alanlarında faaliyet gösteren şirketler hem de gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren herhangi bir geliştirme şirketi için, finansal tablolarda yer alan kalemler arasındaki ilişkiler ve bunların göstermiş olduğu eğilimler incelenirken aynı iş kolunda benzer firmalar arasında karşılaştırmalar

yapmak çoğu kez gerekli olmaktadır. Geliştirme şirketleri, sektör bazında yapılan bu karşılaştırmalarla vizyonlarını belirleyebilir ve yeni politikalara yönelebilirler.

Finansal tablolara yapılacak analizleri çeşitli şekillerde sınıflandırmak mümkündür. Şekil 4.1’de bu sınıflandırma görülmektedir.



Şekil 4.1 : Finansal Tablolar Analizi

Finansal tabloların analizi, analizin yapılış amacına göre değişik açılardan yapılmaktadır. Analizin yapılış amacına göre analiz türleri üçe ayrılmaktadır. Bunlar, yönetim analizleri, kredi analizleri ve yatırım analizleridir.

Yönetim analizleri, işletme yönetimi işlevlerinin yerine getirilmesinde alınacak kararlara dayanak olmak üzere işletme yönetimi için yapılan analizdir. Bu analiz ile gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren şirketler gelecekle ilgili öngörülerde bulunmak ve yönetimde yeni politikalar belirlemek ve en etkin para ve firma yönetimini gerçekleştirmek için gerekli bilgileri edinebilirler. Bu analiz için yapılacaklar, işletme faaliyetinin başarı derecesi ölçülmesi, işletmenin kısa ve uzun vadeli hedeflerine ulaşip ulaşmadığının belirlenmesi, hedeflerden sapma saptanması durumunda sebepleri ortaya konulması, geleceğe dönük planlar hazırlanması, üretilecek mal ve hizmetlerin türleri, miktarı üretim bileşimi ve izlenecek fiyat politikası konusunda karar alınması, faaliyetlerin denetlenmesi ve değerlendirilmesi, son olarak da uygulamanın her aşamasında doğru ve düzeltici kararlar alınması şeklinde sıralanabilir (Ceylan, 2000).

Kredi analizleri, işletmenin finansman durumu ile borç ödeme gücünü anlayabilmek için yapılan analizlerdir. Kredi analizi işletmeye kredi verenler veya verecek olanlarla, işletmenin finansman yöneticileri tarafından yapılmaktadır. Bu nedenle geliştirme şirketleri için uzun vadeye dayanan projelerin kredilerle finanse edilebilmesi durumu ile yakından ilgilidir. Kredi analizlerinde işletmenin cari aktifleri ile kısa vadeli borçları arasındaki ilişki, cari aktiflerin yapısı, sermaye yapısı, özsermaye, yabancı sermaye yapısı ve finansman yöntemleri çok büyük önem taşımaktadır (Fritson, 1991).

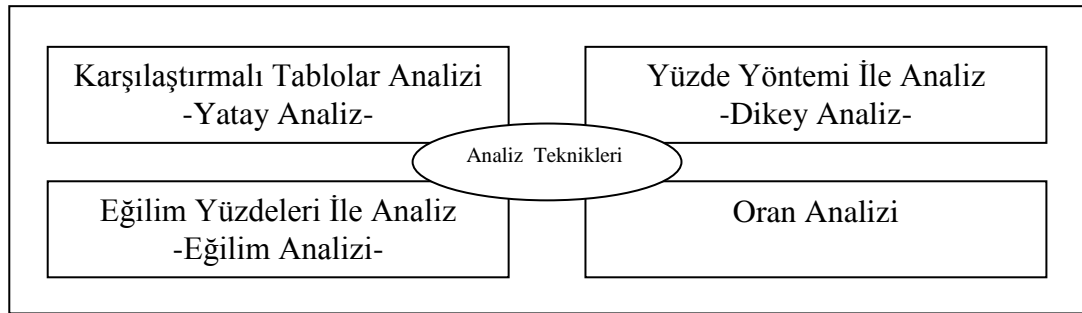
Yatırım analizleri, işletmeye ortak olanlar veya ortak olmayı düşünenler ile işletmeye uzun vadeli kaynak sağlayanlar tarafından yapılan analizdir. İşletmenin ortakları ile işletmeye yatırım yapmayı düşünenler işletmenin sürekliliği, yatırımın güvencesi, kârlılık gelecekteki kazanma gücü, hisse senetlerinin değerindeki artışlar, kâr dağıtım politikası ve bunların gösterdiği eğilimle ilgilenmektedirler. Bu konudaki bilgiler finansal tablolar yardımıyla sağlanmaktadır.

Finansal tablolar analizi içeriğine göre bir bölümlenmeye tabi tutulduğunda ikiye ayrılmaktadır (TSPAKB, 2002). Bunlar statik analiz ve dinamik analiz olarak isimlendirilmektedir. Statik analiz, işletmenin bir döneme ait finansal tablolarında yer alan kalemler arasındaki ilişkileri incelemek amacıyla yapılan analizlerdir. Bu analiz türünde tek döneme ait ve belirli tarihte düzenlenmiş finansal tablolar analize tabi tutulmaktadır. Bu analiz işletmenin finansal durumunu ve faaliyet sonuçlarını cari faaliyet dönemi içinde gösterir ve yapılacak geniş kapsamlı analizin önemli bir parçasını oluşturur. Statik analizde oranlar, yüzdeler ve diğer analitik tekniklerden yararlanılır. Analizde işletmenin analizi yapılan faaliyet dönemiyle ilgili yararlı ve önemli bilgiler elde edilmesine karşılık bilgilerin karşılaştırılmasına imkan verebilecek verilerin olmaması eksiklik teşkil eder. Dinamik analiz, birbirini izleyen dönemlere ait finansal tabloların incelenerek, göstermiş oldukları eğilimlerin saptanmasıdır. Dinamik analiz belli bir faaliyet dönemine ait bilgilerin geçmiş dönemlerle karşılaştırılarak eğilimlerin ilişkilerin tespiti, olumsuz ve olumlu gelişmelerin ortaya konmasına imkan vermektedir.

Analiz türleri analizi yapacak olan kişilerin işletme içinden yada dışından olmalarına göre de iç yada dış analiz olarak bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Dış analiz, işletmeyle ilişkisi bulunan üçüncü kişilerin işletmenin yayınlamış olduğu raporlardan yararlanarak yaptıkları analizdir. Bu analiz türünde analizi yapan kişiler işletmenin kadrosunda çalışmamaktadırlar. İç analiz ise yöneticiler, muhasebeciler, iç denetçiler gibi işletmenin içinden olan kişilerin yapmış oldukları analiz türüdür.

4.1.1.3 Finansal Analiz Teknikleri

Geliştirme şirketlerinde veya kurumsal bir gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren kuruluşlarda etkin para yönetiminin gerçekleştirilmesi ve kârlılık analizi için finansal tabloların çok iyi analiz edilmeleri gerekmektedir. Finansal tabloların analizinde Şekil 4.2’de görülen dört farklı teknik kullanılmaktadır (Türko, 1994).



Şekil 4.2 : Finansal Tablolarda Analiz Teknikleri

Dinamik bir analiz türü olan karşılaştırmalı tablolar analizi (Yatay Analiz), bir işletmenin iki veya daha fazla hesap dönemine ilişkin enflasyondan arındırılmış finansal tablolarının birbirini takip eden dönemler bakımından karşılaştırmalı olarak düzenlenmesi ve bu tablolarda yer alan kalemlerin zaman içinde göstermiş oldukları değişikliklerin işletmenin faaliyet konusu, üretim hacmi, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik durum gibi bazı faktörlerin de gözönünde tutularak değerlendirilmesidir (Çabuk, 1993).

Yüzde yöntemi (Dikey Analiz) ile analiz tekniğinde, finansal tablolarda yer alan her kalem aynı tabloda yer alan belirli bir kaleme veya toplam kısmına oranlanmakta ve

bulunan yüzdelerle ifade edilmektedir. Yüzde yöntemi ile analiz statik bir analizdir ve tek bir döneme ait finansal tabloların analizinde kullanılır. Ancak istenirse birden fazla döneme ilişkin finansal tabloları karşılaştıran bu analize dinamik bir nitelik kazandırılabilir.

Eğilim yüzdeleri yöntemi ile analizde (Eğilim Analizi), enflasyondan arındırılmış finansal tablolarda bir yıl baz olarak kabul edilmekte ve o yıla ait tutarlar 100 kabul edilerek diğer yılların bu değere göre taşıdıkları değişimler ortaya konulmaya çalışılmaktadır. Eğilim analizi yöntemi işletmede dinamik bir analiz yapılmasına olanak vermekte, işletmelerin finansal tablolarda yer alan kalemlerinin dönemler itibariyle göstermiş oldukları değişimler saptanmakta ve bu değişimlerin temel yıla göre oransal önlemleri ortaya konularak işletmenin gelişme yönü incelenmektedir (Çabuk, 1993). Bu analizde finansal tabloların düzenlenmesinde, eğilim yüzdeleri hesaplanacak zaman diliminin belirlenmesi, yüzde hesaplamasına esas teşkil edecek yılın belirlenmesi ve finansal tablo kalemlerinin seçilen temel yıla göre değerinin belirlenmesi sırası izlenir.

Oran analizi ile finansal tablolarda yer alan tutarların nisbi ilişkileri incelenerek işletmenin finansal durumu konusunda bilgi edinilir. Finansal tablolarda çok sayıda oran hesaplamak mümkündür. Ancak oran hesaplamadaki amaç yorumlanabilir bilgiler elde etmektir. Hesaplanan oranlar tek başlarına bir anlam ifade etmekten uzaktır. Ancak diğer ilgili oranlar geçmiş yıllara ilişkin oranlar ve sektör ortalamaları ile karşılaştırılmaları sonucu ifade etmeye başlarlar. Oranlar işletme faaliyet sonuçları ile finansal durumunu değerlemedeki kullanılış amaçları dikkate alınmak suretiyle sınıflandırılır. Buna göre oranlar likidite, finansal yapı, faaliyet ve kârlılık olarak dört gruba ayrılırlar (Aragon, 1999).

Likidite durumunun analizinde kullanılan oranlar, işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli yabancı kaynakları arasındaki ilişkilerin analiz edilmesinde kullanılırlar. Bu oranlar işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğinin ölçülmesinde ve işletme sermayesinin yeterli olup olmadığının belirlenmesinde kullanılırlar. Finansal yapı analizinde kullanılan oranlar, işletmenin kaynak yapısının ve uzun vadeli borç

ödeme gücünün ölçülmesinde kullanılan oranlardır. Başka bir anlatımla, işletmenin öz kaynağının yeterli olup olmadığı, kaynak yapısı içinde borç ve özkaynağın dengesi ve özkaynak olarak yaratılan fonların ne tür dönen varlık yada duran varlıklara kullanıldığına ölçülmesinde kullanılan oranlardır. Faaliyet oranları, işletmenin varlıklarını verimli kullanıp kullanmadığını ölçmede kullanılan oranlardır. Son olarak kârlılık oranları, işletmenin kârlı bir şekilde çalışıp çalışmadığını ölçmede kullanılan oranlardır. Oran analizinde kullanılan likidite, finansal yapı analizi, faaliyet ve kârlılık oranları ile ilgili detaylı açıklama Tablo 4.1’de verilmiştir.

4.1.2 Finansal Planlama ve Tahmin

Vade uyumunun çok önemli olduğu gayrimenkul geliştirme sektörü için finansal planlama çok önemlidir. Finansal planlama, firmaların faaliyet süreci içerisinde belirecek tüm fon giriş ve çıkışları önceden belirlemeye yarayan bir işlemdir. Finansal planlamanın temel amacı, fon giriş ve çıkışları arasındaki zaman uyumunu sağlayarak genel finansman dengesini koruyabilmektir. Finansman dengesinin korunması kullanılacak kaynakların en etkili şekilde kullanımını temin etmektedir. Finansal planlamanın işlevi sadece plan ve bütçe yapmak değildir. Kontrol süreci sonucunda sapmalar analiz edilerek gereken önlemlerin zamanında alınması planlama ile sağlanır.

Finansal planlamanın yapılmasında yardımcı araçlardan bazıları proforma bilanço, proforma gelir tablosu, proforma fon akım tablosu ve nakit bütçeleridir.

Gayrimenkul geliştirme şirketlerinde ve gayrimenkul sektöründeki diğer firmalarda, uzun vadeli finansman kararlarının alınabilmesinde proforma bilanço yöntemi kullanılır. Burada firma kararları ve planları, firma aktif ve pasif hesapları üzerindeki etkiler hesaplanmaya çalışılır. Örneğin bir geliştirme şirketinde hazırlanan bir proforma bilançonun aktif toplamı, pasif toplamın üzerinde ise, fazla olan tutar kadar finansman açığı söz konusudur. Böyle bir durumda, bu açığın hangi kaynakla finanse edileceğine karar verilmelidir.

Proforma bilanço dört adımda hazırlanır (Aragon, 1999).

1. Satışlar ve sonucunda her bir bilanço hesabına yapılacak yatırımın saptanması,
2. Kendiliğinden oluşacak fon kaynaklarını belirlemek,
3. Özsermaye tutarını belirlemek,
4. Aktif ve pasif tarafları dengelemek.

Proforma bilançonun olumsuz yönü, yalnızca belli bir tarihteki finansman ihtiyacını göstermesidir. Proforma bilanço yüzde, oran ve regresyon yöntemi olmak üzere üç farklı yöntemle hazırlanabilir.

Yüzde yönteminde, satış tahminlerine dayanarak satış hacmi değişikliklerinden etkilenen bilanço kalemleri belirlenir. Örneğin stok, alacak, kasa, sabit varlıklar, ticari borçlar ve tahakkuk etmiş gider hesapları satışlarla bağlantılıdır fakat, iştirak, uzun vadeli borç, ipotekli borç senetleri veya hisse senetlerinin böyle bir ilişkisi söz konusu değildir. Oran yöntemi, özellikle yeni firmalar için kullanılır. Öncelikle firmanın içinde bulunduğu endüstri kolunun ve gelecek için planlanan satış hacminin bilinmesi gereklidir. Regresyon yöntemi istatistiki bilgileri temel alır. Bu nedenle diğer yöntemlerin içerisinde en bilimsel olanıdır. Temeli, satışlar ve onun etkisi altında bulunan bilanço kalemlerinin birkaç yıllık gelişmesini eğrilerde göstermektir.

Proforma gelir tablosu, gelecek dönem gelir tahmininde kullanılır. Yine öncelikle satışların tahmini gereklidir. Çünkü satışların tahmin edilmesi, üretimi ve üretilen malların maliyet belirlenmesinde kullanılır. Satın alma, işçilik ve genel giderlerin tahmin edilmesi, üretilen malın maliyetinin tahminini sağlar. Satılan malın maliyetinin tahmini yapıldıktan sonra, satışlarla ilgili giderler ve yönetim giderleri tahmini yapılır (Francis, 1988).

Proforma fon kaynakları ve kullanımları tablosu, firmanın gelecek dönemde sağlayacağı tahmin edilen kaynakları ve olası kullanım yerlerini gösteren, finansal tahminlemeye yardımcı olan tablodur. Uzun vadeli bir planlama aracı olan proforma

fon akım tablosu, firmanın gelecekte sağlayabileceği kaynakları, planın kapsadığı dönemdeki kaynak ihtiyacını, firmaya yaratılan kaynakların ihtiyaçlar için yeterli olup olmadığı, eksiklerin ne şekilde kapatılması gerektiğini gösterir. Bu tabloyu hazırlayabilmek için; proforma gelir tablosu, proforma bilanço, firmanın kâr dağıtım politikası ve firmanın kredi sözleşmeleri konularında bilgilere ihtiyaç vardır.

Proforma fon akım tablosu, kaynaklar ve kullanımlar olmak üzere iki bölümden oluşur. Kaynaklar içerisinde, net kâr ve amortisman gibi nakit çıkışı gerektirmeyen giderler, aktiflerdeki azalış ve borçlardaki artışlar yer alır. Kullanımlar ise, ödenecek vergiler, ödenecek kâr payları, aktife yapılacak yatırımlar, borç ödemeleri ve sermaye azalışlarından oluşur (Aragon, 1999).

Nakit bütçesi firmanın kısa vadeli finansman kararlarının alınabilmesi için kullanılan bir bütçedir. Finansman yöneticisi, gelecekteki nakdin kaynak ve kullanımlarını bilmek zorundadır. Böylece gelecekteki nakit ihtiyacı saptanır ve nakit akış tahminleri bütçe yardımı ile izlenerek firma performansı takip edilir. Nakit bütçesi içerisinde, firmanın nakit girişlerinin kaynakları ve bu kaynakların kullanım yerleri bulunur. Nakit bütçeleri kısa vadeli planlama yapar, bu vadenin belirleyicisi ise, firmanın türüne, enflasyona ve bunun gibi faktörlere göre değişikliğe uğrar. Ancak gözden kaçırılmaması gereken, süre ne kadar uzarsa tahminlerin güvenilirliği de o ölçüde azalır. Genelde nakdin kaynağı satışlar olduğu için, bu kalemin doğru tahmini nakit bütçesinin temelini doğru atılmasına yardımcı olur. Bunun dışında nakit girişlerinin içerisinde, hisse senedi, tahvil vb. gibi menkul kıymet satışlarından elde edilen kaynaklar, tesis, araç gibi aktif değerlerin satışından elde edilen fonlar ve dış kaynaklı krediler de diğer nakit girişleri içerisinde yer alır. Nakit girişlerinin yanında tabloda nakit çıkışları mevcuttur. Yine satış tahmini yardımı ile, üretim miktarı saptanır. Hammadde alımı ve işçilik önemli nakit çıkış kalemlerindedir. Ayrıca stok alımı, maaş ve diğer yönetim giderleri, faiz ödemeleri ve vergiler de nakit çıkışları arasındadır (Aragon, 1999). Nakit bütçesinin düzenlenmesi yöneticiye nakit açığının veya fazlasının hangi zamanlarda oluşacağını gösteren önemli bir tablodur. Eğer bir nakit açığı bütçedeki herhangi bir dönemde söz konusu olmuşsa, yönetici bunu

önceden tespit ederek ve kısa vadeli bir kredi ile bu açığı kapatabilir veya nakit fazlası varsa, bu fazlalığı da çeşitli yatırım araçlarına yatırarak kullanabilir.

4.1.3 Sermaye Maliyeti ve Optimal Sermaye Yapısı

Uzun vadeli gayrimenkul sektöründe sermaye yapısı olarak uzun dönem finansman bileşimleri istikrar ve para yönetimi için büyük önem kazanmaktadır. Uzun dönem finansman bileşimi içinde yer alan faktörler borç ve özsermaye finansmanıdır. Buradan hareketle, firmanın yatırımları için ihtiyaç duyduğu iki tür finansman kaynağı olduğu söylenebilir. Bunlardan birisi yabancı kaynakken, diğeri özkaynaktır. Sermaye yapısı içinde; değişik oranlarda uzun dönemli borçlar, adi hisse senetleri ve rüçhanlı hisse senetleri yer alır. Finansal yapı ile sermaye yapısı arasındaki ilişki şöyle formüle edilir:

Finansal Yapı – Kısa Vadeli Borçlar = Sermaye Yapısı

Firmanın sermaye yapısı içerisinde borç ve özsermaye kıdemi yer aldığı için, firmanın sermaye maliyeti borç yatırımcıları ile öz sermaye yatırımcılarının talep ettiği getirilerin ağırlıklı ortalaması anlamına gelir. Sermaye maliyeti, şirketin ihraç ettiği tüm menkul kıymetlerden beklenen getiri oranlarına dayanır. Bu maliyet, firmanın dolaşımdaki tüm menkul kıymetlerini içeren portföyden, yatırımcıların talep edecekleri beklenen getiri oranıdır. Genel olarak bir finansman kaynağının maliyeti (sermaye maliyeti) bu kaynağın firmaya sağladığı para girişinin bugünkü değeri ile, gerektirdiği para çıkışlarının bugünkü değerini eşit kılan iskonto oranıdır. Bir finansman kaynağının gerektireceği para çıkışları kaynağın niteliğine göre faiz, anapara ödemeleri veya dividant olabilir (Francis, 1988). Şirketin sermaye maliyeti, firmanın mevcut varlıkları için sermayenin fırsat maliyeti olarak da tanımlanabilir. Firmaların sermaye yapıları, borç/özsermaye oranları her zaman aynı kalmaz. Bu durumda firmanın sermaye yapısındaki değişimler sermaye maliyetini de değiştirecektir. Sermaye maliyetinin hesaplaması, işletmenin yatırım ve finansman kararlarının verilmesinde temeldir. Sermaye maliyeti hesaplamasının amacı, firmanın kaynak bileşiminin ortaya konulmasıdır. Sermaye maliyeti daha yatırım aşamasında

önemini gösterir. Herhangi bir yatırımın değerlendirilmesi için iskonto faktörü olarak sermaye maliyetine gerek duyulur. Sermaye maliyeti hesaplanırken işletmenin iş riski dividant dağıtım politikası ve sermaye yapısı değişmez kabul edilebilir. Sermaye maliyeti hesaplanırken 1970'li yılların ortalarına kadar gelen geleneksel yaklaşımda, bir işletmenin sermaye maliyeti belirlenirken sadece sermaye yapısını oluşturan kalemler dikkate alınırdı. Modern yaklaşıma göre ise, sermaye maliyeti değerlemesinde vadesine bakılmadan tüm kaynaklar gözönüne alınmaktadır. Oysa ki varlıklarla kaynaklar arasında vade senkronizasyonu olması için geleneksel yaklaşımda sermaye maliyeti değerlemesinde yalnızca uzun vadeli borçlar hesaba katılırdı (TSPAKB, 2002). Sermaye maliyeti konusunda önemli bir takım unsurlar söz konusudur. Örneğin sermaye maliyeti, marjinal sermaye maliyeti veya ağırlıklı sermaye maliyeti olabilir. Sermaye maliyetinin belirlenmesi işletmenin optimal sermaye yapısına dayandırılmalıdır. Sermaye maliyeti bileşiminde yalnızca uzun vadeli kaynaklar değil, maliyeti olan tüm bileşenler dikkate alınmalıdır (Fellows, 1986).

Sermaye türü olarak borçlanma maliyeti, firma faaliyetlerinin dış kaynakla finansmanı halinde sağlanan sermayenin maliyetidir. Nihai borçlanma maliyeti, finansman gideri vergi matrahından düşülebildiği için, vergi sonrası borçlanma maliyetidir. Herhangi bir finansmanın maliyeti o finansmana ait nakit akımlarının iç verim oranıdır. Örneğin bir tahvil finansmanında, fon alan firmanın tahvil için ödediği satış fiyatı ile verdiği fon karşılığında faiz getirisine sahip olan fon arz edenin getirisini birbirine eşitleyen iskonto oranı sermaye maliyetidir (Fabozzi, 1995).

Öncelikli pay senetlerinin maliyetini, senet üzerinde saptanan kâr payı (dividant) belirler. Öncelikli pay senedi, borç ile özkaynak arasında yeralan bir fon kaynağıdır. Buna bağlı olarak bu fonun maliyeti adi hisse senedi ile borçlanmanın maliyeti arasındadır. Adi hisse senedi maliyetini hesaplama yöntemi olarak Gordon Büyüme Modeli ve CAPM Yaklaşımı sözkonusudur. Gordon Büyüme modeli ile yatırımcının beklediği getiri veya özsermaye maliyeti hesaplanmaktadır. CAPM Yaklaşımında risksiz faiz oranı, beta katsayısı, pazar portföyünün getiri oranı gibi ardarda birtakım

tahminler gerekmektedir. Ardından, CAPM kullanılarak firma hisse senetlerinin kârlılık oranı tahmin edilebilir (Türko, 1994).

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini hesaplamak firmanın sermaye maliyetini tahmin etmenin bir yoludur. Firmanın sermaye maliyeti, borç ve özkaynak yatırımcılarının talep ettiği getirilerin ağırlıklı ortalamasıdır. Bir başka ifade ile, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti firmanın tüm menkul kıymetlerini içeren portföyden beklenen getiri oranıdır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken şu yol izlenmektedir. Öncelikle her menkul değer değeri, firma değerinin yüzdesi olarak hesaplanır. Bunu takiben, her menkul değerden beklenen getiri oranı saptanır ve son olarak istenen bu getirilerin ağırlıklı ortalaması hesaplanır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, firmanın menkul değerini elinde tutanlara uygun bir beklenen getiri sağlamak amacıyla, ortalama riske sahip yatırımlardan kazanmayı beklediği getiri oranıdır (TSPAKB, 2002).

Optimal sermaye yapısı, sermaye maliyetini en düşük düzeyde gerçekleştirip firma piyasa değerini maksimize etmeyi sağlayan sermaye yapısıdır. Optimal sermaye yapısını oluşturma konusunda net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşım ve Modigliani-Miller yaklaşımı söz konusudur (Aragon, 1999).

Net gelir yaklaşımı, bir firmanın sermaye maliyetinin belirlenmesinde, borcun kaldıraç etkisini en fazla dikkate alan yaklaşımdır. Buna göre firma, borç/özkaynak oranını, diğer bir ifadeyle kaldıraç etkisinden yararlanma derecesini, artırarak, ortalama sermaye maliyetini düşürebilir ve piyasa değerini yükseltebilir. Net gelir yaklaşımının dayandığı varsayımlar; borçlanma maliyetinin özkaynak maliyetinden daha düşük olduğu ve borçlanma maliyeti ile özkaynak maliyetinin farklı sermaye yapıları (farklı borç/özkaynak oranları) için sabit kaldığıdır. Yukarıdaki varsayımlardan ikincisinin gerçekçi bir varsayım olmadığı, dolayısıyla net gelir yaklaşımının gerçeği yansıtmaktan uzaklaşabileceği vurgulanmalıdır.

Net faaliyet geliri yaklaşımına göre, bir firmanın değeri, net faaliyet gelirinin sabit bir ortalama sermaye maliyeti kullanılarak bugüne indirgenmesi ile bulunur. Bu

yaklaşımın temel varsayımı, farklı sermaye yapıları için, ortalama sermaye maliyetinin sabit kalmasıdır. Dolayısıyla, firma değeri değişmez. Diğer bir deyişle, sermaye yapısının firma değeri üzerine etkisi yoktur. Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı'nda, firmanın borç/özkaynak oranı arttıkça ya da firma daha riskli hale geldikçe, özkaynak maliyeti de buna paralel olarak artar. Geleneksel yaklaşıma göre, bir firma için tek bir optimal sermaye yapısı vardır. Bu yaklaşım, borç/özkaynak oranını artırmanın, özkaynak maliyetini yükseltmesine rağmen, kaldıraç etkisini artırarak ortalama sermaye maliyetini düşürebileceğini ve piyasa değerini yükseltebileceğini öngörür. Bu yaklaşımda, firma borç/özkaynak oranını artırdığında, belirli bir noktaya kadar firmanın ortalama sermaye maliyeti düşecektir. Borçlanmaya devam edilirse, hem borçlanma maliyeti hem de özkaynak maliyeti yükseleceğinden, firmanın ortalama sermaye maliyeti de yükselmeye başlayacaktır. Modigliani-Miller Yaklaşımı geleneksel görüşe karşı çıkararak, firmanın piyasa değerinin borçlanma maliyeti ve özkaynak maliyetinin karşılıklı etkileşimi sonucu, aynı kalacağını savunur. Diğer bir deyişle, Modigliani-Miller Yaklaşımı Net Faaliyet Geliri Yaklaşımı ile aynıdır. Bu yaklaşımın varsayımları; sermaye piyasalarında tam rekabet koşullarının geçerli olması, gelecekteki faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımının cari faaliyet gelirlerinin olasılık dağılımıyla aynı olması, firmaların eş risk kategorileri altında gruplandırılabilmesi ve gelir üzerinden vergi ödenmemesidir (bu varsayım daha sonra değiştirilmiştir). Bu yaklaşıma göre, aynı eş risk kategorisine giren ve net faaliyet kârları eşit olan firmaların piyasa değerleri birbirine eşittir. Bir firma sermaye yapısını değiştirerek, aynı eş risk kategorisindeki başka bir firmaya kıyasla, piyasa değerini yükseltmez. Bu görüş, sermaye piyasasında arbitraj yapılabilmesine bağlıdır (TSPAKB, 2002).

Sonuç olarak, firmaların optimal sermaye yapılarını belirleyebilecek kesin bir formül yoktur. Ancak karar vermeye yardımcı olacak bir takım ipuçları veya rehber niteliğinde bilgiler toplanabilir. Örneğin optimal borçlanma oranı ile ilgili bilgiler piyasadan edinilebilir. Şöyle ki; borçlanma düzeyindeki artışın sermaye maliyetinde oransız yaşanan büyük bir sıçramaya yol açması, benzer iş riski kategorisindeki diğer firmaların sermaye yapılarına piyasanın tepkisi, vb. borçlanmanın optimale ulaşım ulaşıldığına dair işe yarar işaretler olabilir. Teorisyenlerin optimal sermaye yapısı

için genel geçer bir kural oluşturamamış olmasına karşın, bulunan bir optimal sermaye yapısının korunması için önlemler alınması gereklidir (TSPAKB, 2002). Örneğin, firmanın kontrolünü ellerinde tutanların alacakları bazı kararların sermaye yapısını bozması engellenmelidir. Pazar koşullarının neden olacağı bazı durumlarda geçici olarak optimal sermaye yapısından uzaklaşılması sözkonusu olabilir. Ancak, durumun geçici olduğu dikkatten kaçırılmayarak devamlı izlenmeli ve tekrar optimal yapı kurulmalıdır.

4.1.4 İşletme Sermayesi Yönetimi ve Sermaye Bütçelemesi

Sermaye bütçelemesi, sermaye bütçelemesi yapılacak yatırımları parasal olarak ifade eden yatırım planıdır. Yatırımların uzun dönemi kapsamı, satış tahminlerinin firma için önemli olması, harcama düzeyinin önemi ve yatırımların yüksek ya da düşük kapasiteye yol açması sermaye bütçelemesini önemli kılmaktadır. Bütçelemenin kapsamı içerisinde, önerilerin oluşturulması, maliyet ve sağlanacak yararların tahmin edilmesi, riskin değerlendirilmesi, öneriler arasından seçimin yapılması, tekrar değerlemenin yapılması ve son denetim yer alır.

Firmalar açısından bir işletmenin varlık bileşimini, geçmişten bu yana sermaye yapısı ve gelecek için planlanan sermaye kullanım kararları oluşturur. Varlıklara tahsis edilen sermaye yatırımları içerisinde orta ve uzun vadeli sermaye yatırımları duran varlık yapısını oluşturur. Duran varlık yönetimi sermaye bütçelemesi ile aynı anlama gelmektedir. Firmalarda yatırımlar yapıldığı zaman süreci içerisinde firma kârlılığını olumsuz etkileyen ve birim maliyetleri yükselten bir seyir gösterir (Erdoğan, 1990). Yatırım tamamlandıktan sonra ise, nakit girişleri sağlanmaya başlandığı dönemde firma kârlılığında artış yaşanacaktır. Ancak bu sonuca ulaşmak yalnızca isabetli yatırımlara girmiş olmakla mümkündür. Firmaların piyasa değerlerini pozitif etkilemesi için firma içindeki diğer departmanların görüşlerine başvurmak gereklidir. Bu yolla koordinasyon sağlanarak hatadan uzak kalınabilir. Yatırımlar konusunda isabetli kararlara varabilmek için firma yönetiminin gerçekleştirmeyi düşündüğü projeler için ayrıntılı fizibilite çalışmaları yapmaları gereklidir. Yatırım projelerinin değerlendirilmesi başlı başına bir konu oluşturmaktadır. Bu amaca yönelik iki tür

değerlendirme yönteminden bahsedilir. İlki, statik (tek dönemlik) yöntemler, diğeri dinamik (çok dönemli) yöntemlerdir. Tek dönemlik yöntemler arasında maliyet karşılaştırması, kârların karşılaştırması, muhasebe verim oranı, geri ödeme süresi yöntemi ve yatırım kârlılığı ve kaynak maliyetinin eşzamanlı koordinasyonu yer alır. Çok dönemli yöntemler ise, net bugünkü değer yöntemi, iç verim oranı yöntemi, dinamik geri ödeme süresi yöntemi, anüite yöntemi ve kârlılık indeksidir.

4.1.4.1 Statik ve Dinamik Yöntemler

Statik yöntemlerden en yaygın bilinenlerinden birisi, bir verimlilik yöntemi olan “Ortalama Brüt Yıllık Gelirin Yatırım Tutarına Oranı” dır. Yöntemde kullanılan yatırım miktarının hesaplanma yöntemine göre değişik birkaç tane verim bulunur ve yöntemin en sakıncalı yönü budur. Yöntemde önce projelerin ortalama gelir oranı bulunur ve bu oranı en yüksek proje tercih edilir. Bir diğeri statik yöntem olan “Geri Ödeme Süresi Yöntemi” ise, yatırımın vergiden sonraki yıllık gelirleri ile amortisman toplamının başlangıçtaki yatırım miktarına eşit hale gelinceye kadar geçmesi gereken süredir. Geri ödeme süresi, en düşük olan projenin tercih edilmesi gerekir. Birçok sakıncası vardır; paranın zaman değerini göz önüne almaz, likiditeye önem vermez, geri ödeme süresi düşük olan projeyi daha az riskli kabul eder ve geri ödeme süresinden sonraki gelirleri dikkate almaz (Fabozzi, 1995).

Statik yöntemlerin getirmiş olduğu bazı dezavantajları bertaraf eden ve modern para yönetimi anlayışında yeri olan dinamik yöntemlerden söz etmek mümkündür. Bu yöntemler paranın zaman değerini dikkate aldıkları için dinamik olarak adlandırılmaktadır. Dinamik yöntemler arasında net güncel (bugünkü) değer, iç verim oranı ve kârlılık indeksi en bilinen üç yöntem konumundadır.

Net bugünkü değer yönteminde, firma eğer, yatırılan fonlar ile aynı bugünkü değere sahip nakit yaratan bir projeye yatırım yaparsa, yatırım firma değerini artırmaz. Yatırım bütçelemesinin amacı, yatırımın maliyetinden daha yüksek bugünkü değeri olan nakit girişine sahip projeleri yakalamaktır. Yatırım miktarı ile nakit girişlerinin bugünkü değeri arasındaki fark ise “Net Bugünkü Değer”i ifade eder. Projenin nakit

girişlerinin bugünkü değeri, yatırım maliyetinin bugünkü değerinden fazla ise, proje pozitif net bugünkü değere sahiptir. Dolayısıyla firma pozitif net bugünkü değere sahip projeleri tercih etmek durumundadır. Kural olarak denebilir ki, nakit akımlarının uygun bir iskonto oranı ile iskonto edilmesi sonucu net bugünkü değeri pozitif ise proje kabul edilir.

İç verim oranı yönteminde, iç verim oranı, nakit akımlarının bugünkü değerini sıfıra eşitleyen iskonto oranıdır. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, projenin nasıl bir proje olduğuna karar vermektir. Eğer projenin nakit akımları içerisinde tek bir işaret değişikliği varsa, ki bu nakit girişi ve nakit çıkışı olmasına göre belirlenir, bu proje normal projedir. Normal projelerin sadece bir tane pozitif iç verim oranı vardır. İşaretin birden fazla değişmesi söz konusu ise, birden fazla iç verim oranı ortaya çıkabilir. Genelde, bir projenin maksimum olası pozitif iç verim oranı sayısı nakit akımlarındaki işaret değişikliği sayısı kadardır. Proje normal ve iç verim oranı iskonto oranından büyükse, net bugünkü değer her zaman pozitif olacaktır, dolayısıyla bu proje kabul edilmelidir (Tarhan, 2002).

Kârlılık indeksi yöntemi de bugünkü değer kuralını temel almıştır. Kârlılık indeksinde, bugünkü değer maliyete oranı ölçülür. Uygun iskonto oranı ile iskonto ederek nakit akımlarının bugünkü değeri bulunur. Net bugünkü değer, sıfır olduğunda, nakit akımlarının bugünkü değeri yatırımın maliyetine eşittir. O yüzden, (0) net bugünkü değer, kârlılık indeksinin (1) değerine karşılık gelir. Kârlılık indeksi, birden küçük ise, yatırımın maliyeti nakit akımlarının bugünkü değerinin üzerindedir ve net bugünkü değer negatiftir. Eğer kârlılık indeksi, birin üzerinde ise, net bugünkü değer pozitifdir.

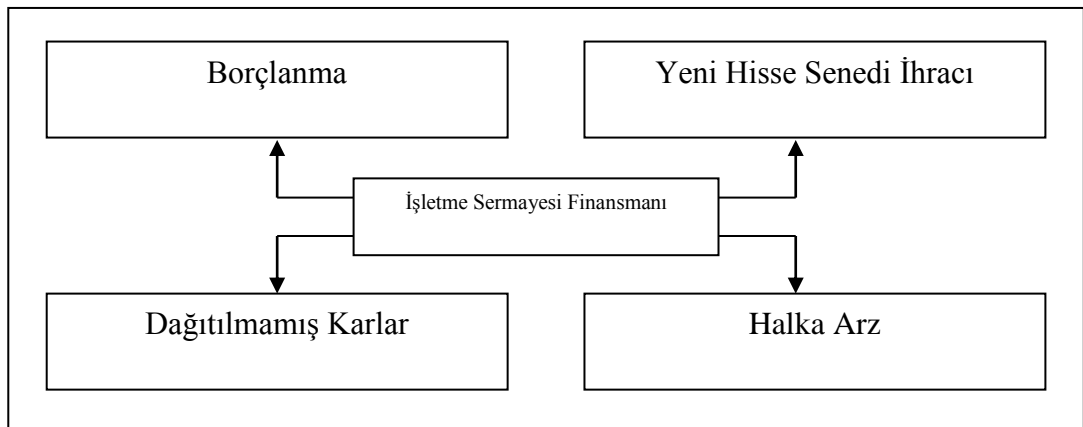
4.1.4.2 Enflasyonun Etkisi

Yatırım kararı verilirken tahminlere dayalı yorumların yapıldığı belirsizliklerle dolu bir ortam söz konusudur. Bir de bunun yanına enflasyon ortamının eklenmesi işlemleri daha karmaşık hale getirmektedir. Burada bahsedilmek istenen görece fiyat oynamalarının projelerin uygulanabilirlik analizini zora sokmasıdır. Enflasyonist

ortamda yatırım projeleri değerlendirilirken, enflasyonun olmadığı durumla farklılığının yok edilmesi gereklidir. Yeni iskonto oranı belirlenerek gelecekteki piyasa fiyatlarının tahmin edilmesi ile nakit girişlerinin sabit fiyat ya da cari fiyatla mı hesaplanacağı önemlidir. Eğer reel değerlere göre hesaplamalar düzenleniyorsa iskonto oranının değiştirilmesine gerek yoktur. Ancak nominal değerler kullanıldığında iskonto oranının yenilenmesi gerekir (TSPAKB, 2002). Bu yeni iskonto oranı, enflasyon etkisini de içinde bulunduran bir oran olmalıdır. Bugünden sonraki dönem için piyasa fiyatı tahmininde yurt içi ve dışı girdi fiyatları ve politik karar organlarının fiyat oynamalarına karşı olan tepkileri önem kazanır. Döviz kuru, genel ücret haddi, kamu mal ve hizmet fiyatları, faiz oranları, büyüme, dışa açıklık haddi vs. bu kapsamda önemlidir. Kısa dönem için ise, fiyat hareketi tahmini önemlidir.

4.1.4.3 İşletme Sermayesinin Finansmanı

Bir gayrimenkul geliştirme firması eğer bir projeyi üstlenirse, proje tipik olarak nakit bakiyesinde, stoklarda veya alacaklarda bir artış gerektirdiğinden hemen hemen her önemli proje işletme sermayesine bir yatırımı gerektireceği için, artan işletme sermayesini karşılamak için fon bulması gereklidir. Bu nedenle işletme sermayesi yatırımın parçasıdır. İşletme sermayesinin finansmanı araçları borçlanma, yeni hisse senedi ihracı, dağıtılmamış karlar ve şirketin halka arzıdır (Şekil 4.3).



Şekil 4.3 : İşletme Sermayesi Finansmanı

Firmaların finansman sağlamada kullandıkları yöntemlerden birisi, borçlanmadır. Özsermaye ile finansmanın dışında, finansman kaldıraçından faydalanmak isteyen firmalar için tercih edilecek bir kaynaktır. Bu kaynak çeşitli ticaret bankaları, kamu kurum ve kuruluşlarından sağlanabilir.

Bir diğer finansman unsuru ise, hisse senedi ihracıdır. Yeni hisse senedi ihracı ile finansmanı yolunu kullanabilmek için çeşitli şartlar mevcuttur. Birincisi, esas sermayeye karşılık hisse senetlerinin bedelleri tamamen ödenmedikçe yeni hisse senedi ihracı yapılamaz. İkincisi, imtiyazlı hisse senetleri varsa, genel kurul kararı dışında, bu tür hisse senetlerinin özel toplanılarak sermaye artışının onaylanması gereklidir. Üçüncü koşul, artırılacak sermaye tutarının tümünün taahhüt edilerek en az $\frac{1}{4}$ 'ünün ödenmesi gerekir, ayrıca sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme değişikliği için Ticaret Bakanlığı'ndan izin alınması gereklidir (TSPAKB, 2002).

Bunların dışında, bir başka önemli kaynak ise, dağıtılmamış kârlardır. Firmanın kâr dağıtım politikasını etkileyen iki önemli unsur vardır. Bunlardan birincisi, firmanın önündeki yatırım fırsatlarıdır. Firma eğer, sermaye maliyeti üzerinde herhangi bir yatırım fırsatı yakalayamamışsa, kârının belirli bir kısmını ortaklarına dağıtması akıllıca olacaktır. Kâr dağıtım politikasını etkileyen ikinci bir unsur ise, ortakların veya firma hissedarlarının sermaye kazancından çok kâr payı kazancını tercih etmeleridir. Bunun nedeni kâr payının yatırımcıya sermaye kazancından daha fazla bilgi veriyor olması ve diğerine göre kâr payında belirsizliğin daha az olmasıdır (Weston, 1993). Firmalar için kâr payının bilgi sağlama özelliği potansiyel yatırımcı için çekici olması nedeniyle önemlidir.

Sermaye kaynağı olarak firma hisselerinin halka arzı, firmaya sermaye piyasasında prestij sağlayan bir unsurdur. Firmaları halka arza gitmeye iten nedenlerin başında aslında ek fon ihtiyacı gelmektedir. Halka arz yolu ile firma, hisse senedi satışında doğrudan gelir elde eder. Elde edilen fonlarında firma içinde çeşitli yerleri vardır. Örneğin, çeşitli yatırım projelerinin finansmanında kullanılırlar, döner sermaye ihtiyaçlarını karşılarlar veya borç öderler. Bir finansman kaynağı olan halka arzın sağladığı fonlar, özsermaye gibi değerlendirildiğinden, herhangi bir faiz veya ana

para ödemesi söz konusu değildir. Bunun yanında firmanın itibarını, finansal esnekliğini ve borç alabilme kapasitesini arttırıcı bir özelliğe de sahiptir.

Halka arz yolu ile firma şeffaflık sağlamakta ve kamuyu aydınlatma görevini yerine getirmektedir. Bu unsur, bir yandan olumlu değerlendirilirken, bir yandan da şeffaflık her zaman tercih edilen bir durum olmadığı için istenmeyen olarak değerlendirilebilir. Halka açılan bir firmanın tüm işlemleri denetim ve gözetim altında olduğu için, bu gibi oluşumlar bazı taraflar için rahatsız edici olabilir. Halka arz, yeni finansman alternatifi demektir. Halka arz işleminden sonra, hisse senetleri yatırımcılar tarafından alınıp satılır ve hisse senetlerinin değeri piyasa ortamında belirlenmiş olur. Bu yolla firmanın piyasa değerine de ulaşılabilir. Halka açık firma devamlı gözetim ve denetim içinde bulunacağı için üst düzey yöneticilerin keyfi davranışlarına olanak tanınmayacaktır. Yöneticiler, oldukça dikkatli ve özenli davranmak zorunda olacaklardır. Bunun yanında halka açılmanın en özendirici yönlerinden birisi vergi avantajıdır. Firmalar bu avantaj dolayısıyla halka arzı tercih edilebilir görmektedirler (Levy, 1986).

Firmaların halka arz kararı vermeleri yeterli olmamaktadır. Halka arzın çeşitli ön koşulları vardır. Bunlardan birisi büyüklüktür. Halka arz edilecek bir firma için, ihraç edilecek menkul kıymet tutarı önemlidir. Halka arz önemli bir fon kaynağı olmasına rağmen, oldukça masraf gerektiren bir işlemdir. Dolayısıyla halka açılacak firmanın küçük miktarlar ile işlemi gerçekleştirmesi zarara neden olabilir. Bu noktada aracı kurumlar ihraç edilecek uygun bir büyüklüğü önermektedirler. Halka arz kararı veren firmanın bir başka kısıtı ise, satışa sunulacak menkul kıymetlerin yatırımcıların beklentilerine uygun olmasıdır. Firma yönetimi ve arz işleminden sorumlu aracı kuruluş, yatırımcılara istedikleri anda menkul kıymet alma ve satma olanağını sağlamış olmalıdırlar. Bu özellik, daha çok piyasanın derinliği ve likiditesi ile bağlantılıdır. Halka arz edilecek olan firmanın, gelirin büyüklüğü ve kalitesi ile yakından ilgili olduğu bilinmelidir. Gelirin yıllar itibariyle dengeli bir artışı, firmanın gelecekte başarılı olacağının bir göstergesi olacaktır (TSPAKB, 2002). Ayrıca firmanın yöneticilerinin yetenekleri de halka arz işleminde büyük öneme sahiptir. Firma yöneticilerin becerisi, bilgi ve tecrübe düzeyi halka arzı başarılı olabilecek

unsurlardandır. Halka açılacak firmanın büyüme potansiyelinin olması da amaca yönelik önemli bir faktördür. Eğer firma büyüme potansiyeline sahip görülüyorsa, bunun önündeki engellerin kaldırılmasının ardından işe girişilmelidir.

4.2 Yatırım Kararları ve Ekonomik Değerlendirme

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) gibi kurumsal gayrimenkul şirketlerinde yatırım kararları açıklanan modern para yönetimi anlayışı çerçevesinde alınır ve geliştirme projelerinin ekonomik değerlendirmesi buna göre yapılır.

Ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde üretimde karşılaşılan finansman sıkıntısı, eldeki kaynakların maksimum verimli kullanılmasını gerektirmektedir. Geliştirilen projelerin gerçekleştirilmesinde kıt kaynakların söz konusu olması, kullanılacak kaynaklarla sağlanacak faydaların karşılaştırılması ve bu kaynakların başka projelerde veya kullanım yerinde daha fazla fayda sağlama olanağının incelenmesini zorunlu kılmaktadır. Bu nedenle, üretim endüstrisinin diğer alanlarında geliştirilmiş olan ekonomik değerlendirme veya yatırım değerlendirme yöntemlerinin gayrimenkul geliştirme sektöründe de rol alan karar vericiler tarafından kullanılması, söz konusu tekniklerin gayrimenkul geliştirme niteliklerine uygun değerlendirmelere olanak sağlayacak şekilde geliştirilmesini gerektirmektedir.

Ekonomik değerlendirme yöntemleri temelde iki soruya yanıt vermek için kullanılmaktadır. Önerilen projelerden hangisinin en ekonomik olduğunu belirlemek ve önerilen projelerin istenilen kârlılığı sağlayabilecek durumda olup olmadıklarına bakmak için kullanılırlar (Giritli, 1987).

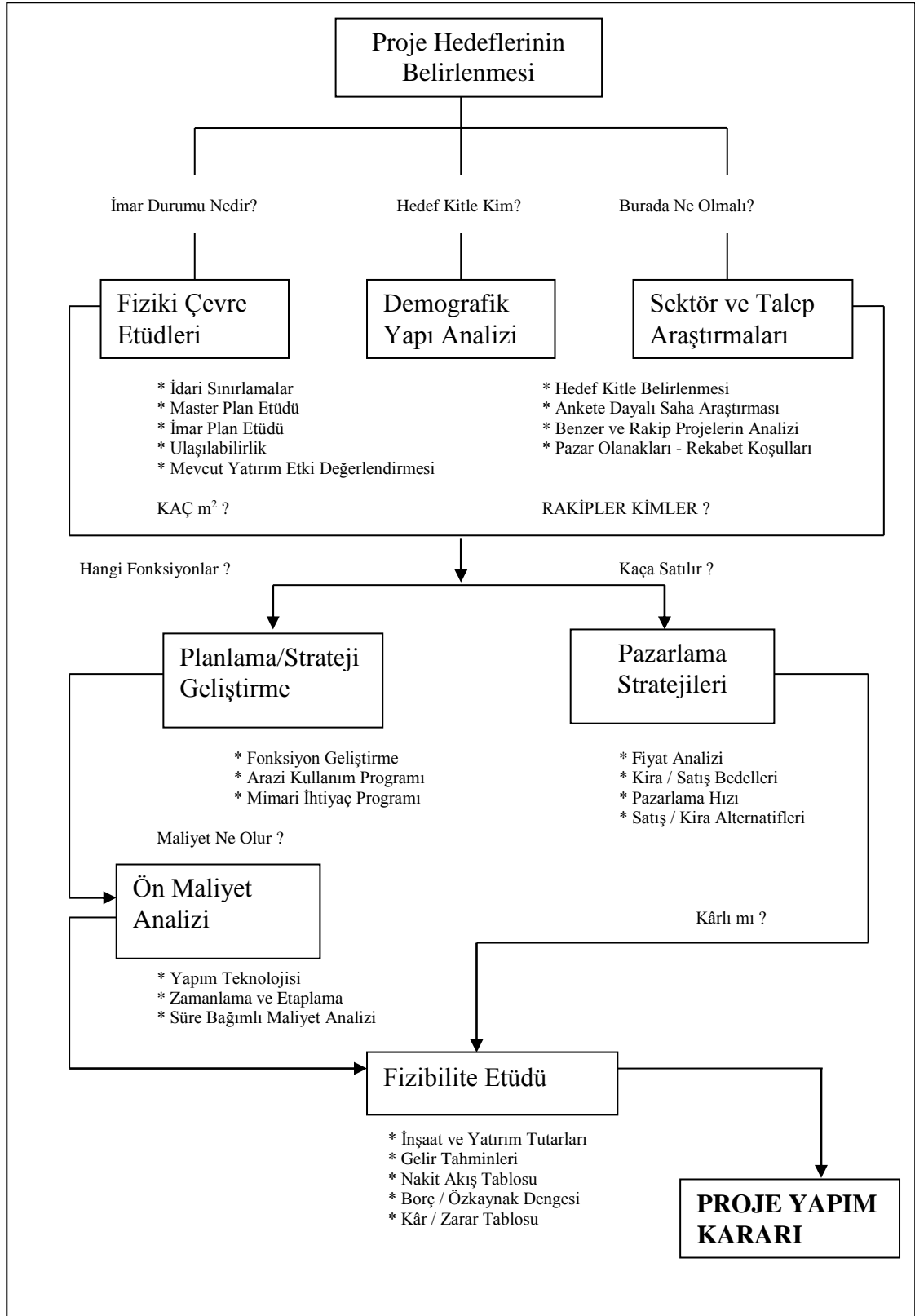
Gayrimenkul geliştirme sektöründe, değerlendirme teknikleri çeşitli karar alanlarında uygulama olanağı bulmaktadır. Düşünülen bir projenin girişimci veya yatırımcı tarafından gerçekleştirilip gerçekleştirilmeyeceğini belirlemek amacıyla yapılan fizibilite çalışmalarında kullanılırken, yükleniciler tarafından da makina-teçhizat yatırımları, potansiyel projelerin finansman planlarının değerlendirilmesi vb. kararlarda kullanılabilir.

Gayrimenkul geliştirme sektöründe, yatırım ve geliştirme projelerinin değerlendirilmesinde, geleneksel yaklaşım olarak kullanılacak olan bilginin tam ve kesin olduğu ve proje değişkenlerine ilişkin tahminlerin tamamen gerçekleşeceği varsayımı, belirlilik durumunda kullanılan teknikleri nitelendirmektedir. Günümüzde yaygın olarak kullanılan bu teknikler arasında 4.1.4.1 bölümünde statik ve dinamik yöntemler olarak açıklanan; ortalama kâr oranı, basit geri ödeme süresi gibi paranın zaman değerini dikkate almayan teknikler yanında, güncelleştirilmiş (indirgenmiş) nakit akışı teknikleri gibi yatırım nakit akış tutarının ve paranın zaman değerinin göz önünde bulundurulduğu teknikler de yer almaktadır.

Belirlilik durumunda kullanılan tekniklerin dışında, risk ve belirsizlik problemlerinin çözümü için de birçok yaklaşım geliştirilmiştir. Gayrimenkul geliştirme sektörünün risk ve belirsizliklerle dolu olması, yatırım ve geliştirme projelerinin değerlendirilmesinde risk ve belirsizliği dikkate alan yaklaşımların önemini vurgulamaktadır (Giritli, 2000).

4.2.1 Geliştirme Projelerinin Analizi ve Fizibilite Etüdları

Kurumsal bir gayrimenkul geliştirme şirketinde bir yatırım veya geliştirme projesinin analizi ve fizibilite etüdü sistemli bir çalışma ile gerçekleştirilir. Bu sistemli çalışmanın genel gayrimenkul geliştirme süreci aşamaları içerisindeki yeri Şekil 4.4'te görülmektedir. Gayrimenkul geliştirme ile ilgili kavramsal çerçevede açıklanan geliştirme süreci modelleri çerçevesinde şekillenen fizibilite etüdları genellikle projenin gerçekleşip gerçekleşmeyeceğinin kararıdır (Şekil 4.5).



Şekil 4.5 : Proje Yapım Kararı İş Akış Şeması (Gündüz, 2001)

Proje fikrinin doğuşu ve bu fikrin basit bir ön analiz ile netleştirelmesinden sonra kapsamlı bir fizibilite çalışması yapılır. Fizibilite öncesi proje fikirlerinin belirlendiği, kabaca maliyet tahminlerinin yapıldığı ve ön elemanın gerçekteştiği aşama proje oluşturma aşamasının en önemli bölümünü oluşturur. Proje oluşturma aşamasında, proje listelerinin ve kabaca tahmin edilmiş maliyetlerinin yer aldığı çalışmaya proje olanakları etüdü denir. Olanak etüdü genel olanak etüdü ya da spesifik proje etüdü şeklinde olabilir. Genel olanak etüdü bölgesel, sektör ya da alt sektör ve kaynak bazında olmak üzere üç değişik şekilde hazırlanabilir.

Proje fikrinin oluşturulmasında ve olanak etüdünün hazırlanmasında yararlanılabilecek kaynaklar, Gündüz (2001)'e göre, firma plan ve stratejileri, sektör araştırmaları, bölgesel araştırmalar, pazar araştırmaları, kaynak araştırmaları, uluslararası karşılaştırmalar, eski projeler ve diğer beklenmeyen kaynaklar şeklinde özetlenebilir.

Yapılan ön etüdüler sonrası karar vericiler tarafından, ayrıntılı bir fizibilite çalışmasının yapılmasına karar verilirse, fizibilite raporunun hazırlanmasına başlanır. Bu rapor, yatırımcının neyi, nasıl üretip, nereye satacağını, nereye ne kadarlık bir yatırım yapıp, ne kazanılacağını gösteren bir çalışma olmalıdır. Bu çalışma, kesin yatırım kararının verilmesinden ve uygulama projelerinin hazırlanmasından önce yapılan ve projelerin teknik, ticari, finansal, ekonomik, sosyal ve kurumsal yapılabirliklerini analiz eden kapsamlı bir çalışmadır. Çalışma, genel olarak dört temel amaç için yapılır.

1. Girişimciler ve yatırımcılar, kendi kaynaklarını etkin olarak kullanmak amacıyla,
2. Özel firmalar, devletin verdiği teşvik ve kredilerden yararlanmak amacıyla,
3. Proje için kredi talebi söz konusu ise, talep edilen krediyi almak için finansal kurumu ikna amacıyla,
4. Projenin uygulanması aşamasında karşılaşılabilecek olası güçlükleri önceden görmek ve gerekli önlemleri almak amacıyla yapılır.

Bir geliştirme projesi için yapılan fizibilite çalışmasında ana başlıklarıyla yer alması gereken analiz ve bölümler, proje ile ilgili genel bilgiler, projenin tanımı ve kapsamı, piyasa araştırması, hammadde etüdü, yer seçimi, kapasite seçimi, teknoloji seçimi ve mühendislik, firma organizasyonu ve insan kaynakları, yatırım tutarının hesaplanması, proje uygulama planı, projenin finansmanı ve finansal analiz şeklinde özetlenebilir. Burada yatırım tutarını oluşturan kalemler, etüd giderleri, arazi bedeli, arazi düzenlemesi, geoteknik-jeolojik etüdü, tasarım giderleri, mühendislik ve proje giderleri, hazırlık yapıları, ruhsat alınması ve plan-proje onayı, proje yönetimi, inşaat işleri giderleri, genel giderler, beklenmeyen giderler, pazarlama giderleri ve işletme giderleridir.

Projenin maliyetinin hesaplanması için avan (ön) proje evresinde, birim yöntemi, küp yöntemi, alan yöntemi, kat kabuğu yöntemi, regresyon analizi ve elemanlara dayalı maliyet hesabı yöntemleri uygulanabilir. Proje inşaat süresini etkileyen faktörler ve süre tahmininin yapılması için incelenmesi gereken unsurlar ise, ihale faktörü, inşaat bitiş tarihinin tespiti ve cezai yaptırımlar faktörü, proje büyüklüğü faktörü, çevre faktörü, yatırımcı tecrübesi faktörü, yönetsel kontrol yeterliliği faktörü ve tasarım ekibinin etkinliğidir.

4.2.2 Geliştirme Projelerinin Değerlendirilmesi

Gayrimenkul geliştirme projelerinin değerlendirilmesi, proje dönemine ilişkin verilerin ışığında şekillenmektedir. Geliştirme projesine ilişkin değişkenlerle ilgili tahminlerin doğru olduğu ve gerçekleşeceği varsayımında, tam ve kesin bilgi kullanımı temeline dayanan belirlilik durumu teknikleri söz konusu olur. Paranın zaman değerini dikkate almayan ve alan teknikler olarak iki ayrı gruptan söz etmek mümkündür.

Güncelleştirilmiş (indirgenmiş) nakit akım teknikleri bir yatırımdan ekonomik ömrü boyunca beklenen nakit akışlarının, hem tutarını hem de zamanını gözönüne almaktadır. Böylece çeşitli proje alternatifleri arasında nakit akışlarının zamanı

bakımından mevcut olan farklar, bu nakit akışlarının güncel değerine indirgenmek suretiyle ortadan kaldırılmaktadır.

Fizibilite çalışması ile bir yatırımın yaratacağı faydaları ve yol açacağı maliyetleri karşılaştırarak yatırım teklifinin çekici, yani yapılabilir olup olmadığının ortaya çıkarılması ve çeşitli yatırım tekliflerinin fayda ve maliyetlerini karşılaştırarak bunlar arasında öncelik sıralamasının belirlenmesi mümkün olmaktadır. Böylelikle, projenin yatırım dönemi ve ekonomik ömrü boyunca ortaya çıkan fayda ve maliyetlerin, bir referans yılına, genellikle yatırımın başlangıç yılına indirgenerek karşılaştırılması, başka bir deyişle fayda-maliyet analizi yapabilme imkanı doğmuş olur (Gündüz, 2001).

Projelerin ticari, ekonomik ve sosyal açıdan analizi sırasında kullanılan ve indirgeme tekniğine dayanan temel analiz ölçütleri arasında, net güncel değer (NPV), iç verim oranı (IRR), fayda-maliyet oranı (F/M), geri ödeme süresi, yaşam-dönemi maliyeti (LCC), yıllık değer ve kârlılık indeksi yer almaktadır.

Gayrimenkul geliştirme sektöründe geliştirme projelerinin değerlendirilmesi için kullanılan belirlilik durumu tekniklerinin yanısıra, yatırım projelerinin bir çoğunda var olan risk ve belirsizliği karşılamak amacıyla birçok yöntem geliştirilmiştir. Bir proje için risk söz konusu ise, gelecekteki olayların gerçekleşme olasılıklarının bilindiği varsayılıyor demektir. Olayların kesinliği olmadığı gibi, olasılıklarının da bilinmediği bir durumda ise proje için belirsizlik durumu mevcuttur.

Geliştirme ve yatırım kararlarında riskin hesaba katılması için çeşitli yaklaşımlar söz konusudur; indirgeme oranının yüksek tutulması, geri ödeme süresi küçük olan projelerin seçilmesi, başabaş noktasının küçük tutulması ve olasılık analizi riski hesaba katan yaklaşımlardır. Bunlar arasında olasılık analizi giderek artan bir uygulama olanağı bulmaktadır.

Belirsizlik durumlarının çözümü için de birçok yaklaşım önerilmiştir. Bunlar arasında duyarlılık analizi geniş ölçüde kullanılan bir yaklaşımdır.

İndirgeme oranının seçimi, yatırımcıların projeye bağladıkları kaynağın maliyetini, başka bir deyişle projeye elde edilmesi gereken en düşük kazanç oranını göstermektedir. İndirgeme oranının hesaplanmasında, önce projede kullanılan farklı sermaye kaynaklarının maliyetleri ve buna bağlı olarak toplam içindeki payları paralelinde ağırlıklı sermaye maliyeti ortalaması hesaplanır. Bulunan değer indirgeme oranı olarak kullanılır. İndirgeme oranı projede kullanılan kaynak bileşimine bağlı olarak değişebildiği gibi, hangi amaçla kullanıldığı ve yatırımların analiz ediliş biçimine göre de değişebilir.

Başabaş noktası analizi, bir projenin işletme aşamasına geçtikten sonra toplam satış tutarı ile toplam giderlerinin birbirlerine eşit olduğu satış tutarı, satış miktarı ya da kapasite kullanım oranını bulmak için kullanılan, sabit ve değişken giderler ile kâr arasındaki ilişkiyi inceleyen bir tekniktir (Gündüz, 2001). Çeşitli proje alternatifleri arasında karar verme durumunda kullanılan bir duyarlılık analizi tekniği olan başabaş noktası analizi, genellikle diğer değerlendirme tekniklerini tamamlayıcı bir teknik olarak kullanım alanı bulmaktadır.

Olasılık analizi, ekonomik değerlendirmelerde belirsizliği gözönünde bulunduran bir yaklaşımdır. Belirli sayıda kesin olmayan olayın söz konusu olduğu ve olayların gerçekleşme olasılıklarının da bilindiği karar problemlerinde uygulanmaktadır. Bu durumda risk halinde karar verme söz konusudur. Amaç, ortaya çıkması muhtemel olayların gelecekteki durumunun tahminidir. Bir başka deyişle, projedeki her değişkenin olası değişme aralığını ve bu aralık içindeki her değer ortaya çıkma olasılığını ya da söz konusu olan her değişkenin olasılık dağılımını belirleme amacını taşımaktadır (Fellows, 1986). Duyarlılık analizi paralelinde, kritik olduğu belirlenmiş değişkenler için uygulanması verimi artırmaktadır.

Duyarlılık analizi risk analizi gibi belirsizliğin hesaba katılması için geliştirilmiş bir tekniktir. Ortaya çıkacak olayların olasılıklarının belirlenemediği belirsizlik altında karar verme problemlerinin çözümünde uygulanabilir. Projeye ilgili birim satış fiyatı, satış tutarı, ana girdi maliyetleri, projenin termi veya faiz oranı gibi herhangi

bir değişkende olabilecek olası değişmelerin, diğerleri sabitken analize esas alınan net güncel değer gibi ölçütler üzerindeki etkisini görebilmek için yapılmaktadır. Bu analizde belirlenen kritik değişkenlerin daha sonra olasılık analizine tabi tutulması gerekmektedir.

4.3 Gayrimenkul Geliştirmede Para Yönetimi Değerlendirmesi

Gayrimenkul geliştirme sektöründe etkin para yönetimi için kullanılan finansal teknikler kesin, belirleyici ve detaylı olmanın ötesinde basit modellerdir. Tekniklerin sonuçları kesin değildir ve eldeki bulguların sadece biri olarak şüpheli bir yaklaşımla ele alınmalıdır. Finansal tekniklerin gücü ve yararlı kullanımı basit olmalarına dayanır. İş ve yatırım kararlarında, karara etki eden ana değişkenleri birleştirdikleri için etkin sonuçlar vermektedirler. Basit olmaları kullanımda faydalıdır. Basit olmasalardı, kullanımları için yeterli zaman olmayacak, gerekli bilgiler ya bulunamayacak ya da toplamak için zaman gerektirecek, kısaca yararsız hale gelecektir. Ayrıca, belirli durumların kendilerine özgü beklentilerine uygulanmak için yeterince esnek olamayacaklardır. Finansal tekniklerin ana katkıları, analizleri doğru soruya yönlendirmeleri ve gözönünde bulundurulması gerekli hayati faktörlerin kontrolünü sağlamalarıdır.

Finansal teknikler, sınırlamaları ve önemleri nedeniyle çok dikkatli değerlendirilmelidir. Kullanımlarında, gayrimenkul geliştirme sürecinde rol alan, profesyonel tecrübeye sahip olan yöneticilerin katkı ve yargılarıyla değerlendirilmeleri gerekir. Böylelikle daha verimli kullanımları söz konusu olur. Finansal tekniklerin çeşitliliği çok geniş olsa da, hepsi risk ve verimliliğin değerlendirilmesi noktasında buluşmaktadırlar. Yatırım analizi gibi bazı teknikler, her iki konuda da beklentileri açıkça ortaya koyarken, kırılma noktası ve kâr planlama gibi teknikler örtülü bir şekilde diğer sabiti tutarken doğrudan doğruya risk veya verimlilik üzerine odaklanır. Finansal tekniklerin, yatırım kararları ile ilişkilendirilmesi için stratejik yönetim konularını açıklaması gerekir. Başka bir deyişle, finansal olarak risk ve verim arasındaki ticari ilişkinin ortaya konulması gerekmektedir.

Finansal analiz, cevaplandırılması gereken soruların belirlenmesi ve tanımlanmasıyla başlar. Bazen bu “Satışlarımızın kırılma noktası nedir?” kadar açık ve belirginde olabilir. Bazen de geniş ve genel olarak “Geçen yılı nasıl geçirdik?” şeklinde olabilir. Fakat sonuç olarak bu soruların arkasında yatanlar yine risk ve verimle ilişkilidir. İşte bu nokta analiz ve analizlerden sonuç çıkarımının oyuna katıldığı noktadır.

Verimli analiz ve finansal bilginin yorumlanması bir bilimden çok sanattır. Fakat, aşağıdaki iki kılavuz madde akılda tutulursa bu sanatta uzmanlaşmanın kısa sürmesi muhtemeldir.

- Kullandığım teknik bana, şirketin risk ve/veya verim uygulamaları hakkında ne söyleyebilir?
- Edindiğim sonuçlar, şirketin diğer faaliyet ve planları için hangi etkilere sahip?

Başka bir deyişle, finansal tekniklerin uygulamasından çıkan basit sayısal verilerin, bilginin ötesine geçmek gerekmektedir. Sonuçlar, anlamlı bir şekilde risk-verim konuları ile bağlanmalı ve analiz daha derinden ele alınmalıdır. Bütün bu veriler ışığında yapılması gereken finansal analiz dört adımdan oluşmaktadır (Aragon, 1999).

1. Problemin Tanımlanması; Muhtemel risk ve verimin etkilerini hangi teknik veya tekniklerin en iyi açıklayacağı ve en iyi odaklayacağı belirlenir. Örneğin, geniş ve oldukça genel bir problem olarak, önerilen bir sanayi geliştirme projesi teklifi kabul edilmeli mi, edilmemeli mi? sorusunun risk ve verim etkileri açısından yeniden formüle edilmesi gerekmektedir. Teklifin kârlılığı yeterli mi, evetse diğer teklif olan mevcut tesisin genişletilmesi teklifi ile nasıl karşılaştırılır? sorusuna cevap vermek için ilk teklifin, kendi risk ve verim ilişkisinin irdelenmesi aynı zamanda diğer alternatif teklifle karşılaştırılması gerekir. Yatırım teklifinin risk ve verim açısından makul açıklamasını sağlayacak, uygulanabilir uygun bir teknik vardır. Net güncel değer veya iç verim oranı

tekniklerinin uygulaması arasında bir seçim şansı söz konusudur. Diğer yöntemler, her ikisini de açıklamada yetersiz kalmaktadırlar.

2. Bilgi Toplama; Hangi teknik veya tekniklerin uygulanacağına karar verildiğini varsayarsak, finansal tekniklerin basit yöntemler olduğunu, göz önünde bulundurulması gereken önemli ana elementleri ve en önemli faktörleri içerdiği unutulmamalıdır. Örneğin bahsedilen tekliflerden birincisi için, net güncel değer yöntemi kullanılmasına karar verildi. Bu tekniği kullanmak için, nakit akışı bilgilerine, projenin kârlılık değerlerine, net yatırım giderlerine ve riske göre ayarlanmış indirgeme oranına ihtiyaç vardır. İndirgeme oranı seçildikten sonra revize edilerek ne kadar duyarlı olduğu test edilir. Bu oranın seçimi çeşitli kriterlere bağlı olarak değişmektedir. Örneğin teklif edilen projenin riski ile şirketin genel risk yönetimi anlayışı karşılaştırılır. Projenin riski, şirket sınırlarının üstünde ise indirgeme oranı yükseltilir.
3. Bilginin Niteliğinin Değerlendirilmesi; Tecrübeli bir gayrimenkul geliştirme yöneticisi, işte kullanılan fikirlerin akışkan ve değişken olduğunu bilir. Beş dakika önce doğru olan şimdi tarihi bir bilgi olabilir. Tekniklerin bilgili bir kullanıcısı verilerin, bilginin niteliğinin, kalitesinin ve istikrarının genişçe değişebileceğini öngörebilir. Dinamik iş çevresinde, bilgi saatlerle ölçülen bir yaşama sahiptir. Bu nedenle bilgi hakkında şüpheli olunmalıdır. Burada, ikinci adımda olduğu gibi duyarlılık analizi olumlu sonuçlar verebilir. Duyarlılık analizi genellikle çok önemli, can alıcı tahmin ve öngörülerini ifşa edebilir, koruyucu bir sınır alınmasına olanak tanıyabilir.
4. Sonuçların Yorumlanması; Rakamlar modelin içine konular ve sonuçlar yorumlanır. Sonuç çıkarımı şirketin risk/verim uygulamalarında odaklanıyorsa, can alıcı önemli konuların açıklandığından emin olunmalıdır.

Bir şirketin faaliyetlerinin değerlendirilmesi için de çok geniş bir finansal analiz çeşitliliği vardır. Analizde şirketin performansı değerlendirilirken faaliyetlerin kârlılığı ve iş-finansal risk düzeyi dikkate alınmalıdır.

Kârlılığın değerlendirilmesi yatırımın dönüşünü, maliyet analizini, gelir-büyüme analizini ve değer yönetimini kapsamaktadır. Sonuç olarak kârlılık, mal ve hizmetin üretildiği, fiyatlandığı, pazarlandığı ve dağıtıldığı kolektif verimliliği, firmanın bu faaliyetleri sonucunda ki toplam verimini gösterir.

Diğer taraftan riskin değerlendirilmesi, kolayca görülmeyen ama önemli olan faaliyetlerin iş riskinin analizini ve finansal risk düzeyini kapsar. Finansal risk yönetimi, şirketin likidite durumunun analizini, mevcut borç kapasitesinin düzeyini ve finansal kaldıraç kullanımından sonuçlanan kâr performansının volatilitisini içermektedir. Faaliyetlerin performansını değerlendirmede kullanılan başlıca analitik teknikler oran analizi, fon akım analizi, nakit akım analizi, kırılma noktası analizi ve kaldıraç analizidir (Aragon, 1999).

Performans değerlendirmesi geçmiş ve güncel faaliyetlere odaklanırken, finansal tahmin, planlama ve kontrol teknikleri gelecek sonuçlar ile ilgilenir. Bu grupta kapsanan teknikler analiste, beklenen faaliyet çevresi koşullarındaki performansa dayalı olarak, mevcut eğilimin temel projeksiyonlarını oluşturmada yardım eder. Bu teknikler, faaliyetlerin sorumluluğunu kurumun hedefleriyle bağlayan gerçekçi hedefler konulmasına, beklenen gelecek performansının öncelikle nakit gereklilikleri olmak üzere olası finansal etkilerini ortaya koymaya, yeni ürün girişleri, fiyatlama kararları ve ürün kararları gibi belirli gelecek faaliyetlerin kararına yardımcı olur. Gelecekle ilişkili bu analizler için ihtiyaç duyulan başlıca finansal teknikler proforma bilançolar, büyüme analizi, nakit bütçeleri ve operasyon bütçeleridir.

Şirketler varlıkları boyunca birçok konuda kararlar alırlar. Yatırım kararları, sadece gayrimenkul geliştirme sektörü için değil hem mikro-finans (firma), hem de makro ekonomi yönünden, firma değerlerine en çok etki etmesi nedeniyle en önemli karar grubunu temsil eder. Yatırımcıların bir firmaya kredi ya da öz sermaye olarak finansal yatırım yapmalarının tek nedeni, firmanın reel yatırım kararlarını başarılı olarak yapacaklarına inanmalarıdır. Değerleri istikrarlı olarak artan firmaların en büyük özellikleri, yatırım kararlarını bilimsel olarak değerlendirmesini bilmeleridir.

Dolayısıyla bu şirketler yatırımların hangilerinin iyi olduğunu doğru olarak belirleyip, bu yatırımları yaparlar. Değer düşürücü nitelikteki yatırımların bu niteliğini görebilip, bu yatırımları yapmaktan kaçınırlar. Yatırım kararları, aynı zamanda makro ekonomik koşulları en fazla etkileyen kararlardandır. Yatırımlar ile büyüme hızı arasında çok yüksek bir korelasyon vardır (Tarhan, 2002).

Tarhan (2002)'a göre, nakit akışları kaldıraçlı ya da kaldıraçsız olarak düşünülebilir. Nakit akışlarına tüm yatırımcılar açısından bakıldığında kaldıraçsız nakit akışları kavramından bahsediliyor demektir. Yatırımcılar şirkete ya kredi verirler ya da yatırımlarını özsermaye şeklinde yaparlar. Basit bir projenin bugün fon yatırımı gerektirdiğini (eksi nakit akışı), bunun karşılığı yatırım sonrası 10 yıl boyu nakit akışları girişler (artı nakit akışı) sağlayacağını varsayarsak, kaldıraçsız nakit akışı kavramı, iki tip yatırımcının koyacağı parayı ve 10 yıl boyu iki tip yatırımcıya ait olacak parayı temsil eder. Başka bir deyişle, proje için gereken paraya ve şirkete projenin sağladığı nakit akışlarına şirket bazında bakılması kaldıraçsız nakit akışlarını temsil eder. Kaldıraçsız nakit akışları masraflar satışlardan düşülürken, faiz giderlerinin bu masrafların içine sokulmadığı nakit akışlarıdır. Nakit akışlarının nasıl tanımlandığı ve ne gibi iskonto haddi kullanılması gerektiğini belirlediği için önemi büyüktür.

Kaldıraçlı nakit akışları ise projeye sadece öz sermayeci açısından bakıldığında elde edilen nakit akışlarını temsil eder. Kaldıraçlı nakit akışları projeye, tüm yatırımcılar yerine, sadece hissedarlar açısından bakmasıyla tanımlanır. Hissedarlar açısından bu günkü nakit akışı, projenin toplam maliyetini değil de sadece kendilerinin projeye yaptıkları yatırımı yansıtır. Aynı şekilde, projenin önümüzdeki 10 yıl boyunca sağlayacağı nakit akışı kavramı nakit akışlarının sadece özsermaye sahiplerine ait kısmını kapsar. Yani faiz ve vergi ödedikten sonra kalan miktardır. Bir başka deyimle, kaldıraçlı nakit akışları projeye özsermaye sahipleri gözlükleriyle bakıldığında görülen nakit akışlarıdır.

Kaldıraçlı nakit akışı kavramı, net gelir (kâr) + amortisman masrafları – yatırımlar – işletme sermayesindeki değişiklikler şeklinde formüle edilebilir. Bu tanıma kaldıraçlı

serbest nakit akışları da denir. Finansa yer alan çeşitli değer kavramları düşünüldüğünde, bankalar için önemli olan likidite değer kavramı iken, proje ya da firma bazında değer kavramı bugünkü eksi nakit akışlarının, ilerdeki nakit girişleriyle bugünkü değer bazında karşılaştırılmasından elde edilen rakamdır. Yatırımların analizi yapıldığında, bir projenin ilerde sağlayacağı faydalar (nakit girişleri), muhasebe açısından değil de ekonomik açıdan değerlendirilmelidir. Bu nedenle net gelir nakit akışlarının sadece başlangıç noktasını temsil eder. Net geliri bulmak için masraflar çıkarılmasına rağmen, masraflar kalemindeki amortisman değeri firma tarafından ekonomik anlamda harcanmamış olduğu için projenin net gelirine eklenir.

Bir otel geliştirme projesini ele alınırsa, otelin değerini korumak için gerekli masraflar yapılmazsa, değeri yıldan yıla azalacaktır. Her birkaç sene halıları, perdeleri vb. yenilenmezse, otel boyatılmazsa değer kaybı söz konusu olur. Bu kalem ek yatırım masrafları olarak adlandırılmakta ve net gelirden çıkartılmaktadır. Ayrıca, eğer projenin satışları artıyorsa daha yüksek seviyede işletme sermayesine ihtiyaç söz konusu olur. Bu nedenle, işletme sermayesindeki artışı da nakit girişi sağlamadan karşılamak gerekir. Kâr, bu artı ve eksiler ayarlaması sonucu nakit akışına tercüme edilmiş olur ve nakit akışları, yıl sonu yatırımcının cebine veya şirketin kasasına girecek parayı temsil eder.

Kaldıraçsız nakit akışları ile, tanımlanan kaldıraçlı nakit akışları arasındaki tek fark, kaldıraçsız nakit akışlarında faiz giderlerinin masraf olarak çıkartılmamasıdır. Dolayısıyla kaldıraçsız nakit akışlarının başlangıç noktası kâr değil, vergi sonrası ama faiz öncesi gelir olmaktadır (vergi sonrası faiz öncesi gelir) (Tarhan, 2002).

Doğru yatırım kararları için hangi nakit akışlarının ne gibi iskonto hadleri ile birleştirilmesi gerektiğini belirlemek iskonto oranını saptamada çok önemlidir. Yatırımlar 3 yöntemle değerlendirilebilir. Teorik olarak üç yöntemde doğrudur ve rakamsal sonucu verir. Ancak, pratikte bilhassa firmanın değerinin bulunması, ya da firmaya oranla büyük bir geliştirme projesinin değerinin bulunması ise aşağıdaki modellerin belki de en az bilineni en iyi yöntemdir. Bahsedilen 3 yöntem; net bugünkü değer bazında Tarhan (2002)'a göre şu şekilde tanımlanır.

1. Proje kaldıraçsız nakit akışlarının net güncel değeri (NBD), ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti iskonto haddi olarak kullanılarak bulunur.
2. Kaldıraçsız nakit akışlarının NBD'si kaldıraçsız özsermaye maliyeti ile güncelleştirilir. Bu rakama kredinin vergi avantajının bugünkü değeri eklenir. İlerdeki faiz giderlerinin vergi avantajını bugüne getirmek için kredinin maliyeti iskonto haddi olarak kullanılır. Buna ayarlanmış net bugünkü değer denilmektedir.
3. Projenin NBD'si projenin kaldıraçlı nakit akışlarına kaldıraçlı özsermaye iskonto haddi uygulanarak bulunur.

Sermaye yapısı farklı iki şirketi incelediğimizde, tamamen özsermaye içeren bir yapı ile hem özsermaye hem de kredi içeren bir yapıdan beklenen getiriler farklıdır. Riski daha yüksek olduğu için kredili şirketten daha yüksek getiri beklenilir. Hissedarların bekledikleri getiri bir bakıma firmaların özsermaye maliyetleridir. Sonuç olarak kaldıraçlı özsermayenin maliyeti bir başka deyişle kredili şirketin hissedarlarının bekledikleri getiri, kaldıraçsız özsermayenin maliyetinden yüksektir. İki sermaye maliyeti arasındaki matematiksel ilişkiyi önceki bölümlerde açıklanan Modigliani-Miller yaklaşımı göstermektedir.

Hissedarların karşılığında getiri bekledikleri riskin iki kategorisi vardır. Kredi kullanmayan bir şirketin makro faktörlerden nasıl etkilendiğini yansıtan iş riski ve firmanın kullandığı kredi miktarıyla orantılı olarak finansal riskten oluşmaktadır. Kredili firmanın riskinin ve maliyetinin kredi kullanmayan firmaya oranla daha yüksek olmasının nedeni, iyi makro koşullar altında kredi kullanan firmanın kredisiz firmadan daha başarılı olacağı varsayımdır. Kötü makro koşullarda ise kredili firma daha kötü durumda olacaktır. Sonuç olarak kredili firmalar, kâr-zarar senaryolarının daha dalgalı olması sebebiyle kredisiz firmalara nazaran daha risklidirler (Tarhan, 2002).

Genel olarak kredi veya özsermayenin firma açısından maliyetini hesaplamının en kolay yolu, her iki kaynaktan da yatırımcının istediği getiri oranının hesaplanmasıdır.

Kredi verenin istediği getiri oranı bir anlamda kredi alanın sermaye kaynağı maliyetidir. Özsermaye maliyeti ise menkul kıymetler değerlendirme modeli ya da hisse senedi fiyatından, temettülerin büyüme hızı konusunda varsayım yapılarak bulunur. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, kredi maliyeti, özsermaye maliyeti, fonların özsermaye ile finanse edilen yüzdesi ve kredi ile finanse edilen yüzdesi olmak üzere dört veriden oluşmaktadır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, piyasa bazlı değerlerle hesaplanmalı ve sermaye yapısı yüzdeleri, hedef sermaye yapısı bazlı olmalıdır. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti içindeki özsermaye maliyeti kaldıraçlı özsermaye maliyetidir.

Ağırlıklı ortalama sermaye modelinde, nakit akışları kaldıraçsız nakit akışları ve indirgeme oranı (iskonto haddi) ağırlıklı ortama sermaye maliyetidir. Kaldıraçsız nakit akışları hissedar ve kredi verenler gibi iki tip yatırımcının bugün yatırıma koydukları parayı ve aynı zamanda söz konusu iki yatırımcının ileride projeden elde edecekleri nakit akışlarını temsil ettiği için, kullanılan iskonto haddinin de her iki tip yatırımcının istediği getirilerin ortalamasını yani ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini yansıtması gerekmektedir. Dolayısıyla, bu metod hem nakit akışlarına hem de sermaye maliyetine her iki tip yatırımcı açısından da bakmış olmaktadır (TSPAKB, 2002).

Ayarlanmış bugünkü değer modelinde, kaldıraçsız nakit akışlarının bugünkü değerleri, hissedarların istediği kaldıraçsız özsermaye getirisinin (maliyet) iskonto haddi olarak kullanılmasıyla bulunmaktadır. Şirketin sermaye yapısının %100 özsermayeden oluştuğunu varsayan bu yaklaşımda, firmanın kredi kullanma durumunu göstermek için bir ayarlama yapılır. Kredinin projeye yarattığı değer bulunup, bahsedilen değer eklenmesiyle proje değerinin tamamı bulunmuş olur. Modigliani-Miller yaklaşımında görüldüğü gibi kredinin yarattığı değer tamamen sağladığı vergi avantajından kaynaklanmaktadır. Vergi avantajının ölçülmesi için, proje ile ilgili her sene ödenecek faiz masraflarını şirketin vergi oranı ile çarpmak, bu değerleri kredi maliyetinde indirgeyerek bugüne getirmek gerekmektedir. Faiz masraflarının vergi oranı ile çarpılması, şirketin belirli bir yılda kredi sayesinde vergisini ne kadar azaltabileceğini göstermektedir. Ayarlama kavramı, faiz vergi

avantajı kaynaklı vergideki azalmaların bugünkü değerini bulup, bu miktarı, projenin kredisiz olarak yaratılmış değerine eklemekten ibarettir. Yatırım dengelerinin ne kadarının operasyonel faktörlerden, ne kadarının finansal faktörlerden olduğunu göstermesi açısından önemlidir.

En önemli karar grubu olan yatırım kararları için ne tip nakit akışlarının ne gibi iskonto hadleri ile değerlendirilmesi, kaldıraçlı, kaldıraçsız serbest nakit akışları, kaldıraçlı ve kaldıraçsız özsermaye maliyeti ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti dışında nakit akışının belirlenmesindeki etkenlerde büyük önem taşımaktadır. Yatırım kararlarını büyük boyutta etkileyen enflasyon, düşük bir oranda olsa bile yanlış analiz edildiğinde 10 yıllık bir projenin net güncel değerinde %100'lük hata payına sebep olabilir. Dolayısıyla, bir yatırımın net güncel değeri hesaplanırken, ya reel akışlar ve reel iskonto haddi kullanılmalı ya da nominal akışların ve nominal iskonto hadlerinin beraber kullanılması gerekmektedir. Düşük enflasyonlu ülkelerde, amortismanın enflasyon bazlı ayarlamasına izin verilmemektedir. Kanunların bu şekilde olduğu ülkelerde, reel-reel modelinde, amortisman enflasyon oranında iskonto edilmelidir. Nominal-nominal modelinde, satışlar ve masraflar gibi bütün verilerin enflasyon oranı bazında ilerki değerleri bulunurken, amortisman için aynı işlem yapılmamalıdır. Türkiye gibi yüksek enflasyonlu ülkelerde kanunlar enflasyon nedeniyle amortismanda bir ayarlama yapılmasına izin verdiği için, bahsedilen prensibin Türkiye şartlarına adapte edilmesi gerekmektedir (Tarhan, 2002).

Net güncel değer in reel-reel ve nominal-nominal olması şartları altında aynı sonucu vereceği görüşü talebin enflasyon şartlarından etkilenmeyeceği, reel gelirlerin aynı kalacağı varsayımına dayalıdır. Türkiye gibi hem yüksek enflasyonun olduğu hem de sabit gelirlilerin ekonomide önemli bir kesimi temsil ettiği bir ülkede enflasyonun talebe etkisi söz konusudur. Bu nedenle yöntemin yine reel-reel ya da nominal-nominal olması gerekmesine rağmen, reel-reel koşulları nominal-nominal koşullarına tercüme edildiği zaman, nominal şartlar altında satılacak ünitelerin yeni bir tahmin ile belirlenmesi gerekmektedir.

Nakit akışları ve yeni yatırımın yaratacağı satışların bir kısmının firmanın şu andaki bir başka ürününün satışını azaltması rastlanılan bir durumdur. Bu durumda yatırımın değer kazandırıp kazandırmayacağı konusunda net güncel değer artı veya eksi olmasına göre iki farklı sonucun çıkması olasıdır. Yapılacak analizde rakiplerin durumu ile ilgili yapılacak değerlendirmelerde etkin rol oynamaktadır.

Yatırım bütçelemesinde kullanılması gereken yöntemlerin tümü iskonto edilmiş nakit akışları metodlarından oluşmalıdır. Paranın zaman değerini hesaba katmayan, yatırım nakit akışının geri ödeme süresi, maliyet oranı yöntemi vb. gibi ekonomik yerine muhasebe verilerine dayanan modeller, finansın temel ilkelerini içermedikleri için hiçbir zaman kullanılmamalıdır. Kullanılabilecek iskonto edilme yöntemlerinden en bilinen ikisi net güncel değer ve iç verim oranıdır. Genel olarak bu iki yöntem projelerin değerleri konusunda aynı sonuca varırlar. Aralarında bir çelişki olduğunda doğru cevabı net bugünkü değer yöntemi vermektedir. Buna rağmen pek çok yönetici projeyi getiri bazında tanımlayan bir yöntemi tercih ederler.

Net bugünkü değer yönteminde, nakit giriş ve çıkışları iskonto haddiyle bugüne getirilerek proje değerlendirilir. Artı sonuç projenin faydalarının maliyetinden yüksek olduğunu göstermektedir. Bu nedenle böyle bir yatırım proje bağımsızsa kabul edilmelidir. Eksi sonuçta proje kabul edilmemelidir. Her zaman doğru kararı vermenin yanında net güncel değer çok faydalı bir yanı da projeyi kabul etmenin teorik olarak firma değerini ne kadar artırdığını göstermesidir. Dolayısıyla, yöneticilerin amacı olan, hissedarların servetlerini maksimize etmeleri kavramı ile uyumludur.

Teknik olarak bir projenin iç verim oranı, o projenin net bugünkü değerini sıfırlayan getiri oranıdır. İç verim oranı yöntemi kullanıldığında eğer projenin iç verim oranı istenilen getiri oranını aşıyorsa o proje kabul edilmelidir. İç verim oranı iskonto haddinin altında ise yatırımın yapılmaması gerekmektedir. Yöneticiler projelerini getiri bazlı değerlendirmeyi tercih etseler de, iç verim oranı bazı problemler yaratabilir. Bir projenin yaşam döneminde nakit akışlarının işaretleri birden fazla değişiyorsa, proje değişen işaret kadar iç verim oranına sahip olabilmektedir. Hangi

oranın doğru olduğu veya hepsinin yanlış olabileceği ihtimali sorun yaratmaktadır. Bu sorunun çözümü için eksi nakit akışları bugüne getirilmeli, artı nakit akışları projenin son yılı bazında değerlendirilmeli ve bu iki değeri eşitleyen faiz haddi bulunmalıdır. Bu yöntemin adı “Düzeltilmiş İç Verim Oranı”dır. Bu yaklaşım iç verim oranı ile ilgili zamanlama probleminin çözümünde de kullanılır. Yatırımlar bağımlı olduğu zaman, iç verim oranı ile ilgili yatırım boyutunda ve zamanlama farkında sorunlar çıkabilmektedir.

4.4 Türkiye’de Gayrimenkul Geliştirme Projeleri ve Para Yönetimi Anlayışı

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları gibi profesyonel ve kurumsal olarak proje geliştiren kurumlar ortaya çıkana kadar, Türkiye’de etkin bir para yönetimi anlayışı ile yönetilmiş, hem ekonomik anlamda hem de kente katkısı ile ön plana çıkmış projelerden çokça bahsetmek mümkün değildir. Hatta, kötü yönetilen kaynaklar ve profesyonel kurumların eksikliği nedeniyle yarım kalmış birçok proje, emek ve kaynak israfına neden olmuş, finansal, ticari, sosyal ve yasal açıdan iyi planlanmamış projeler geliştirme sürecinde birçok problem ile karşılaşabilmiştir.

Türkiye’de gayrimenkul geliştirme sektörünün gelişim süreci incelendiğinde, 70’li yıllardan bugüne bir inşaatın yapımında, bugün yap-sat kavramının geçerliliğini yitirme yolunda olduğu, finans, pazar odaklı yaklaşım ve profesyonel proje ve para yönetimi kavramlarının hayati önem taşımaya başlaması ile sat/kirala-yap modeline dönüştüğü gözlenmektedir. Geliştirme süreci açısından Türkiye’de yaşanan bu değişimler efektif para yönetimi konusunda atılan önemli adımlardır. Çünkü geliştirme süreci bir anlamda para yönetimi anlayışının çerçevesini çizmekte ve kullanılan kaynağın rotasını belirlemektedir.

Türkiye’de bugüne kadar gerçekleştirilen projeler veya inşa edilen yapılar incelendiğinde, ciddi bir ekonomik kaybın söz konusu olduğu görülmektedir. Hazine arazilerinin işgal sebebi ve özkaynakların en kötü kullanım biçimi olan, gecekondulaşmanın en önemli sebebi kendi evini kendin yap uygulaması, ehliyetsiz kişi ve kuruluşların kaynak yönetimi konusunda gösterdikleri beceriksizlik ile yarım

kalan veya biten fakat deprem güvenliğinden ve inşaat kalitesinden uzak yapılar kötü kaynak kullanımının en önemli örnekleridir.

Günümüzde, gelişen dünya ile birlikte gayrimenkul geliştirme sektöründe de yeni teknolojiler, yeni yönetim anlayışları söz konusu olmaya başlamıştır. Profesyonel ve ehil ellerde gerçekleştirilen projelerde, kaynak israfına sebebiyet vermemek için ancak bilinçli ve temeli olan risk alınabilmektedir. Büyük ölçekli projelerin gündeme gelmesi ve finansman ihtiyacının büyük boyutlara taşınması, para yönetimine verilmesi gereken önemin başlıca göstergesi olmalıdır. Bütün bu sebeplerle beraber, riski minimize etmek, kullanılması gündemde olan büyük kaynakların doğru yatırımlarda kullanıldığından emin olmak için yeni para yönetimi ve geliştirme süreci modelleri söz konusu olmuştur. Çok önceden beri uygulaması bulunan yap-sat modelinden sonra sat/kirala-yap modeli uygulanmaya başlamıştır. Bir fikre, arsaya veya gerekli finansal güce sahip bir girişimcinin, uzman ve profesyonel bir ekip ile geliştirme projesini gerçekleştirmesini gerektiren bu model, fikirden uygulamaya kadar her aşamada disiplinli ve hiyerarşik bir yönetim ve iş planına uygun hareket etmektedir.

Hasol'a göre "yatırım boyutunun büyümesiyle birlikte örgütlenme sistemi çok daha karmaşık hale gelmiştir. Son ürünü etkileyebilecek her türlü etkeni dikkate almak ve planlamaya dahil etmek gerekmektedir. Bu karmaşık yapı altında disiplinler arası koordinasyon sağlamanın yanı sıra maliyet, kalite ve süre optimizasyonunun dikkate alınması gerekmektedir. İstenen kaliteyi elde etme sürecinde, paranın ve zamanın doğru harcanmasını sağlamak da yatırımlar için yaşamsal önem taşımaktadır" (GYODER, 2001). Para ve zaman yönetiminin bu kadar önemli olması nedeniyle, gayrimenkul geliştirme sektöründe son yıllarda ortaya çıkan kurumsal geliştirme şirketleri sat/kirala-yap modelini uygulamaktadır.

Günümüz Türkiye'si gayrimenkul geliştirme sektörü açısından birçok problemlere ve çözüm bekleyen sorunlara sahip olsa da, bugün itibari ile hızla ve dinamik olarak değişen bir pozisyondadır. 90'lı yılların başından itibaren, özellikle büyükşehirlerde ortaya çıkan, yüksek ofis binaları, belirli kentsel noktalardaki büyük-orta ve küçük

ölçekteki alışveriş merkezleri, dünya standartlarında konut geliştirme projeleri bu hızlı ve dinamik değişimin mekansal göstergeleridir. Türkiye’de bugün itibari ile gayrimenkul geliştirme sektörü adına, Yapı Kredi Koray GYO’nun İstanbul İstanbul projesi gibi konut geliştirme projeleri, alışveriş ve eğlence merkezleri geliştirme projeleri, ofis ve iş merkezi geliştirme projeleri, endüstri binası ve fabrika geliştirme projeleri, turizm merkezleri ve otel geliştirme projeleri gerçekleştirilmiştir. Ancak sektör, hızlı gelişimi ile bir sonraki bölümde açıklanmış olan Galatasaray SK Stadyum Projesi gibi yeni konsept projelerle de tanışma noktasındadır.

Sonuç olarak, Türkiye sahip olduğu potansiyel ile gayrimenkul geliştirme sektörü için büyük bir pazardır. Bu pazar ehliyetli gayrimenkul geliştirme şirketleri ve uzman ekipler ile işlendiği sürece, efektif para yönetimi ile tanışacak ve açıklanmış olan para yönetimi kriterlerinin uygulanışı sayesinde, kaynak israfı önlenmiş olacaktır. Verimli kaynak yönetimi için, kurumsal bir gayrimenkul piyasasının kurulması, kurumsal geliştirme şirketlerinin geliştirdiği projelerin söz konusu olması en önemli kriterlerdir.

5. GELİŞTİRME SÜRECİ VE KURUMSAL AÇIDAN İKİ PROJE ÖRNEĞİ

Gayrimenkul geliştirme sektöründe finansman, para yönetimi ve kârlılık analizi kavramlarının, Türkiye'nin gelişmekte olan gayrimenkul geliştirme sektörü içinde önemli yeri olan iki geliştirme projesi bazında değerlendirmesinin yapılarak açıklanması, sektör için çıkarımlar yapmak ve önerilerde bulunmak açısından yol gösterici olacaktır. Türkiye'de kurumsal bir sistemin geliştirdiği ilk somut proje olan Yapı Kredi Koray GYO'nun gerçekleştirdiği İstanbul İstanbul konut geliştirme projesi ile, Galatasaray Spor Kulübü'nün (SK) uzun süredir geliştirmeye çalıştığı çok fonksiyonlu stadyum projesi bu bölümde geliştirme süreci ve kurumsal açıdan incelenmiş, kıyaslama ve değerlendirmelerde bulunulmuştur.

Yapı Kredi Koray GYO tarafından geliştirilen İstanbul İstanbul projesi, kurumsal yaklaşım, geliştirme süreci, finansal performans ve kazandığı uluslararası başarı ile Türkiye'nin bugüne kadar kendi dalında geliştirilen en iyi projesi olma özelliğine sahiptir. Kurumsal sistemin gereklilikleri ve profesyonel yönetim ile gerçekleştirilmiş olan İstanbul İstanbul projesi, satışlarda ve nakit getirisinde oldukça başarılı olmuş ve istenilen finansal performansı sağlamıştır. Projenin tüm geliştirme aşamaları kurumsal bir GYO kontrolünde gerçekleştirildiğinden yönetim açısından oldukça başarılı bir profile sahiptir.

Türkiye'nin en önemli spor kulüplerinden olan Galatasaray Spor Kulübü (SK), 1996 yılından beri geliştirmek istediği ve finansman sıkıntısı nedeniyle uygulamaya koyamadığı stadyum projesi ile uzun süre gündemde kalmış ve günümüz itibari ile hala projeyi gerçekleştirememiştir. Kurumsal açıdan, gayrimenkul geliştirme tecrübesi olmayan Galatasaray SK'nün geliştirmeyi tasarladığı proje, gayrimenkul geliştirme sektörünün Türkiye'deki hızlı ve dinamik gelişimi ile gündeme gelmiştir. Proje, bilinirliği, uygulanamayışı ve sektöre farklı bir kurumsal yaklaşım nedeniyle

çalışmaya konu olmuş, alt bölümlerde projenin gerçekleştirilememesinin sebeplerinden sektör için dersler çıkarılmıştır.

Galatasaray SK ve Yapı Kredi Koray GYO'nun geliştirme projeleri bu bölümde, geliştirme süreci ve kurumsal açıdan karşılaştırılmıştır. Projelerin değerlendirilmesi, bu iki ana unsur paralelinde yapılmakta ve kıyaslamalarda bulunmaktadır.

5.1 Galatasaray Spor Kulübü (SK) – Çok Fonksiyonlu Stadyum Geliştirme Projesi

Türkiye'nin en önemli spor kulüplerinden olan Galatasaray Spor Kulübü (SK), 1905 yılında kurulmuştur ve Türkiye'nin en eski ikinci spor kulübüdür. 500 yıllık Galatasaray Lisesi geleneği ile kurulmuş olan kulüp, çoğu Galatasaray Lisesi mezunu 7500 civarında üyesi içinden seçilen yöneticiler tarafından idare edilmektedir. Galatasaray SK, 13 ayrı spor dalında faaliyet göstermesine rağmen en çok futbol kulübü ile gündemdedir.

Galatasaray SK, son yıllarda üzerinde çok konuşulan futbol kulüplerinin şirketleşmesi konusunda gösterdiği faaliyetler ile Türkiye'de öncü kulüp olmuştur. Galatasaray SK'da ticari faaliyetler birimi kurulması ve şirket kurmak-şirketlere ortak olabilmek amacıyla tüzükte yapılan değişikliklerin Genel Kurul'da onaylanması sonucu, kurulan ilk şirket, 26 Kasım 1997 tarihinde 100 milyar TL ödenmiş sermaye ile kurulan Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A. Ş. (Sportif A. Ş.) olmuştur. Şirketin kuruluş amacı Galatasaray SK'nün ticari faaliyetlerini bir çatı altında toplamak, sportif başarıları gelire dönüştürerek "merchandising", sponsorluk, reklam, yayın hakları, e-ticaret gibi konuları profesyonel bir yapı içerisinde örgütleyerek gerekli yapıyı oluşturmak ve mevcut diğer ticari gelirleri arttırmaktır. Şirket faaliyetlerini daha verimli ve enternasyonel arenada sürdürebilmek için stratejik bir ortak arayışına girmiş ve bu konuda ABD'nin en büyük yatırım gruplarından AIG ile anlaşmış, hisselerinin %20'lik bölümünün satışını gerçekleştirmiştir. Halihazırda Galatasaray SK'nün tüm ticari gelirleri Sportif A. Ş. tarafından yürütülen faaliyetler ile temin edilmekte ve bu

gelirlerin tamamı Galatasaray SK'ne devredilmektedir. Ürün satışlarının direkt pazarlama, internet ve mağazalar aracılığıyla artırılması planlanmaktadır (Galatasaray Spor Kulübü Proje Koordinatörlüğü, 1998).

Galatasaray Spor ve Stad İşletmeciliği Ticaret A. Ş. (Stad A. Ş.), Galatasaray SK'nün Sportif A. Ş.'den sonra kurulan ikinci şirketi olup, kuruluş amacı 1996 yılında Galatasaray tarafından başlatılan Ali Sami Yen Stadı Projesi ile ilgili geniş kapsamlı çalışmanın inşaat ve işletme işlerini yürütmek olarak planlanmıştır. Şirket 1999'un ikinci yarısında kurulmuş olup, şirketin ana kapitali aynı sermaye olarak mevcut Ali Sami Yen Stadı'na ve arsasına takdir edilen 61 milyon USD'lık değer olmuştur. Stad A. Ş. kurulana kadar Ali Sami Yen Stadı Projesi'ni Galatasaray SK'nün mali ve idari bölümleri ve özellikle bu proje için kurulan Proje Koordinatörlüğü birlikte yürütmüştür.

Şirketleşme ve kurumsallaşmada, kimi ülkelerde adeta din haline gelen futbolun artık sadece bir spor dalı değil, aynı zamanda milyar dolarlarla ifade edilen geniş bir iş sektörü olması büyük rol oynamaktadır. Önemli bir iş sektörü haline geldiğinin önemli göstergelerinden biri dev futbol kulüplerinin borsada hisseleri satılan şirketlere dönüşmesidir. Avrupa'da birkaç yıl önce başlayan, futbol kulüplerinin şirketleşmesi ve borsada hisselerinin satılması, henüz Türkiye'de gelişme aşamasındadır. İngiltere'de 27, Almanya'da 4, İtalya'da da 2 kulübün borsada hisseleri satılırken, Fransa'da futbol ekiplerinin borsaya girmeleri hala yasak durumdadır. İngiltere dışında Avrupa ülkelerinde futbolun borsa macerası yeni olduğundan anlamlı bir analiz yapmak pek mümkün değildir. İngiltere'deki duruma yakından bakıldığında, şirketleşen ünlü İngiliz kulüplerinden Manchester United, Arsenal, Chelsea, Leeds United, Aston Villa, Newcastle United ve Sunderland hisselerinin borsada işlem gördüğü görülmektedir. Bunların en zengini aynı zamanda dünyanın en zengin kulübü olan Manchester United'ın borsa sermayeleşmesi yaklaşık 500 milyon dolar civarında iken diğerleri 35 milyon dolar ile 200 milyon dolar arasında değişmektedir. Öte yandan, 2000'li yıllarla birlikte İngiliz ekiplerinin hisse değerlerinin gerilediği görülmektedir. Borsadaki İngiliz ekipleri için oluşturulan "Kick" endeksinin 1997 yılında 350 puan olan değerinin, 2001 yılını

sadece 150 puandan kapatması bunun en önemli göstergesi sayılabilir. Chelsea'nin iki yıl önce 1,5 dolar olan hisse değerinin şu anda yarım dolar bile olmaması şirketleşen, hisseleri alınıp satılan futbol kulüplerinde ki gerilemeyi ortaya koyan iyi bir örnektir. Chelsea borsaya girdiğinden beri hissedarına hiç artı değer kazandırmamış durumdadır (Karaca, 2002).

Bütün bu unsurlarla birlikte borsa yatırımcısının ve futbol meraklıların futbol kulüplerine olan güvensizliği nereden kaynaklanıyor sorusu kafalarda oluşmaya başlamıştır. Futbol kulüplerinin netice cetvelinden, ciro, kâr veya zarar öngörülerini yapmaları oldukça zordur. Bunun sebebi finansal performanslarının maçlarda elde ettikleri sonuçlara endeksli bir konumda bulunmasıdır. Butiklerindeki flama, forma, şapka, logo, anahtarlık, bisiklet, mineral su, pijama ve hatta cep telefonu satışları da maçlarda edindikleri sonuçlara endeksli olduğundan, kasalarına girecek para konusunda tahminde bulunmak çok mümkün değildir. Genellikle butik gelirlerinin kulüplerin cirosunun yüzde 10 ile yüzde 15'lik bölümünü oluşturduğu bilinmektedir.

Galatasaray SK'nün 1996 yılında gerçekleştirdiği analizler sonucu geliştirmeye karar verdiği stadyum projesi fikrinin doğuşunu daha iyi kavrayabilmek için, bu bilgilerin yanı sıra bir Avrupa kulübünden bazı örnekler vermek yerinde olacaktır. Futbol sektörünün şirketleşebildiği İngiltere'nin önemli kulüplerinden Aston Villa örneğini ele aldığımızda, futbolda finansal performans ile saha sonuçlarının yakından ilgili olduğu görülmektedir. Kulübün 2000 yılında İngiliz Kupası finali oynadığı için yaklaşık 8 milyon dolarlık satış yaptığı, ancak 2001 yılında ekibin performansı düşünce satışların da 6 milyon dolara gerilediği gazetelere konu olmuştur. Kısacası futbol kulüpleri, büyük bel bağladıkları butiklere de artık bel bağlamamak gerektiğini anlama aşamasına gelmiş durumdadırlar.

Öte yandan, kulüplerin bir diğer gelir kaynağı olan dijital platformlar da alarm sinyalleri vermektedir. 2001-2004 döneminde İngiliz ligi maçlarını yayınlama hakkını yaklaşık 800 milyon dolar karşılığında satın alan BskyB kanalının 2004'ten sonra kesinlikle bu rakamın altında fiyat sunacağı belirtilmektedir. Avrupa'da dijital

platformların çöktüğünü gören borsacıların yorumları ve beklentileri de aynı yönde gelişmektedir.

Kulüpleri finansal olarak zorlayan bir diğer konu da oyunculara verilen astronomik transfer ücretleri olmaktadır. Manchester United, 2001 yılında iki futbolcu transferi için toplam 80 milyon dolar öderken, bu rakam kulübün 2000-2001 sezonundaki kârından iki kat fazladır (Karaca, 2002).

Borsa yatırımcılarını da kaçıran bu gelişmelerin tamamı gözönüne alındığında futbol kulüplerinin yeni gelir formülleri üzerinde çalıştıkları izlenmektedir. Bu formüllerin başında futbol kulüplerinin kendilerine istikrarlı gelir sağlayabilecekleri gayrimenkul geliştirme işine girmeleri ve geliştirme projeleri içerisinde stadyumdan alışveriş merkezlerine kadar geniş bir yelpazede yatırım yapmaları gelmektedir. Örneğin stadyumların gerçek anlamda ticaret merkezleri haline dönüşmesi en önemli alternatiflerden biri konumundadır. Bu eğilim kapsamında, stadyumların etrafında kulübe ait lüks oteller, alışveriş merkezleri, night-club, havuz, bar, spor kompleksi, konferans odaları ve hatta düğün salonları kurulmakta, stadyumlardaki “VIP locaları” artırılmakta ve stadyumların adı sponsor firmalara verilmektedir.

Bütün Avrupa’da, birçok futbol kulübünün ticari gelirlerinde hızlı gelişme gösterdiği 90’lı yılların sonunda, futbol ciddi bir yükseliş yaşamıştır. Bu eğilimin ana sebeplerini artan izleyici ve sporsever, yüksek giriş ücretleri ve yeni gelir alanlarında çeşitlemeler oluşturmaktadır. Yeni gelir alanlarının yaratılması, mevcut stadyumların, çok kullanımlı fonksiyonlara kavuşması için modernize edilmelerini gerekli kılmıştır. Bu yalnızca sporun futbol dalında değil, özellikle ABD’de diğer birçok spor dalında da görülmüş bir eğilimdir.

Dünyada gelişen bu eğilimi 1996 yılında geliştirme kararı aldığı Ali Sami Yen Stadyum Projesi ile yakalamaya çalışan Galatasaray SK günümüze kadar çok yol aldığı fakat bir türlü gerçekleştirmediği projesi ile başarısız bir geliştirme projesinin aktörü olmuştur. Proje geliştirme süreci başlangıcında, Galatasaray SK geliştireceği stadyum projesi için ayrı bir stadyum şirketi kurmayı öngörmüştür. Bu şirketin, proje

gerçekleştikten sonra, günlük işletmeyi ve projeye beraber ortaya çıkacak ticari faaliyetlerin bazılarını, otopark, bina yönetimi ve spor merkezi gibi tesisleri yönetmesi planlanmıştır. Proje içerisinde yer alan ve stadın mevcut ticari yapısına eklenecek olan diğer faaliyetlerin, yiyecek-içecek hizmetleri, restoranlar ve sinema kompleksinin üçüncü kişiler tarafından yönetilmesi öngörülmüştür.

Spor organizasyonlarının yapıldığı yerlerin artan kalitesi, yüksek ödeme gücüne sahip sosyo-ekonomik grupların bu organizasyonlara katılımını artırmıştır. Kaliteyle birlikte artan fiyatlar ve artan elit katılım kulüpleri için zengin taraftar oluşturmaya başlamıştır. Örneğin İngiltere Premier Ligi'nde A, B ve C1 tüketici sosyo-ekonomik grupları futbola katılımında yüksek oranda görülmektedir. İstanbul'da yapılan son araştırmalar, aileler ve kadınların futbol maçlarına geçmişe nazaran daha çok ilgi gösterdiğini ve erkeklerin partnerlerini maçlara götürmesinin daha sık rastlanılan bir durum olduğunu ortaya koymaktadır. Kısaca, bu gelişmelerle futbol kulüplerinin kurumsal misafirperverliliği ilerleme yoluna girmiştir.

Avrupa Kulüplerinin 1990'lı yıllarda gösterdiği hızlı yükseliş, Türkiye'de futbol sektörünün büyüme potansiyelini ortaya koymaktadır. Gişe kaynaklı olmayan gelirlerin, bütün gelirler üzerinde ciddi bir büyüme yarattığı 90'lı yıllarda, Avrupa kulüplerinin sağladığı büyüme oranları %132'ye bile ulaşmıştır. Yine Avrupa'da bilet ücretleri 90'lı yılların başından itibaren artan bir eğilime sahiptir. Galatasaray SK'nün sezonluk biletlerinin %95'nin satın alma gücü yüksek A, B ve C1 sosyo ekonomik gruplardan olması, proje için bir avantaj teşkil etmektedir. Galatasaray SK'nün son 10 yılda saha içinde kazandığı başarılar sezonluk bilet talebinde düzenli bir yükseliş sağlamış her yıl bir öncekinden fazla bilet talebinde bulunulmuştur. Bu dönemde Galatasaray SK sezonluk biletlerinin fiyatlarının da eşit oranda bir artış göstermiş olması kulübün yeni bir stadyum projesiyle sağlayabileceği gelir konusunda fikir vermektedir.

Türkiye sahip olduğu 70 milyona yaklaşan nüfusu ve büyük çoğunluğu 30 yaş altı genç nüfusu ile spor yapan ya da spor seven olma ihtimali yüksek bir potansiyele sahiptir. Spor, sosyal ve heyecanlı tarafı ile, bütün sosyo-ekonomik gruplardan insan

çekebilen bir seyir olayıdır. Dünya'ya bakıldığında spor organizasyonlarının ve diğer seyirlik eğlencelerin Türkiye'nin de potansiyeli olan, 15-45 yaş grubunda çok popüler olduğu görülmektedir. Ülkemizde, Galatasaray SK projesini gerçekleştirmeyi planladığı tarihe kadar ve günümüzde de tam anlamıyla henüz hiçbir kulüp sporun ortaya koyduğu ticari fırsatları değerlendirememiş ve sahip oldukları potansiyelleri geliştirememiştir. Galatasaray SK, 1996 yılında ilk adımlarını attığı projesiyle, stadyum projeleri konusunda, eğlence ve spor arasındaki bağlantıyı kurarak öncü olmak istemiş ve projenin geliştirme sürecini başlatmıştır.

Bütün dünyada spor dalları arasından en popüler dal futboldur. Ata Yatırım'ın Galatasaray için hazırladığı raporda, Piar Gallup'un 2000 öncesinde gerçekleştirdiği bir araştırma sonucuna göre, Türkiye'de nüfusun %54,2'si futbolu favori spor dalı olarak görmektedir. Futboldan sonra en popüler spor dalı olan güreşin oranı ise %8,7'dir.

Galatasaray SK'nün planladığı yeni Ali Sami Yen Stadı projesinin amacı bu potansiyeli değerlendirmek ve Galatasaray'ın finansal amaçlarını gerçekleştirmek için çok fonksiyonlu bir stadyum ortaya çıkarmaktır. Bu finansal amaçların gişe gelirleri ve gişe harici gelirlerle gerçekleştirilmesi planlanmıştır. Gişe gelirleri olarak, genişletilmiş tesisler, artırılmış koltuk sayısı ve yüksek kalitede koltuklar ile sosyo-ekonomik olarak elit grubun çekilmesi, ciddi bir gelir yaratacaktır. Gişe harici kaynaklar, çok fonksiyonlu konsept nedeniyle, bağlı işletmeler, ticari alanlar, reklam, spor merkezi, konserler ve otopark olmak üzere altı farklı kaynaktan gelir getirecektir.

5.1.1 Proje ve Geliştirme Süreci

İstanbul'un tam merkezinde bulunan Ali Sami Yen Stadyumu 1964 yılında inşa edilmiş ve de resmi açılışı 20 Aralık 1964'te Türkiye-Bulgaristan milli maçıyla yapılmıştır. Adını Galatasaray'ın kurucusu Ali Sami Yen'den alan stadyum, 20.000 koltuk kapasitelidir. 1,400 lüks 290 KVA projektör ile aydınlatılan stadyumun rekor katılımı 21.000 kişi olarak gerçekleşmiştir. Sahanın genişliği ise 105m x 65m dir

(Şekil 5.1). Yeni Ali Sami Yen Stadyumu bu özelliklere sahip mevcut stadyumun yerine yapılacaktır.



Şekil 5.1: Ali Sami Yen Stadyumu

Mevcut stadın arazisi üzerinde inşa edilecek olan yeni stadyum için, E-5 karayolundan güneye doğru 20 metre geri çekilerek giriş ve çıkışların kolaylaşması ve daha fazla güvenlik tahsisi planlanmıştır. Projenin tahmini başlangıç tarihi Ağustos 2000 olarak öngörülmüş, bitiş tarihi ise Temmuz 2002 olarak programlanmıştır. Yeni stadın toplam koltuk kapasitesi 40,482 kişidir. Ana proje alanı yaklaşık 38,000 metrekare bir alanı kapsamaktadır. Toplam inşaat alanı 131,000 metrekare planlanmıştır. Ofis binasının inşa edileceği 2,102 metrekarelik alan Galatasaray SK'ne aittir. Binanın 9 katlı ve stada entegre bir yapıya sahip olması düşünülmüştür. Şekil 5.2'de projenin planlanan genel görünümü görülmektedir. Projeye göre, Büyükdere Caddesi'nin iki yakası viyadük altından bir yaya geçidi ile bağlanmaktadır.

Projenin yönetimi ile ilgili olarak Galatasaray SK'nden edinilen "Galatasaray SK Sportif İdari Sosyal Birimleri Geliştirme Tasarımları" kaynağında şunlar söylenmektedir. "Proje ile ilgili olarak 1999'un ikinci yarısında kurulan Galatasaray Spor ve Stad İşletmeciliği Ticaret A.Ş. (Stad A.Ş.) tarafından, önümüzdeki aylarda devam ettirilmesi gereken geniş kapsamlı çalışmada Kulübümüz, Stad A.Ş. ve Proje Koordinatörlüğü personeli, bu proje için angaje edilmiş bulunan mimar, mühendis,

inşaat danışmanları, mali müşavir, denetçi, global koordinatör, fizibilite danışmanları, vergi danışmanı ve Pazar araştırması konsültanları ile işbirliği halinde olacak bütün bu danışmanları koordine edecektir”.



Şekil 5.2 : Planlanan Yeni Ali Sami Yen Stadyumu

Galatasaray SK stadyum projesini geliştirmeden önce bazı kriterleri incelemiştir. Galatasaray SK, ABD ve Avrupa’da yer alan, kurumsal eğlence ve yeni spor yerleri konsept ve eğilimlerini, yeni stadyumların tasarım ve gelir konseptleri ile incelemiş, analiz etmiştir. Bu analiz ve incelemeler sonucunda Galatasaray SK, ABD’nin çok fonksiyonlu stadyum modellerinde karar kılmıştır. Bunun ana nedeni, bu modelin en çok geliştirilmiş gelir ve tasarım konseptine sahip olmasıdır. Galatasaray SK mimar olarak Brisbin Brooks Beynon (BBB), spor danışmanı olarak Stadium Consultant International (SCI), inşaat danışman ve yöneticisi olarak da Bovis-TML grubunu seçmiştir (Ata Invest, 1999). Galatasaray SK’nün projenin gerçekleşmesi için kurduğu ekip şu aktörlerden oluşmaktadır.

Tablo 5.1 : Galatasaray SK Stadyum Projesi Ekibi

Ekip Üyesi	Görevi	Katıldığı Tarih
Brisbin Brooks Beynon (Kanada)	Mimar	1996
Stadium Consultant Int. (Kanada)	Spor Danışmanı	1996
Bovis/TML JV (ABD)	İnşaat Danışmanı	1996
Lauridon Sports Management (ABD)	Organizasyon Danışmanı	1997
Ata Invest Inc. (Türkiye)	Global Koordinatör	1997
Arthur D. Little (İngiltere)	İş Danışmanı	1998
Arthur Andersen (Türkiye)	Vergi Danışmanı	1998

Kanada'nın spor tesisleri mimarisinde önde gelen şirketlerinden biri olan BBB Galatasaray SK için çok fonksiyonlu ve yüksek teknoloji donanımlı, gişe ve gişe harici gelir elde edilebilecek bir stadyum tasarlamıştır. Kanada'lı spor danışmanlık şirketi SCI, Galatasaray'a gişe gelirlerini ve stada katılımı artırıcı öneriler olarak yüksek kalitede koltuk sayısının çok tutulmasını tavsiye etmiştir. İnşaat koordinatörü olarak, Atlantik Olimpiyat Köyü yapımında da yer almış ABD'li önde gelen inşaat danışmanlık şirketi Bovis-TML seçilmiştir.

Proje takımını oluşturan üyelerden gelen bilgiler doğrultusunda, stadyum projesine yönelik beklentiler ve planlar oluşturulmuştur. Yeni stadın 112,500,000 USD maliyeti olacağı hesaplanmıştır. Toplam inşaat alanı 115,000 metrekaredir ve bu alan, çok fonksiyonlu stadyum, bağımsız bir ofis binası, yer altı otopark tesisi ve erişim yolları ile rampalardan oluşmaktadır. Stadyum, mevcut stadyumun yerine inşa edilecektir. Stadın toplam kapasitesi 40,482 koltuktur. Stadın kayabilir ve oval yapıdaki güneybatı çatı kısmı konserler için 6000 kişilik koltuk kapasitesi yaratmaktadır. Stadyumun ulaşımı kolay güvenliği yüksek olacaktır. Toplam koltuk sayısının %85'i yağmurdan korunacak şekilde kapatılacaktır (Şekil 5.3).



Şekil 5.3 : Yeni Ali Sami Yen Stadyumu

Gerçekleştirildiğinde Avrupa'nın en iyi 10 stadından biri olması planlanan yeni stadyum, restoranlar, kafeler, yiyecek alanları, ticari dükkanlar, sinema kompleksi ve spor merkezinden oluşacaktır. 5 yıldızlı yerleşim özelliklerine sahip 125 suit ve 72 loca içerecektir. 6000 seyirci kapasiteli küçük bir konser izleme alanı bulunacak stadyumda, yeraltı otopark kapasitesi 1,550 araç olarak planlanmıştır. Galatasaray SK, Ali Sami Yen Stadı'nı 2045-46 yılına kadar toplamda 67,500,000 USD ödeyecek şekilde kiralamıştır (Tablo 5.2).

Tablo 5.2 : Ali Sami Yen Stadı Kira Durumu

Periyot	Yıllık Kira Fiyatı (\$)
2001/02 - 2003/04	400,000
2004/05 - 2008/09	650,000
2009/10 - 2013/14	900,000
2014/15 - 2018/19	1,150,000
2019/20 - 2023/24	1,400,000
2024/25 - 2028/29	1,650,000
2029/30 - 2033/34	1,900,000
2034/35 - 2038/39	2,150,000
2039/40 - 2043/44	2,400,000
2044/45 - 2045/46	2,650,000
Toplam	67,500,000

Stad A. Ş. kurulana kadar Galatasaray SK ve Proje Koordinatörlüğü'nün Ali Sami Yen Stadı Projesi için yaptığı çalışmalar projenin geliştirme sürecini belirli bir aşamaya kadar getirmiştir. Ali Sami Yen stadı yanındaki 2100 metrekarelik arsanın Gençlik ve Spor Genel Müdürlüğü'nden satın alınmış, Yeni Ali Sami Yen Stadı için 36000 metrekarelik alan üzerinde 132000 metrekarelik inşaat alanı olan çağdaş bir stad projesi planlanmış ve tasarlanmıştır. Projeye ait teknik ve finansal fizibilite raporları hazırlanmış, üst hakkı konusunda Gençlik ve Spor Genel Müdürlüğü ile bir kira anlaşması yapılmış ve 49 yıllık üst hakkı tapuda tescil edilmiştir. Proje için Şişli Belediyesi'nden inşaat ruhsatı alınırken, çevre etki değerlendirme (ÇED) raporu, trafik-ulaşım raporu, yangın yönetmeliğinin hazırlanması, İSKİ altyapı, trafo vb. her türlü izin de tamamlanmıştır. Ayrıca hazineden yatırım teşviki edinilmiş ve vergi muafiyeti sağlanmıştır. Bu aşamalardan sonra projenin gerçekleştirilmesine yönelik çalışmalara hız verilmiş ve sponsorlukla finanse edilebilecek birimlerin tespiti ve görüşmelerine başlanmıştır. Projenin gerçekleşmesi sonrasında, süit, loca ve diğer ticari birimlerin kira fiyatlarının tespiti ve bazı süitlerin depozit alınarak kira kontratlarının yapılması çalışmalarına başlanmıştır. Bu aşamada artık proje ilgili finansal çalışmalar başlamış ve gelir ve giderlerin tespiti, çeşitli senaryolar ve revizyonlar söz konusu olmuştur. Nakit akışı, kâr-zarar tabloları vb. finansal tabloların hazırlanması sonucunda gerekli finansmanın sağlanması için kredi konusunda özellikle yabancı bankalarla görüşmeler yapılmıştır. Finansman ve inşaat için yerli-yabancı kuruluşlarla görüşmeler yapılmış, teklifler değerlendirmeye tabi tutulmuştur. Bu kapsamda çeşitli finansman senaryoları hazırlanmıştır. Yurt içinde ve yurt dışında halka açılma senaryoları ve zamanlama tespiti için çalışılmış ve yap-işlet-devret modeli üzerinde çeşitli yabancı şirketlerle görüşmeler yapılmıştır. Bunların dışında, Ali Sami Yen Stadı'nda kullanılabilecek ürünler imal eden yerli ve yabancı firmalarla yazışmalar, görüşmeler ve bilgi alışverişi, stad alan analizlerinin hazırlanması ve stad çatılarının uzatılması gibi çeşitli alternatifleri içeren etüdler yapılan çalışmalar arasındadır.

Proje için yapılan analizler sonucu özet olarak gişe harici gelir kaynaklarını oluşturan kalemler; suit ve localar, sezonluk ve maç günü satılan biletler, ticari mülk ve bağlı

işletmeler, spor merkezi ve otopark, konser ve organizasyonlar şeklindedir (Tablo 5.3).

Tablo 5.3 : Giş e Harici Gelirlerin Eski ve Yeni Stadyumda Durumu

Giş e Harici Gelir Kaynakları	Eski Stadyum	Yeni Stadyum
Ofis	-	+
Perakende	-	+
Yiyecek-İçecek Alanları	-	+
Restoranlar	-	+
Sinema Kompleksi	-	+
Fitness Merkezi	-	+
Bağlı İşletmeler	+	+
Otopark	-	+
Reklamlar	+	+
Konser, tiyatro ve organizasyonlar	+	+

Giş e ve giş e harici kaynaklardan planlanan gelirlerin mevcut stadyuma oranla büyük bir artış göstermesi beklenmektedir (Tablo 5.4).

Tablo 5.4 : Stadyum Projesi Gelir Kaynakları

Gelir Kaynakları	Mevcut Stadyum	Yeni Stadyum	Artış %
Süitler	-	6,733,171 USD	100
Sezonluk Biletler	4,000,000 USD	9,897,157 USD	147
SOTD Biletler	3,500,000 USD	10,088,621 USD	188
Ofis ve Perakende Alanı	24,000 USD	3,055,432 USD	12700
Spor Merkezi	-	245,220 USD	100
Otopark	48,000 USD	1,700,300 USD	3442
Konser, tiyatro ve org.	120,000 USD	230,000 USD	417
Toplam	7,500,192 USD	31,475,156 USD	319

Tablo 5.4'teki gelir kaynaklarının giş e ve giş e harici kaynaklar için dağılımı Tablo 5.5 ve Tablo 5.6'da gösterilmektedir.

Tablo 5.5 : Stadyum Projesi Giş e Gelirleri

Giş e Gelirleri	Stadyum Koltuklar		Kullanım %	Sezon Tahmini USD
	Eski	Yeni		
Süitler	-	1680	85	6,700,000
Localar	128	576	0	0
Sezonluk	2337	9274	82	9,900,000
Günlük	20000	28952	50	10,100,000
Toplam	22465	40482		26,700,000

Tablo 5.6 : Stadyum Projesi Giş e Harici Gelirler

Giş e Harici ve Ticari Gelirler				
	Toplam Alan- Metrekare	Metrekare Fiyatı	Doluluk Oranı %	Toplam Gelir/Yıl
Ofis Alanı	6591	15 \$	61	726,658 \$
Perakende Alanı				717,264 \$
İç	855	25 \$	80	
Dış	1524	35 \$	80	
Yiyecek-İçecek Alanları	1498	50 \$	90	808,920 \$
Restoranlar	1229	50 \$	95	420,318 \$
Sinema	2896	11 \$	100	382,272 \$
Toplam	14593			3,055,432 \$

Stadyum projesinin gelir ve gider beklentilerini içeren bu tablolar aslında projenin getirisi yüksek bir proje olabileceğini göstermektedir. Her ne kadar giş e gelirleri saha iç i başarılarla endeksli hareket edebilir olsa da, giş e harici kaynaklardan sağlanması beklenen gelirler de projenin girilebilir bir proje olduğunu göstermektedir. Üstelik başarılı geçirilmiş bir sezon dahilinde, yüksek seyirci katılımı sonucu giş e gelirlerinin kulübün finansal gücüne artı etkisi görülebilecektir. Günlük satılan biletler haricinde sezonluk satışlar ve suitlerde kulübü sezon öncesi finanse edebilecek unsurlardır. Ata Invest'in Galatasaray SK için hazırladığı stadyum projesi kar-zarar tablosu da projenin yıllık getirilerinin yüksek olabileceğini göstermektedir (Tablo 5.7).

5.1.4 Galatasaray SK - Kurumsal Analiz

Esas faaliyeti spor olan Galatasaray SK'nün gerçekleştirmeyi düşündüğü ve 1996 yılından bugüne uzanan bir hikayeye sahip Ali Sami Yen Stadyumu'nun geliştirilmesi için başlattığı girişim sağlam temellere ve haklı gösterilebilir sebeplere dayanmaktadır. Saha sonuçlarına endeksli olan gelirler nedeniyle istikrarlı gelirden mahsur spor kulüplerinin, kendilerine gelecek için istikrarlı ve uzun vadede sabit getiri sağlayacak yatırım araçlarına yönelmeleri 1990'lı yıllarda tüm dünyada görülen bir eğilimdir. Galatasaray SK'nün bu eğilimi 1996 yılında yakalayıp, projelendirdiği yeni stadyum girişimi bu açıdan başarılı görünmektedir. Ancak Galatasaray SK, hiç tecrübesinin olmadığı bir sektörde projenin yönetimini, geliştirme süreci boyunca kendi içinde çözmeye çalışmış ve kurduğu proje koordinatörlüğü ile faaliyetleri yürütmüş ve Stad A.Ş. ile de işletmenin gerçekleştirilmesini planlamıştır.

Gayrimenkul geliştirme sektöründe, hiç tecrübesi olmayan bu organizasyonlarla geliştirme sürecini devam ettirmiş, açıklanan aşamaları geçmiştir. Proje fikri geliştirilmiş, ekip oluşturulmuş ve süreç işlemiştir. Bu süreçte projenin sektörde tecrübeli kurumsal bir sahibinin olmayışı bugün hala gerçekleştirilememiş olmasının ana sebebidir. Kurulan ekip kendi alanlarında uzman ekipler olmuş ancak proje ile ilgili herşeye hakim olacak tecrübeli bir kurumsal yapı söz konusu olmamıştır. Galatasaray SK'nün bu süreçte yaptığı en büyük hata, daha sonra düzenledikleri Arama Konferansı'nda da belirtildiği gibi, stadyumun, geliştirilecek projelerin ve kulübe ait tüm gayrimenkullerin yönetimini üstlenecek sektörde tecrübeli profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı gibi kurumsal bir yapıda projeyi yürütmemiş olmasıdır. Böyle bir kurumsal yapının eksikliği, gayrimenkul geliştirmenin parasal açıdan en önemli üç ayağı olarak bahsedilen finansman, para yönetimi ve kârlılık analizi gibi aşamaların, tecrübeli yöneticilerin öngörülerinden ve modern para yönetimi tekniklerinden uzak kalmasına neden olmuştur. Bunun en önemli ispatı da, yapılan fizibilite çalışma ve raporlarına rağmen projenin gerçekleştirilememiş olmasının en önemli sebebi olan birinci aşamanın, finansman aşamasının geçilememiş olmasıdır.

Yine faaliyet gösterilen diğer spor alanlarının gelir-gider dengesinde eksi tarafta yer alması kulübü finansman açısından zorlayan bir diğer konudur. Kulüp futboldaki başarıları ile sağladığı artı nakit akışın bir bölümünü diğer alanlara kaydırmak ve faaliyetlerini devam ettirmek durumundadır. Dolayısıyla futboldan gelen futbola harcanmamaktadır. Yeni UEFA kriterleri doğrultusunda, futboldan gelenin futbola harcanması koşulu ile kulüplerin artık bu nakit akışlarını daha bilinçli yönetmeleri zorunluluk haline gelmiştir.

Sahada kazanılan başarıların finansman ayağındaki etkisi çok büyük olmaktadır. Avrupa'da düzenlenen organizasyonlarda kazanılan başarıya UEFA'nın ödediği ücretler, maç hasılatları ve tv yayınları saha başarılarına endeksli ana gelirlerdir. Bir kulüp için büyük nakit giriş ve çıkışlarına sebep olabilen bu ana konularda kulüp yöneticilerinin maksimum başarıya ulaşmaları, kulüp içi finansman dengeleri açısından büyük artılar sağlayabilecek, kazanılacak olası saha başarıları başka

alanlarda kullanılabilir finansman olanağı yaratabilecektir. Galatasaray SK son on yılda saha başarıları ile oldukça yüklü artı nakit akışları sağlamış ancak şirketleşmede yer alan eksiklikler sebebiyle sağlanan kaynağın etkin yönetimi gerçekleştirilememiştir. Bugün dahi yönetim hatalarından kaynaklanan 50 milyon doların üzerinde borcu bulunan kulüp, sağladığı saha başarılarının getirdiği finansman imkanını, geliştirdiği stadyum projesine aktarmayı kötü para yönetimi nedeniyle başaramamıştır.

Galatasaray SK'nün projeyi gerçekleştirilememiş olmasının kurumsal olarak farklı sebepleri de bulunmaktadır. Şirketleşme sürecinde bulunan kulüp, henüz gelir kaynaklarını verimli kullanmaktan, etkin para yönetimi uygulamaktan ve tek elden yönetim konusunda yeterince ilerleyememiştir. Kurulan Sportif A. Ş. gibi yapılarla, kulübün reklam ve pazarlamaya ait gelir kaynaklarının kurumsal bir yapıda etkin para yönetimi ile gerçekleştirilmesi gibi adımlar kulübün attığı ileri adımlardır. Ancak kulübün transferler gibi gelir-gider dengesini önemli ölçüde etkileyen konularda oyuncunun serbest kalması ya da yanlış oyuncu alınması türünde yaptığı hatalar önemli finansal kayıplara sebep olmuştur. Halbuki bu alanlarda gösterilecek etkin yönetim stadyum projesinin finansmanında kullanılabilir araçlardan biridir.

Galatasaray SK'nün bütün bu kriterler gözönüne alındığında profesyonel olarak yönetilmediği ve şirketleşmede henüz yolun başında olduğu açıktır. Kulüp stadyum projesi için kendisine bağlı GYO gibi bir kurumsal yapıyı kuramamış, proje için kendi kaynaklarından yapabileceği finansman imkanlarını değerlendirememiştir. Kulübün GYO gibi bir kurumsal yapıya ihtiyacı sadece stadyum projesinden kaynaklanmamaktadır. Kulübe ait, kulüp merkezi, stadyum, Florya tesisleri, Sefaköy arazisi ve Riva arazisi gibi bütün gayrimenkullerin etkin yönetilmesi için bu tarz bir kurumsal yapının gereği ortadadır. 1990'lı yılların ikinci yarısında, gayrimenkul sektörüne belirli standartlar getirebilecek ve modern finansal piyasaların en önemli kurumlarından olan GYO'ların kuruluş döneminde, Galatasaray SK'nün bu eğilimi görememiş olması, geliştirdiği projenin bugün hala hayata geçmemiş olmasının nedenlerindedir.

5.1.2.1 Yönetici Görüşleri

Galatasaray SK içinde projenin geliştirme sürecinde yer almış ve bugün proje konusunda yetkili kişilerin düşünceleri ve yorumları projenin gerçekleştirilemeyişinin bir diğer önemli göstergesidir.

1996 yılından beri geliştirme süreci sonlandırılmayan stadyum projesi ile ilgili, bir önceki Galatasaray Başkanı Mehmet Cansun farklı bir yaklaşım sergilemiştir. Faruk Süren döneminde planlanan 135 milyon dolarlık stadyum projesinin yerini 45 milyon dolarlık yeni proje aldığını belirtmektedir. Güney Afrika, Japonya ve Amerika'dan üç firmanın teklif verdiği projede 38,500 kişilik stadyum, 200 loca, alışveriş merkezi, yiyecek içecek alanları ve 2 bin kişilik otopark öngörülmektedir. 18 ayda tamamlanması planlanan projenin ardından, Stad A. Ş'nin halka açılması düşünülmüştür. Galatasaray'ın varlıklarını değerlendirebilmesi için Galatasaray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın kurulması planlar arasındadır (Cansun, 2002).

Galatasaray SK Mali İşler Sorumlusu Bikem Ardaçoç projenin ne zaman hayata geçeceğine dair bir tarih bulunmadığını belirtmekte ve oluşturulmuş stadyum komitesinin gelen teklifleri değerlendirdiğini söylemektedir. Ana projenin finanse edilememesini ekonomik krize bağlamakta ve finansman arayışlarının devam ettiğini belirtmektedir. Finansman çalışmaları içinde "bize söylenen, öyle 80 milyona değil de 40-50 milyon dolara olabilecek bir proje" düşüncesindedir ve ana projenin birkaç değişiklikle hayata geçeceğini savunmaktadır. Stadyumun yapımı için hem yurt içi hem yurt dışı kaynaklı birçok seçenek ve farklı tekliflerin geldiğini ve stadyum komitesinin bu teklifleri değerlendirdiğini belirtmektedir (Ardaçoç, 2002).

Galatasaray SK Başkanı Özhan Canaydın projenin 1996 yılında çok iyi bir teşebbüs olmasına rağmen çok uzadığını, ancak şehir içinde bir stadyum yapımı için bunun normal olduğunu düşünmektedir. Eski projede ısrar ettiklerini ve bunun sebebinin gişe harici gelirler olduğunu söylemektedir. Maliyeti 55 milyon dolara indirdiklerini ve kulüp kulesi vb. eksiltmelerle 10 milyon dolar tasarruf yaptıklarını iddia

etmektedir. 11 Eylül 2002 tarihli Miliyet Gazetesi'ndeki yorumunda, yap-işlet-devret modeliyle gelen tekliflere beş veya yedi senelik bir süreç içinde gelir elde edilemeyeceği için karşı çıkmaktadır ve ortaklık modelini tercih etmektedir. Finansmana karşılık sahanın konulacağı bu ortaklıkta, on veya onbeş senelik bir süreç için %55 Galatasaray'ın ve %45 yatırımcı firmanın olmak üzere bir paylaşım düşünülmektedir. Eylül 2002 tarihi itibariyle proje işinin %90'nın çözülmek üzere olduğunu iddia etmektedir (Canaydın, 2002).

Galatasaray Başkanı Canaydın, likidite sağlayan stad gelirlerinin büyük kısmından yap-işlet-devret modeli ile yoksun kalınacağını düşünülmektedir. Gelen 18 teklifi bu açıdan incelediklerini belirtmekte ve ikinci bir alternatif düşündüklerini açıklamaktadır. Üst gelir grubundan yedi ila onbin Galatasaraylı'ya ömür boyu bilet satışına dayalı bu kaynaktan 70 milyon dolar gelir elde edilebileceğini savunmaktadır. Ayrıca, UEFA'nın mevcut stadyumda Avrupa maçları oynanmasına son kez izin verdiğini belirtmekte ve bir yıl içinde inşaata başlanmış olması gereğini ortaya koymaktadır. Stadyumun yedi gün gelir sağlayacak bir yapıda olacağını söylemekte ve kulübün 100. Yılı 2005'e stadyumu yetiştireceğini iddia etmektedir (Sabah, 14 Eylül 2002).

Galatasaray Başkanı Canaydın, Eylül 2002'de, Belçika'da büyük bir yatırım grubuyla yapılan anlaşmayla gelecek 60 milyon doların stat yapımı için kaynak olarak kullanılacağını açıklamıştır. Finansörün 15 yıl boyunca stat gelirlerinin yüzde 45'ni alacağını ve 55'in Galatasaray'ın olacağını belirtmektedir. Böylece Galatasaray'ın kasasından hiç para çıkmadan stadın yenileneceğini ve kulübün ilk yıldan itibaren para kazanmaya başlayacağını düşünülmektedir. Stadın yapımı için İstanbul Olimpiyat Stadı'nı da yapan TEKFEN ile Galatasaray Kulübü arasında hemen her konuda anlaşmanın sağlandığını belirtmektedir. 2 yılda stadı bitirmeyi taahhüd eden firmaya 55 milyon dolara yakın para ödenecektir. 42 bin kişi kapasiteli olması planlanan statta 125 süper lüks loca bulunacaktır. Bu locaların satışından ortalama 61 bin dolardan her yıl yaklaşık 7 milyon dolar her yıl gelir hedeflenmektedir. Ayrıca kapalı ve numaralı tribünün kombine satışlarından da 20 milyon dolara yakın gelir beklenmektedir. Ali Sami Yen projesi eski açık tribünden

yapılmaya başlanması ve yapım süresince Galatasaray'ın maçlarını bu statta oynamaya devam etmesi düşünülmektedir (Canaydın, 2002).

Galatasaray SK'nün stadyum projesi geliştirme süreci içerisinde aktif olarak yer almış olan Proje Koordinatörü Coşkun Pekünsüt Eylül 2002'de 1996'da planlanan ana projeye bağlı olduklarını belirtmektedir. Sağlanabilecek finansman olanaklarına bağlı olarak proje üzerinde bazı bölümlerin ertelenmesi söz konusu olduğunu ancak ana projeden bir sapma söz konusu olmadığını açıklamıştır. Ertelenmesi söz konusu olan ofis bloğu için Nike veya Vakko gibi firmalardan uygun teklifler gelmesi veya kulübün kendisi için yapması durumunda bu bölümler tamamlanacaktır. Kısaca ana proje konsepti olan çok fonksiyonlu stadyum projesinden vazgeçilmemiş sadece ofis gibi bazı kısımların erteleme olanağı düşünülmüştür. Birtakım nedenlerden sonuca ulaşmamış 75 civarında banka ile kredi ve finansman görüşmeleri yapılmıştır. Sonuç alınacağını umduğum bir görüşme trafiği mevcuttur. Stadın bölüm bölüm yapılması ve mimari konseptlerle maliyetin düşürülmesi gibi hedeflerimiz bulunmaktadır (Pekünsüt, 2002).

Galatasaray eski yöneticisi Yiğit Şardan, Eylül 2002'de yeni yönetimi eleştirirken stadyum projesini eleştirmektedir. Önceki yönetimin stadın yapımına 2002 Mayıs'ında başlayacağını ve yüzde beş Eximbank kredisi ile toplam maliyeti 38 milyon dolar olan çelik bir stad yapılacağını belirtmektedir. Ana projenin birçok aksaklığa sahip olduğunu açıklamakta ve pahalı bir proje olduğunu söylemektedir. Ayrıca yapılmak üzere olan anlaşmanın inanılmaz kötü şartlardan oluştuğunu belirtmektedir (Şardan, 2002).

Galatasaray'ın resmi internet sitesinde proje için şunlar söylenmektedir; "Yeni Ali Sami Yen Stadyumu'nun proje aşaması tamamlanmıştır. İnşaatın 2003-2004 sezonunda başlatılması hedeflenmektedir. Koltuk kapasitesi 41.000 olan yeni Ali Sami Yen şimdiki stadyumla tam olarak aynı yerde inşa edilecektir. 125 lüks mevkiinin bulunduğu yeni stadyumun üstü tamamen açılır-kapanır tavanlı olarak inşa edilecektir. Böylece anında konser salonuna döndürülebilecektir. Tesisin içinde

restoranlar, alışveriş merkezi ve fitness salonları bulunacaktır (www.galatasaray.org.tr).

Bütün bu unsurlar gözönünde bulundurulduğunda Galatasaray SK'nın başarısız bir geliştirme projesine imza atmış olması şaşırtıcı değildir. Bugün itibari ile Galatasaray SK geliştirmek istediği stadyum projesi ile ilgili olarak inşaat aşaması noktasındadır. Genel olarak ana projeye bağlı kalınmakla birlikte, proje içinde bazı değişiklikler söz konusudur. Stadyumdan sorumlu Galatasaray yöneticisi Özkan Olcay stadyum projesinin durumu ile ilgili olarak Mart 2003'te arama konferansı sonuçlarına paralel olarak kulübün en önemli problemlerinin başında stadyumun yeniden inşası bulunduğunu açıklamaktadır. Stadyum inşaatı için en uygun zamanın futbolun tatil olduğu dönemi gördüklerini belirtmektedir. Özkan Olcay projeye ilgili şunları söylemektedir; "Projenin yapımı için etap etap yıkmak ve teknik sorunlar nedeniyle tamamen yıkım sözkonusudur. Etap etap yıkımda, yıkımdan çıkacak malzeme, dört aşamalı dönem için sorun yaratabilecektir. Bir defada yıkım ise tahminen sekiz ay kazandıracaktır. Ayrıca etap etap yıkım inşaat kalitesinin düşmesine sebep verebilir. Dolayısıyla etap etap yapım, zaman, maliyet ve kaliteye etki edecektir. Son senelerde televizyonların maç yayınlarında gösterdikleri performans sonucunda, çok büyük stadyumlar yerine şehir merkezlerine yakın, ulaşımı kolay ve maksimum kapasiteleri 50 bin civarında olan şehir stadyumları gündeme geldi. Bizlerin de yapmaya çalıştığı, bu şehir stadyumu kategorisidir. Biz 15 günde bir Pazar günleri açık olacak bir stadyum düşünmüyoruz. Haftanın yedi günü 24 saat açık olacak ve Galatasaray'a gelir getirecek bir proje üstünde duruyoruz" (Olcay, 2003).

Yeni stadyumda viyadüğe 1, 1.5 m olan uzaklık 15 metreye çıkmaktadır. Likör fabrikasından numaralı tribüne doğru da 2.5 metrelik yatay kaydırma olmaktadır. Hem futbol atmosferini canlandırmak, hem de kapasiteyi arttırmak için atletizm pistleri kaldırılacak ve zemin bugünkü mevcut halinden 2.5 m aşağıya çekilecektir. Bu durum stadyumun zemininde 3 m 25 cm'lik bir hafriyat gerektirecektir. Projede ayrıca otopark üzerinde önemle durulmaktadır. 1560 araçlık bir otopark düşünülmektedir. Yeni stadyumun kapasitesi localar dahil minimum 40 bin 500 kişi olarak öngörülmüştür. Mevcut stadyumda %20 bile olmayan kapalı alan yeni

stadyum %85 oranında olacaktır. Stadyumun içinde otoparklar, lokantalar, fast food salonları, cafe'ler, fitness merkezi, büfeler ve lisanslı ürünlerimizi satacak olan dükkanlar olacaktır. Spor yaralanmaları ve sakatlanmalarına karşı geniş kapsamlı bir spor kliniği ve yedi bin kişilik konser salonu planlanmıştır.

Yeni stadyumda ana projeden farklı olarak sinema alanlarının farklı kullanımı söz konusudur. Ancak yapılacak alanın ne için kullanılacağı bilinmemektedir. 1996'da öngörülen sinema fikri, bölgede açılan yeni alışveriş merkezleri ve sinema salonları nedeniyle şu an yapılabilir görünmemektedir. Sinemaya ayrılan alanları daha verimli ve kârlı başka bir iş için kullanmak veya yine sinema yapmak düşünülmektedir.

Projenin yapılamayarak uzaması, zamanında hazırlanan ve planlanan kullanımların eskimesine yol açmıştır. O dönem için iş yerleri, ofis binaları yapmak çok cazip görünürken bugün için uygun değildir. Ofis boşluk oranlarının artışı nedeniyle stadyumun yanında inşaatı düşünülen iş merkezinin Galatasaray için şimdilik kârlı bir yatırım olmadığına karar verilmiş ve ertelenmiştir. Projenin bu bölümünün ertelenmesi toplam proje maliyetinde % 15 kadar bir ekonominin gerçekleşmesini sağlamaktadır. Ertelenen bölümler, istendiği zaman, koşullar uygun olduğunda yapılabilecektir. İnşaatın Mayıs 2003'te başlaması ve Mayıs 2005'te biterek 24 aylık bir süre alması öngörülmektedir (Olçay, 2003).

2003 Mart ayında stadyumdan sorumlu yönetici Özkan Olçay'ın bu açıklamaları, projenin hala kesinlikten uzak bir plan ile gerçekleştirilmeye çalışıldığını ortaya koymaktadır. Özkan Olçay'ın proje ile ilgili olarak yetkilendirilmesi, projenin kurumsal sahiplilik problemini çözme de yetki probleminde atılmış önemli bir adımdır.

Galatasaray SK'nın içinde proje ile ilgili en yetkili ağızlardan gelen açıklama ve değerlendirmeler stadyum projesinin kurumsallıktan ne kadar uzak olarak gerçekleştirilmeye çalışıldığını göstermektedir. Projenin ne zaman hayata geçeceği bilinmemekte, bununla ilgili herhangi bir plan geliştirilmemektedir. Finansman sorunu ile ilgili ana ve alternatif planlar bulunmamaktadır. Projenin hangi kısımları

ile gerçekleştirileceği ve hangi aşamalarla gerçekleşeceği dahi bilinmemektedir. Projenin zaman içerisinde fizibilitesini yitirmesi yeterince değerlendirilmemektedir. Yeni bir fizibilite çalışmasına gerek duyulmamakta ve proje eski projenin yönlendirmesi ile yapılmaya çalışılmaktadır. Proje içinde aktif yer alan yöneticilerin aynı dönemde ki açıklamaları bile birbirini tutmamaktadır. Projenin bu şartlar altında en etkin biçimde gerçekleştirilmesi mümkün görünmemektedir.

5.1.2.2 Arama Konferansı Sonuçları

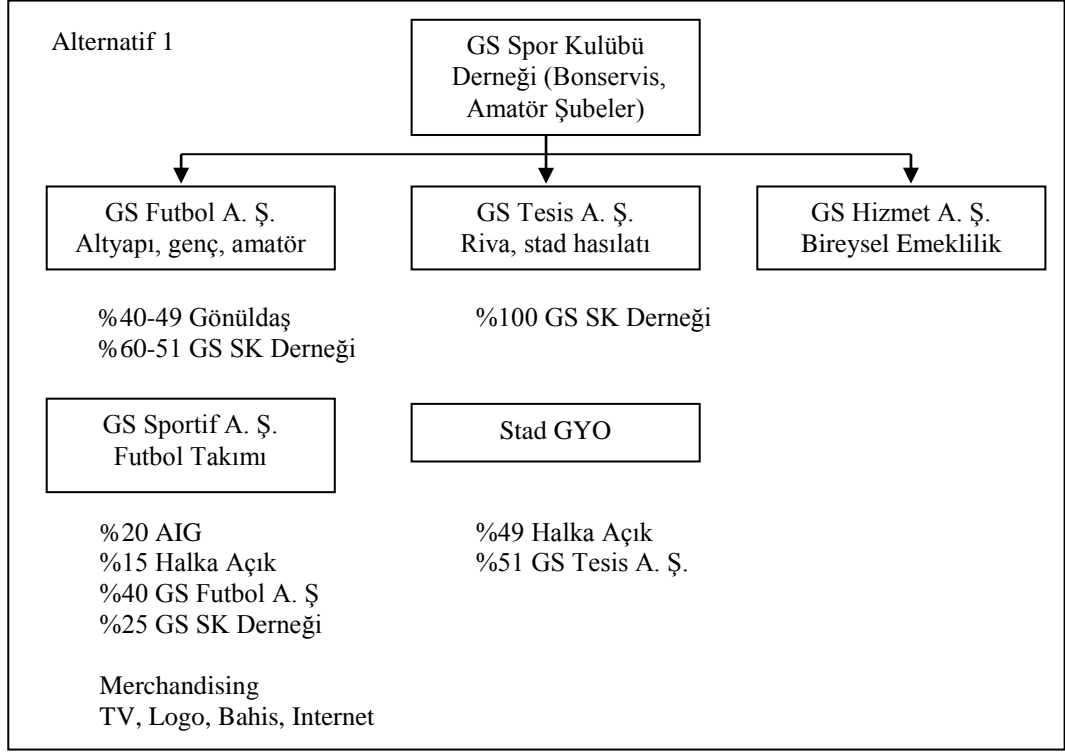
Galatasaray SK, 2002 yılında düzenlediği “Arama Konferansı’nda” iç bünyesinde kendi kurumsal analizini yapmış, geliştirmeyi planladığı ancak başaramadığı stadyum projesine ilişkin bahsedilen hataları ile yüzleşmiş ve daha iyiye yönelik bazı kararlar almıştır. Kulüp geleceği için ortak fırsatlar ve tehditler olarak senaryolar belirlemiştir. Kulübün kurumsallaşması ve yeniden yapılanması üzerinde odaklaşan bu senaryolar kapsamında, kulübün UEFA kriterlerini yerine getirmesi, sportif başarılar kazanması, sportif başarıların finansal başarıya çevirebilmesi, sürdürülebilir ve sağlıklı bir finansal yapıya kavuşması, uluslararası standartlarda tesis ve stada kavuşması hedeflenmektedir. Konferansta kulübün, finansal durumu, borçları ve nakit yönetimi, UEFA kriterlerine uygunsuzluk, hukuki ve idari zaafılar belirlenmiş ve değerlendirilemeyen varlıklar için stratejiler geliştirilmiştir. Konferans sonucunda, Galatasaray SK temel amacını, dünya çapında başarılı, lider, saygın, istikrarlı, idari ve mali yapısı kuvvetli, alt yapısı güçlü, futboldaki başarısı ile öne çıkan bir marka, kurum ve spor kulübü olmak olarak belirlemiştir. Bunların yanında ana hedefler olarak ise kurumsallığa yönelik şunlar planlanmıştır.

- 2012'de 150-300 milyon USD ciroya ulaşmak
- UEFA normlarına uygun yapılan ilk Türk takımı olmak
- Tüm branşların gelir gider dengesini kendi içinde çözebilmek
- Holdingleşmek
- Uluslararası standartlarda tesis ve çok amaçlı stada sahip olmak
- Sürdürülebilir, sağlıklı finansal yapıya kavuşmak

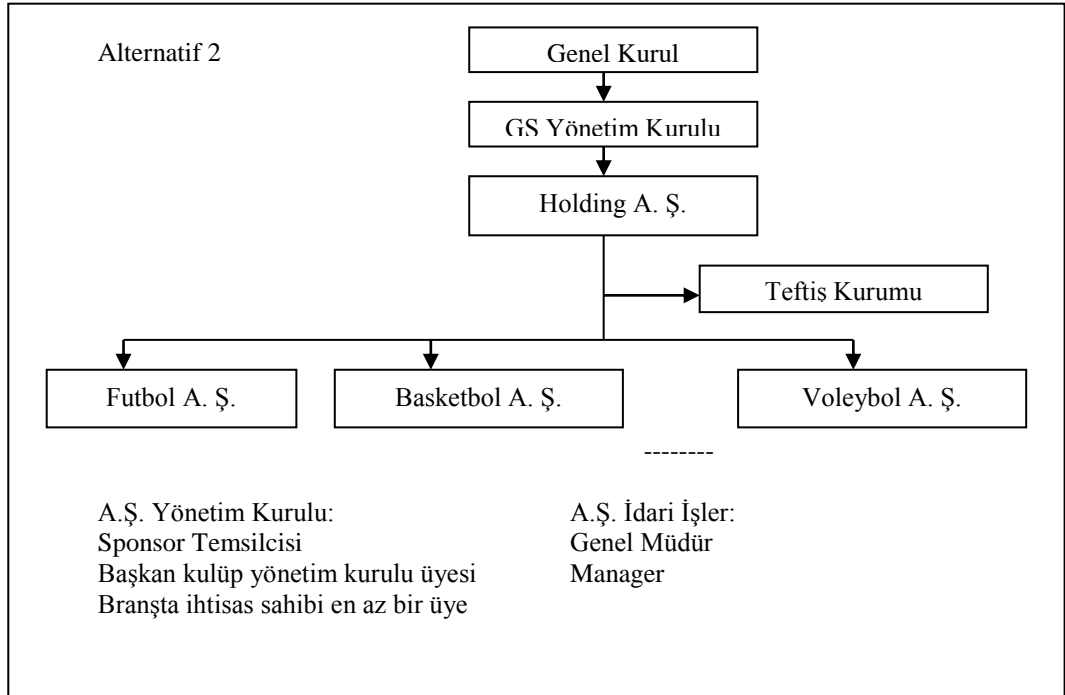
Konferansta, finansal getiri ile yakından ilgili olan sportif başarı modeli için kriterler belirlenmiştir. Belirlenen kriterler arasında altyapı çalışmaları, futbolcu transferleri ve kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalar yer almaktadır. Finansal getirinin bir diğer ayağı pazarlama ve tanıtım için de çalışmalar yapılması planlanmıştır. Konferansta gelir getirici faaliyet alanları analiz edilmiş, internet, medya ve ürün satışı gibi noktalar üzerinde uzlaşma sağlanmıştır.

Arama konferansında, bu hedeflerin gerçekleştirilmesi için planlanan stratejik yapıda faaliyet yapılanması modeli olarak iki alternatif sözkonusu olmuştur. Şekil 5.4'te görülen alternatiflerden birincisinde, Futbol A. Ş., Galatasaray Tesis A. Ş. ve Galatasaray Hizmet A. Ş. adlarıyla faaliyet gösteren şirketler Galatasaray Spor Kulübü Derneği'ne bağlanmaktadır. Bu modelde, futbol takımıyla ilgili faaliyetler yüzde 40'ı GS Futbol A. Ş.'ye ait olmak kaydıyla, GS Sportif A. Ş. tarafından gerçekleştirilecektir. Aynı şekilde Stad Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nda GS Tesis A. Ş.'ye bağlı olacaktır. İkinci modelde ise futbol da dahil olmak üzere, her bir branşın kendi adına kurulacak şirket aracılığıyla ayakta kalması planlanmaktadır (Şekil 5.5). Denetim, teftiş kurumu tarafından yürütülürken, bütün branş şirketlerinin tepesinde Holding A. Ş. bulunacaktır. Holding yönetiminde ise genel kurul tarafından belirlenmiş Galatasaray Yönetim Kurulu söz sahibi olacaktır.

Bütün bu kriterler ve yapılanmaların dışında konferansta belirlenen varlıklar stratejisi için öngörülen planlar; düşük maliyetli kamu arazilerinin devletten talep edilmesinin devamı, stad üst hakkı kapsamında ilk üç senede gelir getirici bir revizyon, Mecidiyeköy arazilerinin stad projesiyle birlikte düşünülmesi, kulüp binasının taşınması, kulüp merkezinin yeniden düzenlenmesi, adanın olurlu (feasible) şartlarda yap-işlet-devret yaklaşımıyla ele alınması ya da günümüz koşullarına uygun hale getirilmesi, Riva-Florya yer değiştirilmesi / Riva'ya konut yapılması, Kalamış'ın fizibil şartlarda yap-işlet-devret yaklaşımıyla ele alınması ve gayrimenkullerin katma değer üretecek şekilde projelendirilmesi olarak ortaya çıkmıştır.



Şekil 5.4 : Galatasaray SK Faaliyet Yapılanması – Alternatif 1



Şekil 5.5 : Galatasaray SK Faaliyet Yapılanması – Alternatif 2

Arama Konferansı sonuçlarından görüldüğü gibi, Galatasaray SK iç kurumsal analizini ve öz eleştirilerini yapmış, bünyesinde yer alan faaliyetlerin ve geliştirilen projelerin etkin yönetimi için gerekli adımları atma yolunda isteğini ortaya koymuştur. Ancak stadyum projesinin gerçekleştirilmesi için bu adımları atmada geç kalınmış, yedi senelik bir geliştirme sürecine rağmen proje hala gerçekleştirilememiştir.

5.2 Yapı Kredi Koray GYO – İstanbul İstanbul Konut Geliştirme Projesi

Yapı Kredi Koray Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO), gayrimenkul piyasasına yatırım yapmak amacıyla Aralık-1996'da kurulmuştur. 1998'in Haziran ayında halka açılan Yapı Kredi Koray GYO, Yapı Kredi Bankası'nın finansal güç ve tecrübesi ile Koray Yapı Endüstrisi'nin gayrimenkul ve inşaat alanlarındaki deneyiminin birleşiminden oluşmaktadır. Şirket halihazırda ticari projeler ve konut projeleri üzerinde çalışmaktadır. Yapı Kredi Koray GYO'nun mevcut yatırım portföyü, ticari olarak Yapı Kredi Plaza'da ofis alanı ve konut olarak da, İstanbul İstanbul, Kemer-Yalı Konaklar, Elit Residence'tan oluşmaktadır. Şirket, bugün itibari ile Türkiye'nin önde gelen gayrimenkul yatırım ortaklıklarından birisi olup, Riva konut geliştirme projesi ve Narmanlı Han projeleri için geliştirme sürecindedir. Yapı Kredi Bankası ve Koray Yapı Endüstrisi'nin faaliyet alanlarındaki deneyimlerini kendi çatısı altında toplayan Yapı Kredi Koray, Türk gayrimenkul yatırım piyasasında bir dizi önemli başarının elde edilmesini sağlamıştır. Şirketin ilk projesi olan İstanbul İstanbul, yakın gelecekte daha büyük ölçekte ve kapsamlı projelerin yolunu açmıştır. Yapı Kredi Koray GYO, kurumsal gayrimenkul sektöründe faaliyet gösterebilecek yapılanmalar için iyi bir örnektir.

5.2.1 Proje ve Geliştirme Süreci

İstanbul İstanbul projesi, İstanbul'un kuzeyinde yer alan eski kömür ve kum ocakları ile bu güzergah üzerindeki diğer yerleşmeleri birbirine bağlayan İstanbul Caddesi üzerinde, Göktürk Beldesi sınırları içinde yer almaktadır. Kent dışı konut geliştirme niteliğinde olan proje iki fazdan oluşmaktadır (Şekil 5.6). Proje toplam 100 000

metrekarelik bir alanı kapsamaktadır. Yaklaşık 57 000 metrekarelik birinci fazın projesi Kasım 1998’de başlatılmıştır. Nisan 1999’da ise inşaat çalışmalarına girişilmiştir. Birinci fazda yer alan 156 konut ünitesinin satışı Ağustos 2000 itibariyle tamamlanmıştır. Konutların teslimi ise Mart 2001 tarihinden itibaren yapılmıştır. Birinci fazdaki konutların 95’inin sahipleri sürekli ikamet için siteye taşınmışlardır.



Şekil 5.6 : İstanbul İstanbul Vaziyet Planı – I. Ve II. Faz

Projenin tasarlanmasında Türk sivil mimarisi ile Akdeniz kırsal yerleşme dokusu buluşturulmuştur (Şekil 5.7). Projenin konsepti dört temel düşünce üzerinde gerçekleştirilmiştir.

- Basit ancak işlevsel üniteler geliştirilmesi
- Yenilikçi ve farklı bir mimari kimlik oluşturulması
- Mahalle olgusunu vurgulayacak şekilde komşuluk ilişkilerinin oluşmasına imkan verecek mekansal oluşumların yaratılması
- Su kenarında konut özelliğinin sunulduğu bir yaklaşımın benimsenmesi

- Genç işadamları ve yöneticiler için yoğun iş saatlerinden sonra hem fiziksel hem de zihinsel dinlenme ve sosyalleşme imkanlarının maksimize edildiği bir yerleşme birimi geliştirilmesi (Çelen, 2002).

İstanbul'un iş merkezlerine 15 dak. mesafede yer alan Göktürk beldesinde 73000 metrekare bir alan üzerine kurulu toplamda 204 üniteden oluşan projenin ilk iki fazı tamamlanmış durumdadır. 1999 Mart ayında başlanan proje üç fazdan oluşmaktadır ve şu anda 204 ünitenin oluşturduğu I. Ve II. Fazın yanı sıra III. Faz olarak düşünülen kısımda programlanmıştır. Proje Türkiye'de bir gayrimenkul yatırım ortaklığı tarafından kendi türünde planlanan, geliştirilen ve pazarlanan ilk projedir.



Şekil 5.7 : İstanbul İstanbul'dan Görünüm

Türkiye'de ilk defa bir Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı tarafından geliştirilerek satışa sunulan İstanbul İstanbul, C.M.L.A Architects & Planners'ın kurucusu ve başkanı Charles Legler önderliğinde bir grup Fransız, Amerikalı, Belçikalı ve Türk Mimar tarafından Modern Akdeniz ve Türk mimarisinin bir birleşimi olarak tasarlanmıştır. Uluslararası alanda gayrimenkul geliştirme konusundaki tecrübesiyle Jean Pierre LeClef'in danışmanlığını yaptığı projenin 156 üniteden oluşan ilk etabında şu anda yaşam devam etmektedir.

Projenin birinci fazı 188 metrekareden 274 metrekareye değişen büyüklüklerde 117 sıra ev ve 79 metrekareden 158 metrekareye değişen 39 apartman ünitesi olmak

üzere toplamda 156 üniteden oluşmaktadır. Ayrıca yaklaşık 9000 metrekarelik bir yapay göl ve 8500 metrekare rekreasyon alanına sahip, açık-kapalı yüzme havuzu, tenis kortu, squash salonu ve restoranlardan oluşan sosyal kulübü içermektedir.

Satışı devam eden ikinci fazda 79 m²'den 270 m²'ye kadar farklı seçeneklerde toplam 48 daire ve villalardan oluşan projede, yeşil alanların maksimize edilmesi için otoparklar yer altına alınmıştır. Kapalı garajlarda her ev için iki araçlık otopark yer almaktadır. Doğa ile iç içe, göleti, köprüleri ve çevre düzenlemesi ile İstanbul İstanbul oldukça farklı bir dünya yaratmayı başarmıştır (Şekil 5.8).

Proje satışlarda büyük bir başarı göstermiş ve birinci faz inşaat tamamlanmadan, bir buçuk yıl içinde tamamen satılmıştır. Ekonomik krize rağmen ikinci fazda birinci faz kadar popüler olmayı başarmıştır. Yüksek talep sebebiyle Yapı Kredi Koray GYO, arazi edinimine ve mevcut site ile ilişkisine göre 60 üniteye kadar bir üçüncü faz geliştirmeyi planlamaktadır.

Proje orta ve üst gelir grubunda yer alan genç profesyonel yöneticiler hedeflenerek geliştirilmiştir. İstanbul İstanbul projesi tasarımı, inşaat kalitesinde ve finansal yatırım açısından örnek olacak bir konut geliştirme projesi olarak gerçekleştirilmiştir.



Şekil 5.8 : İstanbul İstanbul'dan Görünüm

2002 yılında, altyapı özellikleri, teknik ve mimari kalitesi, konsepti ve servis entegrasyonu kriterleriyle Fransa’da düzenlenen uluslararası gayrimenkul fuarı ve yarışmasında “Konut Geliştirme” kategorisinde 100 proje arasından 15,000 gayrimenkul profesyonelinin oylarının büyük çoğunluğu ile "Dünya Birincisi" seçilen İstanbul İstanbul, ev sahipleri için bu anlamda çok büyük bir yatırım niteliği taşımaktadır. İstanbul İstanbul projesinin, Mipim Uluslararası Gayrimenkul Fuarı’nda Konut Geliştirme dalında 2002 yılı birincisi olması Yapı Kredi Koray GYO vizyonundaki en önemli kilometre taşlarından biridir. Projenin yapımı ve satışı tamamlanmış birinci fazını incelediğimiz bütçelenen ve gerçekleşen rakamların birbirleriyle uyumlu olduğu görülmektedir (Tablo 5.8 ve Tablo 5.9).

Tablo 5.8 : İstanbul İstanbul Projesi Bütçelenen

Bütçelenen	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Toplam
Satışlar	5.956.164	13.938.405	16.028.628	6.875.915	1.503.084	273.400	206.791	44.782.387
Yatırım Maliyetleri	8.620.000	7.702.676	13.134.907	8.580.000	1.953.000			39.990.583
Arazinin Edinimi	7.900.000							7.900.000
Tasarım Hizmetleri ve Yasal İzinler	200.000	1.000.000	525.000	230.000	45.000			2.000.000
Toplam İnşaat Maliyetleri		6.000.000	12.000.000	8.000.000	1.658.000			27.658.000
Gecikmiş Teslim ve Yönetim				350.000	250.000			600.000
Pazarlama ve Satış	520.000	702.676	609.907					1.832.583
Satışlar-Maliyetler	-2.663.836	6.235.729	2.893.721	-1.704.085	-449.916	273.400	206.791	4.791.804

Tablo 5.9 : İstanbul İstanbul Projesi Gerçekleşen

Gerçekleşen	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Toplam
Satışlar	6.463.000	13.659.000	17.648.000	7.371.000	1.216.314	276.000	57.000	46.690.314
Yatırım Maliyetleri	8.724.575	6.374.174	13.019.129	11.020.169	1.392.942	0	0	40.530.989
Arazinin Edinimi	7.900.000							7.900.000
Planlama ve Tasarım İzinleri		52.820	47.158	22.104	-764			121.318
Tasarım Hizmetleri ve Yasal İzinler	180.000	792.521	443.802	177.345	17.892			1.611.560
İnşaat İzinleri	125.000			6.983				131.983
İnşaat Maliyetleri		4.453.394	11.665.095	10.265.100	1.135.826			27.519.415
Gecikmiş Teslimler ve Yönetim Hizmetleri				377.358	239.988			617.346
Proje Yönetimi Ofis Harcamaları	11.575	209.439	181.074	171.279				573.367
Pazarlama ve Satış Giderleri	508.000	866.000	682.000					2.056.000
Satışlar-Maliyetler (Vergi Öncesi Kâr)	-2.261.575	7.284.826	4.628.871	-3.649.169	-176.628	276.000	57.000	6.159.325

İstanbul İstanbul projesi birinci fazında, toplam satılabilir alan 32,649 metrekare ve inşaat alanı 52,382 metrekaredir. Yatırım maliyeti 40,530,989 milyon dolar olarak

gerçekleşmiştir. Satılabilir metrekare başına yatırım maliyeti 1229 dolar olarak gerçekleşirken, yatırım maliyetinin inşaat metrekare başına 774 dolar olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Gerçekleşen bu rakamlar doğrultusunda birinci fazın net güncel değeri; % 12 iskonto oranı için 4,829,172 dolar, % 15 iskonto oranı için 4,551,857 dolar ve % 20 iskonto oranı için 4,130,539 dolar olmaktadır. İç verim oranı ise, projenin başlangıcındaki hızlı satış gelirleri nedeniyle %266 olarak gerçekleşmiştir. Doların yıllık değer kaybı %4 olarak gözönünde bulundurulduğunda projenin kârlılık indeksi 1,15 olarak ortaya çıkmaktadır. Kârın satış gelirlerine oranı 0,13 iken, yatırım maliyetlerine oranı 0,15'tir.

Tablo 5.10 : İstanbul İstanbul Projesi Özkaynak Getirisi (Proje Yönetim, 2002)

Gerçekleşen	Özkaynak	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	Toplam
Satışlar		6.463.000	13.659.000	17.648.000	7.371.000	1.216.314	276.000	57.000	46.690.314
Yatırım Maliyetleri									
Arazi	7900000	0	0						0
Tasarım Hizmetleri	90000	90000	792521	443802	177345	17892			1.521.560
Yasal İzinler	125000	125000	52820	47158	29087	-764			253.301
İnşaat Maliyetleri		0	4453394	11665095	10265100	1135826			27.519.415
Teslim ve Yönetim		0	0	0	377358	239988			617.346
Proje Yönetimi Ofis Masrafları		11575	209439	181074	171279				573.367
Pazarlama ve Satış Giderleri	254000	508000	866000	682000	0				2.056.000
Toplam	8369000	734575	6374174	13019129	11020169	1392942	0	0	32.540.989
Satışlar-Yatırım Maliyetleri	-8369000	5.728.425	7.284.826	4.628.871	-3.649.169	-176.628	276.000	57.000	

	Özkaynak Getirisi	Net Güncel Değer
Net Güncel Değer %12	3.594.101	11.963.101
Net Güncel Değer %15	3.130.683	11.499.683
Net Güncel Değer %20	2.419.873	10.788.873
Net Güncel Değer %30	1.195.952	9.564.952
Net Güncel Değer %42	4.974	8.373.974

Projenin başlangıcında özkaynak kullanımı söz konusu olmuştur. Büyük çoğunluğu arazinin edinimi için kullanılan özkaynak kullanımının getirisi ise oldukça verimli gerçekleşmiştir. Toplam kullanılan özkaynak 8,369,000 dolar olmuştur. Tablo 5.10'a göre özkaynak getirisi; % 12 iskontolu 11,963,101 dolar net güncel değerde 3,594,101 dolar, % 15 iskontolu 11,499,683 dolar net güncel değerde 3,130,683

dolar, % 20 iskontolu 10,788,873 dolar net güncel değerde 2,419,873 dolar, % 30 iskontolu 9,564,952 dolar net güncel değerde 1,195,952 dolar ve % 42 iskontolu 8,373,974 dolar net güncel değerde 4974 dolar olarak geręekleşmiştir.

5.2.2 Yapı Kredi Koray GYO - Kurumsal Analiz

Yapı Kredi Koray GYO, Türkiye’de bir gayrimenkul yatırım ortaklığı tarafından geliştirilen ve pazarlanan ilk projenin aktörüdür. Kurum geliştirdiğı projelerde, geliştirme süreçlerini profesyonel bir yaklaşımla ele alma, etkin finansman politikaları belirleme, kurumsal bir şirket olmanın getirdiğı para yönetimi anlayışı dahilinde yönetim, şehre katkısı olan, finansal açıdan maksimum kâr getiren noktayı amaçlamaktadır. Yapı Kredi Koray’ın ana stratejisi piyasa beklentilerinin doğru analiz edilmesi, dünya standartlarında ve özgün projelerin hayata geçirilmesi üzerine kurulmuştur. Gayrimenkul piyasaları ile her zaman yakın teması koruyan Yapı Kredi Koray, müşteri gereksinimlerindeki eğilimi izlemekte, mevcut ve potansiyel müşterileri ile kesintisiz diyalogunu koruyarak, onların beklentilerine uygun ve fonksiyonel projeler geliştirme hedefindedir. Yapı Kredi Koray, konusunda uzman ve deneyimli yönetim kadrosu ile büyük ölçekli ve özgün gayrimenkul projelerini hayata geçirebilme kapasitesine sahiptir. Pazar araştırmasına dayalı proje geliştirme yaklaşımı ve dünyadaki eğilimleri izleme yeteneğı, Yapı Kredi Koray’ı benzer kuruluşlardan ayıran önemli özelliklerdir.

İstanbul İstanbul projesi, yerli ve yabancı uzman oyuncuların rol aldığı profesyonel bir ekip tarafından, Yapı Kredi Koray GYO’nın yönetiminde geręekleştirilmiştir. Proje, konut piyasasında lider proje olmuş ve piyasa oyuncuları için iyi bir örnek oluşturmuştur.

Yapı Kredi Koray, İstanbul İstanbul projesi için satışlarda, ülkenin makro ekonomik koşullarının el verdiği ölçüde hedef kitlesini bankalar aracılığı ile finanse etmeyi başarmıştır. Satışlarını %30 peşinat, %70 yedi yıla kadar kredilendirme ile geręekleştirmektedir.

Yapı Kredi Koray GYO'nun, geliştirme süreci boyunca en önem verdiği konu iç verim oranı yönetimidir. Nakit yönetiminin maksimum verimde gerçekleştirilmesi ve İstanbul İstanbul projesindeki gibi ön finansmanın sağlanması oldukça önemlidir (Kodal, 2003).

Yapı Kredi Koray GYO halka açıldığında 30 milyon dolar gelir elde etmiştir. Bunun 8 milyon doları arsa alımına harcanmış, sonrasında broşürden ev satarak yedisi kasaya girmek üzere 11 milyon dolar gelir sağlanmıştır. Projenin iç verim oranı toplamda %100'ün üstünde bulunmaktadır (Üçok, 2003).

Yapı Kredi Koray GYO, İstanbul İstanbul'da olduğu gibi projelerini özkaynakla gerçekleştirmeyi tercih etmektedir. Üçok (2003)'a göre kira gelirleri kredi taksitlerini ödeyecek durumda olduğunda kredi kullanımı söz konusu olabilecektir.

Yapı Kredi Koray GYO yöneticisi Güven (2003)'e göre, şirketin sektördeki en büyük artısı geliştirilmiş bir projeye imza atmış olması ve projeden edindiği tecrübelerdir. Yapı Kredi Koray, Türkiye'de GYO'lar tarafından geliştirilmiş ilk projenin geliştiricisidir. Yalnızca satılabilirlik kriterine göre gerçekleştirilmemiş olan projenin geliştirme sürecinden inşaatına, satış ve pazarlamasına kadar her aşaması şirket için yeni birşeyler öğrenmek anlamına gelmektedir. Kurumsal bir geliştirme sektörü için de deneyimli ve eğitimli şirketler gerekmektedir (Güven, 2003).

5.3 Projelerin Geliştirme Süreci ve Kurumsal Açından Karşılaştırılması-Değerlendirme

Galatasaray Spor Kulübü'nün (SK) geliştirmek istediği stadyum projesi ve Yapı Kredi Koray'ın gerçekleştirdiği İstanbul İstanbul projesi geliştirme süreci ve kurumsal açıdan kıyaslandığında göze batan ilk gerçek kurumsal yapı olmaktadır. Galatasaray SK dernek statüsünde, konusunda uzman özerk ve yetkilendirilmiş bir yapıya gitmeden projesini gerçekleştirmek isterken, Yapı Kredi Koray GYO profesyonel ve kurumsal bir şirkettir. Galatasaray SK, stadyum projesine başladığı 1996 yılında, Yapı Kredi Koray GYO henüz kurulmuş bir şirket bile değildir.

Galatasaray SK, bugün itibari ile yedi yıllık bir proje geliştirme sürecine rağmen hala projesini hayata geçirememişken, 1996 Aralık'ta kurulan Yapı Kredi Koray GYO, 1998'de halka açılmış, geliştirme sürecini iki yılda tamamladığı İstanbul İstanbul projesini 1999'da hayata geçirmiş ve projesiyle 2002 yılı uluslararası Mipim yarışmasında, dünyanın en iyi konut geliştirme projesi seçilmiştir.

Esas faaliyeti spor olan Galatasaray SK'nün, profesyonelce oluşturulmuş kurumsal bir yapıyı oluşturmadan projeyi gerçekleştirmeyi hedeflemesi bu farkı ortaya çıkaran en büyük etkidir. Yapı Kredi Bankası ve Koray Yapı Endüstrisi gibi iki güçlü kurum biraraya gelerek Yapı Kredi Koray GYO gibi bir kurumsal yapılanmaya gitmeyi öngörürken, Galatasaray SK hem geliştirmek istediği stadyum projesi hem diğer gayrimenkul varlıkları için böyle bir yapılanmaya gitmeyi öngörmemiştir. Ancak 2002 yılında düzenlenen Arama Konferansı'nda, kurumun etkin yönetimi için bu yapıların hayati önemi vurgulanmış ve alanında uzman kurumsal yapıların önemi kavranmaya başlanmıştır.

- Bu paralelde projeler kurumsal olarak karşılaştırıldığında;

Galatasaray SK'nün Galatasaray GYO gibi bir kurumsal yapıyı oluşturmada geç kalmış olması ve yeterince tecrübesi olmadığı halde gayrimenkul geliştirici gibi davranmaya kalkışması stadyum geliştirme projesi döneminde, projenin sahipsiz kalması durumunu ortaya çıkarmıştır. Galatasaray SK, iç bünyesinde ki kurumsal olmayan yapılanmalarla bu sorunu aşmaya çalışmış, bazı gelişmeler kaydedebilmiş ancak sonuçta başarılı olamamıştır. Bunun nedeni gayrimenkul geliştirme sürecini koordine eden kurumsal ve tecrübeli bir gayrimenkul geliştiricinin eksikliğidir. Proje ve geliştirme sürecinde anlatılan gelişmeleri kaydeden Proje Koordinatörlüğü ve gecikmeli oluşturulmuş Stad A. Ş. stadyum projesi için teknik ve yasal prosedürde ilerlemeler kaydetmişlerdir. Ancak projenin gerçekleştirilememesinin asıl nedeni olan finansman sorununa çözüm bulamamışlardır. Galatasaray SK, Galatasaray GYO veya Stad GYO gibi kurumsal bir yapılanmaya gitmemekle, halka açılmakla sağlayacağı finansman kaynağından ve konusunda uzman bir kurumun sağlayabileceği kredi imkanlarından mahrum kalmış, proje geliştirme sürecinin

profesyonel ellerde ilerlemesi fırsatını kaçırmıştır. Yapı Kredi Koray GYO örneğinde olduğu gibi sektörde uzman bir şirketle ortaklığa gidebilir veya proje geliştirme süreci için sektörde tecrübeli kurumsal bir yapı ile anlaşma yapabilirdi. Yapı Kredi Koray'ın, geliştirdikleri ilk proje olmasına rağmen, İstanbul İstanbul projesinin geliştirme süreci ve uygulamasındaki başarısı bu gibi yapılanmaların ne kadar önemli olduğunu göstermektedir. İstanbul İstanbul projesi, Türkiye'de gayrimenkul sektörü ile finansal sektör arasında bağlantı kurma amacındaki GYO yapılanması ile geliştirilen, uygulanan ve pazarlanan ilk projedir. Buna rağmen profesyonel bir kurumsal sahibi olan proje 2002 yılında Fransa'da her yıl düzenlenen uluslararası gayrimenkul yarışmasında, konut geliştirme dalında birinci olmuştur. Galatasaray SK stadyum projesini düşünmeye başladığında henüz ortada olmayan bir şirketin, stadyum projesi gerçekleştirilmeden proje geliştirip dünya birincisi olması kurumsallık kavramının gayrimenkul geliştirme sektörü için ne kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

- Projeler geliştirme süreci açısından karşılaştırıldığında;

Galatasaray SK'nın 1990'lı yıllarda tüm dünyada izleyici sahibi spor dallarının hemen hemen hepsinde görülen bir trendi iyi analiz ettiği ancak geliştirme sürecini, kurumsal olarak sahipsiz bırakması ve özerk bir yönetime gitmemesiyle sekteye uğrattığı görülmektedir. Geliştirilen projenin maliyet analizinin yeterince iyi yapılmadığı, daha sonra yöneticilerin görüşleri ile de ortaya konulmaktadır. Proje, geliştirme süreci modellerinde bahsedilen proje yapım kararının alındığı fizibilite aşamasında yeterince iyi analiz edilmemiştir. Bugün itibari ile ilk projeden farklı bazı planların oluşu bunun önemli göstergelerinden birisidir. Projenin zaman kaybı, fizibilitesi olumlu planların da zaman aşımına uğramasına sebep olmakta, proje geliştirildiğinde yapılabilir olanlar, bugün fizibil görünmemektedir. Proje geliştirme sürecinde bütçelenen rakamların, projenin gerçekleşmemesi ile geçerliliğini yitirdiği açıktır. Yapı Kredi Koray GYO ise iyi bir geliştirme fikri bulma konusunda Galatasaray SK ile paralel iken bütçeledikleri ve geliştirdikleri ile Galatasaray'dan öndedir. Kurulduktan sonra Türkiye'de potansiyel bir hedef kitleye proje geliştirmeyi planlamış, satışlarda büyük bir başarı ile bu planını hayata

geçirmiş, bütçelenen rakamların bile üzerine çıkmıştır. Projelerin geliştirme süreçlerinde, para yönetimi aşamasının önemli kriterleri olarak, proje beklentilerini ve gerçekleşen rakamları ortaya koydukları finansal tablolar ve nakit tabloları incelendiğinde projeler arasındaki belirgin bir fark daha ortaya çıkmaktadır.

Geliştirme süreci modelleri açısından incelendiğinde Galatasaray SK'nün planlama ve girişim aşamasında gösterdiği beceriyi fizibilite, yapım ve uygulama aşamasında gösteremediği görülmektedir. Yapı Kredi Koray GYO ise geliştirme süreci boyunca tüm aşamalara hakim ve başarılı bir uygulama içerisinde yer almıştır. Planlama ve girişim aşamasında ortaya çıkan proje fikrini fizibilite aşamasında yapmaya karar vermiş ve uygulama aşamasında yapımını gerçekleştirmiştir.

Galatasaray SK'nün proje için düzenlediği ve toplam yatırım maliyetlerinin bulunmadığı kar-zarar tablosuna göre projenin karlılığı oldukça iyi görünmektedir. Projeye ilgili net güncel değer ve iç verim oranı toplam inşaat maliyetleri tahmini bilinmediği için yapılmamıştır. Galatasaray SK, yaptığı bu kar-zarar tablosu ile fizibilitesini olumlu bulduğu, gerçekleştirilemeyen bir projeye imza atarken, Yapı Kredi Koray GYO, İstanbul İstanbul projesi ile ilgili beklentilerini karşılamıştır. Projenin 1. Fazının satışları 21 ayda, 2000 yılı Ağustos ayı itibariyle tamamlanırken, 156 ünitenin %35'i 54 ünite inşaat öncesi satılmıştır. Satış geliri 46,690,314 USD olarak gerçekleşmiştir.

Galatasaray SK'nün projesini gerçekleştiremeyişi ve etkin para yönetimi sağlanamaması sonucu kaynak kaybı söz konusu olmuştur. Gereken finansmanı iç bünyesindeki finansman kaynaklarını kullanarak gerçekleştiremeyen Galatasaray SK, üzerine iyi planlanmış maliyet ve para yönetimi eksikliği sonucu ciddi zaman ve kaynak kaybı ile günümüze kadar gelmiştir.

Yapı Kredi Koray Genel Müdürü Kodal (2003)'a göre Galatasaray SK projesini iki ayrı bölüm halinde gerçekleştirebilirdi. Ticari birim ve stadyum birimi olarak ikiye ayrılacak projede ticari konseptten yola çıkılabilirdi. Projenin başarısız olmasında bir kulüp yönetiminde etkili olan yetki konusu ve projeyi kimin yönettiği sorunu ile

ülkenin ekonomik konjonktürü etkili olmuştur. Ancak proje genel itibari ile girilebilir bir projedir. Ayrıca proje fazlamaya müsait olmayan bir tasarıma sahiptir, dolayısıyla proje yapımında stadyumun kullanımı olanaksız hale gelmektedir. Proje için iki ayrı fizibilite raporu hazırlanabilir ve gelirlerin ayrılması sağlanabilirdi. Yine aynı şekilde ticari birimin finansmanını ayrı, stadyumun finansmanını önden satış gibi ayrı şekilde gerçekleştirmek düşünülebilirdi. İkili bir kombinasyon tutturmaya çalışılıp iki ayaklı bir proje diye yola çıkılabilirdi. Galatasaray SK bu projeyi ayrı bir kurumsal yapıda gerçekleştirebilirdi. Bununla beraber asıl önemli olan yetki problemidir. Yapı Kredi Koray yöneticisi Üçok (2003)'a göre de Galatasaray SK'da projenin sahibi, özerk bir yapı olmalıdır. Her yönetim değişikliği projede değişikliklere sebep olmaktadır. Finansman çalışmaları kurumsal bir yapı altında gerçekleştirilmeli, fizibilite raporları bu çatı altında hazırlanmalıdır. Bu konularda yapılan hatalar ve kulübün dernek mantığı ile yönetiliyor olması projenin başarısız olmasının nedenleridir.

6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Gayrimenkul geliştirme sektörü, disiplinler arası bir sektör olmanın getirdiği yükümlülükler ve özellikle sosyal boyutu ile, bütün dünya ülkelerinde çok önemli bir konumda bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde görülebilen, geliştirme sektörünün kurumsal olarak işlediği ve disiplinli bir gayrimenkul piyasasına sahip şehirlerin kent planlama, ekonomik gelişim ve verimli kaynak kullanımı konusunda ön planda oldukları gerçeği, sektörün mekansal ve sosyal önemini ortaya koymaktadır. Geliştirme sektörünün, yer aldığı ülkede artı değer yaratabilmesi, kent planlamayı desteklemesi, ekonomik kalkınmaya lokomotif olabilmesi için geliştirme sürecindeki parasal akışın çok iyi koordine edilmesi gerekmektedir. Bu akışın böylesine verimli koordine edilmesinin en önemli aracı da kurumsal bir gayrimenkul piyasası sisteminin kurulmasıdır. Kurumsal bir gayrimenkul geliştirme sektöründe parasal akış, açıklanan kriterler dahilinde kaynağın bulunması, iyi kaynak yönetimi ve kâr olarak özetlenebilir. Çalışma sonucunda, parasal akışın aşamaları ve işleyişleri ile ilgili değerlendirmelerde bulunmak mümkündür.

- Finansman için,

Gayrimenkul ve gayrimenkul geliştirme finansmanı için sosyal ve ekonomik bazı konular çok önem kazanmaktadır. Toplumda, dar gelirli aileler başta olmak üzere, herkesin kurumsal yöntemlerle, uzun vadeli konut finansmanının sağlayabilmeleri, sektörün sosyal boyuttaki önemini ortaya koymaktadır. Şirketlerin bilançolarında ölü yatırım olarak duran gayrimenkullere hareket yeteneği kazandırmaları da ekonomik olarak gayrimenkul finansmanı açısından çok önemlidir (Nurolbank, 2002). Bu iki önemli konuda da başarılı olunması makro ekonomik dengelerin sağlıklı olmasına ve düzenli bir finansman programının uygulanmasına bağlı olmaktadır

Düzenli bir finansman programının uygulanması ve gayrimenkul piyasası için gerekli kaynakların temini, kurumsal olarak işleyen ve sürdürülebilir bir gayrimenkul geliştirme sektörü oluşturulduğunda söz konusu olabilir. Gerekli kaynakları temin edebilmiş bir gayrimenkul geliştirme şirketinin üreteceği projelerden yararlanabilmek için, gerekli kredileri kullanma gücüne sahip alıcıların talepte bulunması sektörün finansmanı için olmazsa olmaz kuraldır. Kurumsal olmayan finansman kaynaklarının kullanımı ve profesyonel ellerden çıkmayan projeler dönüşü olmayan kaynak kaybına ve ideal olmayan şehirleşmeye sebep olabilmektedir. Dolayısıyla gayrimenkul satın almak isteyen kişi ve kuruluşlar ile, geliştirmek isteyen kişi ve kuruluşları finansal ve sürdürülebilir bir döngü içinde fonlayabilen bir gayrimenkul piyasasının, kurumsal sistem içerisinde oluşturulması sosyal ve ekonomik olarak hayati önem taşımaktadır. Böyle kurumsal bir gayrimenkul piyasası, sosyal katkılarının yanı sıra, sermaye piyasaları ile entegrasyonu sonucu, bugün atıl olarak duran varlıkların finansal değer olarak hareketli olmasını sağlayabileceğinden ekonomiye artı bir değer katacaktır.

- Para yönetimi ve karlılık için;

Günümüz dünyasında, bütün sektörlerde olduğu gibi, gayrimenkul geliştirme sektöründe de sistemli bir piyasadan elde edilmiş kaynakların verimli kullanımı ve bu kullanım sonucu istenilen kârlılığın elde edilerek üretkenliğe devam edebilme kabiliyetinin sağlanması hayati öneme sahiptir. Böylesine öneme sahip bir gücün yönetimi, ancak ve ancak, belirli bir disiplin ve hiyerarşik sistem içerisinde yönetilen kurumsal bir gayrimenkul şirketi içerisinde gerçekleştirilebilir. Diğer bütün üretim sektörlerinde, şirketler tarafından uzun yıllardır kullanılan, şirket içi ve kurumsal para yönetimi kriterleri gayrimenkul geliştirme içinde vazgeçilmez unsurlardır. Çünkü, bu sistemli kriterlere bağlı yapılan yönetimler sonucu, şirket varlığını devam ettirmesini sağlayacak ölçüde kâr edebilecek ve yeni projeler üretebilecektir. Tersine bir durumda, kurumsal olarak yönetilmemiş kaynaklarla üretilmiş projeler ya kaynak israfına sebebiyet verecek, ya projeye ilgili istenilen hedefler tutturulamayacak ya da kâr edilemeyecektir. Kaynak israfı yaşamış, projesiyle ilgili hedeflerini gerçekleştirilememiş ve kâr edemeyen aktörlerin yer aldığı bir sektörün verimli bir

işleyiş gerçekleştiremeyeceği düşünüldüğünde, kurumsal gayrimenkul geliştirme şirketlerinin ve bu kurumsal yapılarda yer alan para yönetimi ve kârlılık analizi yaklaşımlarının önemi ortaya çıkmaktadır.

- Kurumsallaşma için;

Bütün dünyada, kurumsal bir gayrimenkul piyasasının etkinliğinden yani sektör dinamiklerinin profesyonel ve uzman ekiplerce işletildiği piyasalardan ülke ekonomilerinin büyük katkılar aldığı bilinmektedir. Dünyada gayrimenkul geliştirme sektörü için en aktif kurumsal yapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'dır. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO), gayrimenkule ve/veya gayrimenkule dayalı sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak amacıyla kurulmuş olan portföy yönetim şirketleridir. GYO'lar, geleceğin gayrimenkul sektörünü şekillendirecek profesyonel yatırım şirketleri olarak son yıllarda finansal piyasalarda görülen en önemli yeniliklerden birisidir. GYO bazında, kurumsal bir gayrimenkul piyasasının, işlediği ülke için yararları düşünüldüğünde ortaya çıkan sonuçlar çok olumlu olmaktadır.

Genel olarak GYO'lar, finansman kaynakları kısıtlı olan gayrimenkul sektörüne kurumsal sermayenin girmesini, büyük ölçekli, nitelikli geliştirme projelerinin hayata geçirilebilmesini sağlayan yatırım araçları, bir anlamda finansal enstrümanlardır. GYO'lar, gayrimenkul yatırımlarının en temel dezavantajı olan likidite problemini ortadan kaldırmakta ve aynı zamanda bireysel ve kurumsal yatırımcıların tasarruflarını ortak bir havuzda biraraya getirerek, yüksek gelir elde edilebilecek büyük gayrimenkul projelerinin gerçekleştirilmesini mümkün kılmaktadır. Dolayısıyla, büyük gayrimenkul projelerinin finansmanında karşılaşılan sıkıntılar ve küçük tasarruf sahiplerinin de yüksek gayrimenkul rantından yararlanacak olmaları, hükümetleri GYO'ları vergi teşvikleri ile desteklemeye yönlendirmiştir.

Gayrimenkul geliştirme sektörüne ve geliştirme sektörünün alt sektörü olan inşaat sektörüne ivme kazandıran GYO'lar, küçük tasarrufların havuzda toplanarak büyük projelerin finansmanında kullanılmasına imkan sağlaması ve ihraç edecekleri hisse

senedi, varlığa dayalı menkul kıymetler gibi menkul kıymetlerin sermaye piyasalarına sağlayacağı katkı ile ekonomiye katkıda bulunmuş olacaktır. GYO'lar, tek bir gayrimenkul yerine portföye yatırım imkanı vermesiyle, uzman bir ekip tarafından yönetilen vergi istisnasına sahip bir portföy iştiraki sağlaması ile ve istenildiğinde payı temsil eden hisse senetlerinin borsada satılarak nakde dönüştürme kolaylığına sahip olması ile yatırımcılara da katkıda bulunmaktadır. GYO kurmak isteyenler ise, aktiflerinde kayıtlı gayrimenkulleri bilanço dışı taşıyarak likit bir aktif yapısına kavuşmak, sat/yeniden kirala imkanı ve yatırımcılara getirdiği avantajlar nedeniyle GYO'ları cazip bulmaktadır.

Gayrimenkul geliştirme sektörünün Türkiye'de ki durumu değerlendirildiğinde, çalışma doğrultusunda, ülkenin mevcut durumu da göz önüne alınarak geliştirme sektöründe bahsedilen parasal akışa yönelik öneriler geliştirilebilir.

Türkiye, 1990'lı yıllarda GYO ile tanışana kadar, mekansal farklılık yaratmaya başlayan iş merkezleri, alışveriş merkezleri ve konut geliştirme projelerini hissetmeden önce, konut sorunu paralelinde gelişmiş bir gayrimenkul geliştirme sektörüne sahip durumdaydı. Her bölümde ayrı olarak verilen Türkiye değerlendirmelerinde belirtilen gelişmeler sonucunda, ülkemiz bugün itibari ile sektör için büyük bir potansiyele sahip, kurumsallaşma sürecinin başında bir gayrimenkul piyasasına sahiptir. 90'lı yıllarda ortaya çıkan GYO'lar ile birlikte kurumsallaşma süreci önemli bir adım atmıştır. GYO'ların ana amacı, ülkemizde finansman problemleri bulunan gayrimenkul geliştirme sektörü için kaynak yaratmak olmuştur. GYO'lar, halka açılarak toplanan fonların gayrimenkul sektörüne yönlendirilmesinin yanı sıra, kısıtlı birikimleriyle verimli bir gayrimenkul yatırımı yapamayan tasarruf sahiplerinin yaratılan değer artışından faydalanmalarını sağlamaktadır. Ayrıca, ülkemizde kurumsallıktan uzak sektör için, GYO'lar kurumsal ve profesyonel bir yatırımcı tabanı oluşturmaya ve bugüne kadar çeşitli imkansızlıklar yüzünden devam eden kat karşılığı yap,sat, kooperatif ve benzeri oluşumlar yerine şeffaf bir model ortaya koymaktadır. Ülkemizde büyük ölçüde kayıt dışı olan gayrimenkul geliştirme sektörü, halka açık ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) denetimine tabi olan GYO'lar ile kayıt ve denetim altına alınabilecektir.

GYO'lar gayrimenkul alım satımlarında ve ipotek kabullerinde SPK tarafından belirlenen ekspertiz şirketlerine değerlendirme yaptırmak zorunda olup rayiç bedeller üzerinden yapılan işlemlere şeffaflık getirmektedirler. Ayrıca finansal tablolar ile birlikte projelerin kârlılık ve maliyetleri hakkında yatırımcılarına bilgi akışı sağlamaktadırlar.

Gayrimenkul geliştirme sektörünün Türkiye'deki gelişim sürecinde GYO'ların ortaya çıkışı ile para yönetimi ve kârlılık analizi yaklaşımları da modernize olmaya başlamış, kurumsal bir yapı altında bilinçli ellerde yönetime başlanmıştır. Gayrimenkul geliştirme sektörü, yüksek kârın elde edilebildiği, buna karşın aynı oranda yüksek risklerin söz konusu olduğu bir alandır. Geliştirme ve yatırım projeleri, fizibilite ve tasarımın yapıldığı aşamadan uygulama aşamasına kadar birçok belirsizlik ve risklerle karşı karşıya kalmaktadır. Proje hedefleri ile uygulamada ortaya çıkanlar arasında büyük sapmalar olabilmektedir. Bu nedenle, özellikle büyük projelerde belirgin olarak göze çarpan maliyet/süre aşımının incelenmesi ve değerlendirilmesi gibi unsurlar büyük önem taşımaktadır. Bu unsurların sistemli bir para yönetimi anlayışı içerisinde değerlendirilmesi, ancak ve ancak GYO gibi kurumsal yapılar bünyesinde mümkün olmaktadır. Türkiye bu tarz kurumsal yapıların eksikliği nedeniyle, işgal edilmiş hazine arazilerine, yarım kalan projelere, israf edilmiş veya kötü kullanılmış kaynaklara tanıklık etmiştir. GYO'lar sonrası ise Yapı Kredi Koray GYO'nun 2002 MIPIM'de konut geliştirme alanında dünya birincisi olmuş İstanbul İstanbul gibi dünya standartlarında projeler ile tanışmıştır.

Dernek statüsünde bir spor kulübü tarafından gerçekleştirilmeye çalışılan ve kurumsal bir sahibi olmadığı için başarısız olmuş olan Galatasaray SK stadyum projesi ile tamamen kurumsal ve uzman bir ekibin ürünü olan, Türkiye'de bir GYO'nun ilk somut projesi olma özelliğini taşıyan, İstanbul İstanbul projesinin dünya birinciliğine ulaşmış olması, gayrimenkul geliştirme sektörü için kurumsal sistemin ne kadar önemli olduğunu net bir şekilde ortaya koymaktadır.

Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, bugün için ülkemizde sadece üst gelir grubuna yönelik projeler üretebilmektedir. Bunun ülke ekonomisi ile ve genel gelir düzeyi ile yakın ilişkisi bulunmaktadır. Ancak istikrarlı bir ekonomiye sahip olduğunda, açılması muhtemel uzun vadeli ipotek kredilerinin getireceği fırsatlar ile orta ve orta altı gelir gruplarına yönelik projelerin üretilmesi de gündeme gelecektir.

Gayrimenkul geliştirme sektörünün işler bir piyasaya sahip olmasının altında yatan gerçek, kaynak bulunması, kaynağın yönetimi ve kâr elde etme sürecinin modern ve kurumsal olarak ele alınmasının gerekliliğidir. Bu sürecin, başarılı bir kurumsal sistem içerisinde gerçekleştirilmesi, aynı sisteme sürdürülebilirlik ve büyüme olarak geri dönüşü sağlayacaktır. Günümüzde, kısıtlı kaynakların, maksimum verim elde edilecek şekilde yönetilmesinin hayatiyeti gayrimenkul geliştirme sektörü için de geçerlidir. Bunu gerçekleştirmenin yolu kurumsal aktörlerin rol aldığı bir sistem oluşturmaktır. Türkiye, 90'lı yıllarda tanıştığı kurumsal yapılar ile, sahip olduğu büyük potansiyeli değerlendirme noktasındadır. Başarılması muhtemel ekonomik politika ve hedeflerin gerçekleşmesi ile sektörün potansiyelinin harekete geçmesi kaçınılmaz olacaktır. Böyle bir ortamda kurumsal gayrimenkul geliştirme şirketlerinin gerçekleştireceği projeler, açıklanan modern finansman, para yönetimi ve kârlılık analizi yaklaşımlarına uygun olmalıdır. Bu durum sürdürülebilir ve işler bir gayrimenkul piyasası oluşturacak, sonucu ise hem ekonomik hem sosyal hem de fiziksel olarak olumlu olacaktır. Türkiye'de ekonominin lokomotifini olan gayrimenkul geliştirme sektörü verimli bir şekilde canlanacak, atıl hazine arazilerinin değerlendirilmesi ve dar gelirliye yönelik projeler söz konusu olacak ve kötü şehirleşmenin önüne geçilecektir. Bunların gerçekleşmesi için gerekli yasal düzenlemeler yapılmalı, mevcut engel ve sorunlar hızla çözümlenmelidir. GYO'lar gibi kurumsal yapıların sektöre öncülük edecek duruma getirilmesi ve teşvik edilmesi gerekmektedir.

Gelişmekte olan Türkiye'de gayrimenkul geliştirme sektörünün gelişimi için, kaynak sağlanması, sağlanan kaynağın yönetimi ve kar edinimi aşamalarından oluşan parasal akış süresince yapılması ve yerine getirilmesi gereken bazı unsurlar bulunmaktadır. Bu unsurlar, önemli ölçüde kaynak kıtlığı yaşayan Türkiye'de, büyüyen bütçe

açıklarının önlenmesi, gayrimenkul sektörü için çok önemli olan kayıt dışı ekonominin önüne geçilmesi, şirketlerin borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi, devletin tasarruf kurumlarının etkin yönetimi, finansal piyasalarda etkin bireysel ve kurumsal yatırımcıların sağlanması ve yurtdışı fonların ülkeye çekilmesi paralelinde gerçekleşmelidir.

Mevcut bu sonuçlar doğrultusunda Türkiye’de gayrimenkul geliştirme sektörünün gelişimi için yapılması gerekenler söz konusu parasal akış dahilinde özetlenebilir.

- Türkiye’de sektörün finansmanı için;

Makro ekonomik verilerin parlak olmadığı Türkiye’de, öncelikle reel sektörün büyümesi sağlanmalıdır. Reel sektörde büyümenin getireceği finansal güç ve tasarruf birikimi ile finansal piyasalarda yatırımcı sayısı artacaktır. Finansal kuruluşlar artan yatırımcı profiline yönelik çeşitli finansal enstrümanlar yaratacak ve finansal piyasalar işlerlik kazanacaktır. Genel ekonomik verilere paralel olarak, finansal piyasalarda yaşanacak sermaye birikimi ile üretim endüstrisi için yeni kredi ve finansman olanakları ortaya çıkacaktır. Uzun vadeli finansmanın çok önemli olduğu gayrimenkul geliştirme sektörü için uzun vadeye yayılan krediler söz konusu olacak, proje geliştiren kurumsal şirketlerin finansman maliyetleri düşecek, sektörün alıcıları ödeme güçleri ile doğru orantılı olarak uzun vadeli finanse edilebilecektir. Bu noktada ipotek sisteminin kurulması çok önemlidir. İpotek sistemi, birincil piyasalarda yaratılan kredilerin, ikincil piyasalarda satışına imkan verdiği için sektöre sürdürülebilir finansman ortamı yaratmaktadır. Türkiye, ipotek sisteminin kurulması ve etkin bir piyasaya kavuşması için yasal açıdan gerekli düzenlemeleri bir an önce yapmalı ve sistemi teşvik etmelidir. Türkiye bu sistem dahilinde, enflasyon ve döviz kuru hareketlerine karşı endeksleme gibi yöntemlerle finans sistemini koruyucu önlemler almalıdır. Bu doğrultuda gerekli yasal düzenlemeler yerine getirilmelidir. Getirilecek yasal düzenlemeler ile, verilen ipotek kredilerinin ikincil piyasalarda satışını organize edecek, devraldığı kredilere dayalı menkul kıymet ihraç edecek kurumsal bir yapılanmaya gidilmelidir.

Dar gelirli ailelerin nüfusun büyük bölümünü oluşturduğu Türkiye’de gayrimenkul finansmanının uzun vadeye yayılması, mevcut konut sorununun çözümü için de önemlidir. Bu durum, belirli bir hedef kitlede sıkışmış gayrimenkul geliştirme projelerinin de kapsamını genişletecektir. Böylelikle Yapı Kredi Koray GYO gibi kurumsal şirketler, geliştirdikleri projelerin hedef kitlesini üst gelir grubu dışına taşıyabileceklerdir. Türkiye’de birikimler ve kurumsal olmayan yollardan elde edilen kısa vadeli finansman ile çözümlenmeye çalışılan konut sorununun çözümü, mevcutta yüzde üç bile olmayan finansal piyasalar aracılığı ile finansman oranının artırılmasına bağlıdır. Bu doğrultuda, Türkiye’de gayrimenkul piyasaları ile finansal piyasalar birbirine entegre edilmelidir. Bunun başarılması ile, sermaye piyasalarının globalizasyonu nedeniyle yurtdışı fonların ülkeye çekilmesi daha kolay olacaktır. Galatasaray SK’nın proje geliştirme aşamasında, kurmuş olması muhtemel Stad GYO gibi bir yapılanmanın halka açılarak finansman sağlaması da etkin finansal piyasaların varlığı ile yakından ilişkilidir.

Gayrimenkul projelerinin geliştirilmesi, finansmanın sağlanması, satış ve kiralama ülke yönetiminin gayrimenkul sektörü ile ilgili net ulusal politikaları belirlemesini gerektirmektedir. Türkiye için böyle bir sistem dahilinde, yeni fon kaynakları ortaya konulmalı, genel ekonomideki önemi doğrultusunda mevcut kaynakların bir bölümü gayrimenkul sektörüne yönlendirilmeli ve gayrimenkul edinimi için özendirici kararlar alınmalıdır. Konutu olmayanlar için konut ediniminde vergi avantajı sağlanması özendirici kararlar için iyi bir örnektir.

Türkiye’de gayrimenkul finansmanı dolaysız yatırımlar yerine, toplumun büyük bölümünün yararlanabileceği finansal piyasalar ile bütünleşik bir gayrimenkul finansman sisteminin kurulması ile desteklenmelidir. Bu doğrultuda finansal kurumların aktif rol oynaması sağlanmalı ve teşvik edilmelidir. Kamu, doğrudan kredi vermek yerine verilen ipotek kredilerine garantör olmayı tercih edebilir. Bu sistemin kurulmasına verilecek destek dışında, gayrimenkul sektörüne standartlar getirilmesi, kurumsal gayrimenkul şirketleri için çok önemli olan değerlendirme sisteminin kurumsallaştırılması, sigorta ve denetim mekanizmalarının kurulması yapılması gerekenler arasındadır.

- Türkiye’de para yönetimi ve karlılık için;

Kısıtlı kaynağa sahip Türkiye’de gayrimenkul sektörüne akıtılan kaynakların verimli kullanımı zorunludur. Finansal piyasalar aracılığı ile sağlanan kaynakların, kredi verenler tarafından kontrol altında tutulması, bu piyasalar aracılığıyla finansmanın önemini ortaya koyan unsurlardan biridir. Türkiye’nin bu piyasalardan borçlandığında, kaynağı en iyi projede kullanacak ve devamlılığı için kar edebilecek kurumsal yapılara ihtiyacı vardır. 90’lı yıllarda ortaya çıkan GYO’lar bu yapıların oluşumu için öncü bir adımdır. Ancak herşeyleri kayıt altında, düzenledikleri finansal tablolar herkese açık olan bu şirketlerin, kayıt dışı ile rekabet dezavantajı ortadan kaldırılmalıdır. GYO’lar gibi kurumsal yapıların Türkiye’de ortaya çıkışı, eskiden beri sektöre aktarılan ve üretim endüstrisinin her alanında uzun zamandır kullanılan şirket içi finansal analiz ve yönetim kriterlerinden yoksun kaynakların artık profesyonel şirketlerde ve modern finansal yönetim anlayışı ile yönetimini getirmiştir. Kurumsal şirketler geliştirecekleri projelerde, sürecin her aşamasını analiz ettikleri ve karlılığı her aşamada göz önünde bulundurdıkları için kaynak kaybı olmayacak projeleri seçme çabasındadırlar. Şirketlerin finansal yönetimleri sonucu, finansal piyasalarda oluşan piyasa değerlerinin maksimize edilmesi çabası etkin para yönetiminin temelini oluşturmaktadır. Şirketler finansal piyasalarda, para yönetimi bölümünde açıklanan mevzuat vb. kısıtlar çerçevesinde maksimum piyasa değerine ulaşmak için, geliştirecekleri projeleri, kullanacakları kredileri, şirket içi finansal durumu, dünya piyasalarını ve sektörle ilgili herşeyi analiz ederler. Bu analiz sonucuna göre, kredi veya özkaynak kullanımına karar verir ve proje geliştirirler. Dolayısıyla bu tarz kurumsal yapıların geliştirdikleri projelerde artı değer yaratma olasılıkları, kurumsal olmayan projelere göre çok daha fazladır. Yarattıkları artı değer ve edindikleri kar, sektörde yeni projeler geliştirmelerine olanak verebilecek ya da tasarrufların finansal piyasalarda kullanımı sonucu, gayrimenkul veya diğer sektörler için yeni finansman imkanı yaratmış olabileceklerdir. Türkiye, bu sebeplerden dolayı, elde edilen kaynağın maksimum verimde kullanımı için, gayrimenkul sektöründe kurumsal yapılanmaların oluşmasına olanak sağlayacak ortamı sağlamalıdır.

Sonuç olarak, bütün bu sonuç ve yapılması gerekenler temelinde bir noktada buluşmaktadır. Türkiye, gayrimenkul sektörü sorunlarının çözümü için, sektördeki finansman, para yönetimi ve karlılık aşamalarını kurumsal bir sistem içine yerleştirmelidir.

KAYNAKLAR

- Alp, A. ve Yılmaz, M.U.**, 2000. Gayrimenkul Finansmanı ve Değerlemesi, İMKB Yayınları, İstanbul.
- Aragon, George A.**, 1999. The Executive's Guide to Financial Analysis, USA.
- Ardakoç, B.**, 2002. Röportaj, Ekonomist Dergisi, 5-11 Mayıs, İstanbul.
- Ata Invest INC.**, 1999. Galatasaray Sports and Entertainment Project in Turkey, İstanbul.
- Bölen, F.**, 2001. Urban Development Process Lecture Notes, İ.T.Ü. Mimarlık Fakültesi, İstanbul.
- Canaydın, Ö.**, 2002. Röportaj-Haber, Milliyet Gazetesi-11 Eylül, Sayfa 28, İstanbul.
- Canaydın, Ö.**, 2002. Röportaj-Haber, Sabah Gazetesi-14 Eylül, Sayfa 33, İstanbul.
- Canaydın, Ö.**, 2002. Röportaj-Haber, Sabah Gazetesi-15 Eylül, Sayfa 39, İstanbul.
- Cansun, M.**, 2002. Röportaj-Haber, Platin Dergisi, Mart 2002, Sayfa 18-19, İstanbul.
- Ceylan, A.**, 2000. İşletmelerde Finansal Yönetim, Ekin Yayınları, 6. Baskı, Bursa.
- Çabuk, A.**, 1993. Finansal Tablolar Analizi, Uludağ Üniversitesi Basımevi, Bursa.
- Çelen, D.M.**, 2002. İstanbul İstanbul Konut Geliştirme Projesi Performans Değerlendirmesi Çalışması, İstanbul.
- Eger, Albert F.**, 1990. Canadian Real Estate Finance: A Typical Transaction, McGill University, Montreal.
- Erdoğan, M.**, 1990. İşletme Sermayesi, D.Ü. MYO, Diyarbakır.
- Fabozzi, F.**, 1995. Investment Management, Prentice-Hall, New Jersey.
- Fellows, R., Langford, D., Newcombe, R. and Urry, S.**, 1986. Construction Management in Practice, Construction Press, London.
- Francis, Jack C.**, 1988. Management of Investments, Mc Graw-Hill Inc., New York.

- Fritson, Martin.**, 1991. Financial Statement Analysis, John Wiley Sons Inc., London.
- Galatasaray Spor Kulübü Proje Koordinatörlüğü**, 1998. Galatasaray Spor Kulübü Sportif İdari Sosyal Birimleri Geliştirme Tasarımları, İstanbul.
- Giritli, H.**, 1987. İnşaat Yönetiminde Ekonomik Değerlendirme Yöntemleri Uygulamaları, İ.T.Ü. Mimarlık Fakültesi, İstanbul.
- Giritli, H.**, 2000. Economic Evaluation Methods Lecture Document, I.T.U., İstanbul.
- Gülsün, R.**, 2002. Gayrimenkul Geliştirme Projeleri ve Türkiye Koşullarında Belirlenen Problemlere Yönelik bir Gayrimenkul Geliştirme Projesi, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- Gündüz, E.**, 2001. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları'nda Geliştirme Projeleri Yapılabilirlik Etüdüleri ve Ekspertiz Değerlemesi'nin Pay Başına Etkisi, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- Güven, E.**, 2003. Kişisel görüşme.
- GYODER**, 2001. Gayrimenkul Zirvesi II., Finans Dünyası, İstanbul.
- İAV**, 1999. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, İstanbul.
- İAV**, 2001. Mortgage İpoteğe Dayalı Uzun Vadeli Konut Kredisi, İstanbul.
- Karaca, K.**, 2002. Futbol Business, Haber, Dünya Gazetesi, 4-5 Mayıs, Sayfa 6, İstanbul.
- Kodal, H.**, 2003. Kişisel görüşme.
- Levy, H., Sarnat, M.**, 1986. Capital Investment and Financial Decisions. Third Edition. Prentice-Hall, London.
- Maisel, Sherman J.**, 1992. Real Estate Finance, Second Edition, USA.
- Miles, Mike E., Haney, R.L., and Berens, G.**, 1998. Real Estate Development: Principles and Process. Second Edition. Washington, D.C.: ULI, the Urban Land Institute.
- Miles, Mike E., Weiss, Marc A., and Berens, G.**, 2000. Real Estate Development: Principles and Process. Third Edition. Washington, D.C.: ULI, the Urban Land Institute.

- Nurolbank**, 2002. Dünya’da ve Türkiye’de Uzun Vadeli Konut Finansmanı: Uygulamalar ve Türkiye İçin Öneriler, İstanbul.
- Olçay, Ö.**, 2003. Ali Sami Yen Stadı Özel Dosyası, www.galatasaray.org.tr.
- Özkul, S.**, 2001. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ve Türkiye Değerlendirmesi, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.
- Pekünsüt, C.**, 2002. Kişisel görüşme.
- Peiser, Richard B., Schwanke, D.**, 1992. Professional Real Estate Development, Washington, D.C.: ULI, the Urban Land Institute.
- Peiser, Richard B., Frej, Anne B.**, 2003. Professional Real Estate Development, Second Edition. Washington, D.C.: ULI, the Urban Land Institute.
- Proje Yönetim A. Ş.**, 2002. İstanbul İstanbul Projesi I. Faz Ekonomik Değerlendirme Raporu, İstanbul.
- Rose, Peter S.**, 1997. Money and Capital Markets: Financial Institutions and Instruments In A Global Market Place. Sixth Edition. Singapore.
- Şardan, Y.**, 2002. Haber, Milliyet Gazetesi-13 Eylül, İstanbul.
- Tarhan, V.**, 2002. Nakit Akışını Etkileyen Durumlar ve Yatırım Bütçelemesi, Finans Dünyası Dergisi Ekim Sayısı, Sayfa 12-15, İstanbul.
- Tarhan, V.**, 2002. Yatırım Kararları: Nakit Akışları ve Sermaye Maliyeti, Finans Dünyası Dergisi Eylül Sayısı, Sayfa 14-17, İstanbul
- Teker, M.B.**, 1996. Sermaye Piyasası Araçları Yoluyla Gayrimenkul Finansmanı ve Yatırımı, SPK, Ankara.
- TSPAKB.**, 2002. Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kurumlar Birliği, www.tspakb.org
- Türko, M.**, 1994. Finansal Yönetim, Atatürk Üniversitesi, Erzurum.
- Türko, M.**, 1999. Finansal Yönetim, Alfa Yayınları, İstanbul.
- Üçok, K.**, 2003. Kişisel görüşme.
- Weston, Fred J., Brigham, E.**, 1993. Essentials of Managerial Finance, Eight Edition, Dryden Press, New York.
- Woelfel, C.**, 1994. Financial Statement Analysis, Irwin Inc., London.

www.galatasaray.org.tr, 2003. Galatasaray Spor Kulübü Resmi Sitesi.

Yirmibeşoğlu, F., 2001. Konut Sorunu ve Politikaları, İ.T.Ü, Mimarlık Fakültesi, İstanbul.

Zuckerman, Howard A., 1998. Real Estate Investment and Acquisition Workbook, Second Edition, USA.

ÖZGEÇMİŞ

Cengiz Foan, 1979 yılında İstanbul'da doğmuştur. Lise eğitimini 1996 yılında Avcılar Süleyman Nazif Lisesi'nde tamamladıktan sonra aynı yıl İstanbul Teknik Üniversitesi Şehir ve Bölge Planlama Bölümü'ne girmiştir. Bir yıl süreli İngilizce hazırlık programının ardından, lisans eğitimini dört yılda tamamlamıştır. 2001 yılında Şehir Plancısı ünvanı ile mezun olduktan sonra aynı yıl, İstanbul Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Gayrimenkul Geliştirme Programı'nda yüksek lisans eğitimine başlamıştır. Gayrimenkul geliştirme sektörü ile ilgili ulusal ve uluslararası birçok seminer ve konferansa katılmıştır. İş hayatına 2002 Kasım ayında Yapı Kredi Koray GYO'da başlamıştır. Tezin teslim tarihi itibarıyla aynı şirkette kariyerine devam etmektedir.