T.C.
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

GAYRİMENKUL GELİŞTİRME AÇISINDAN EĞİTİM YATIRIMLARININ ÇOKLU DURUM ANALİZİ İLE DEĞERLENDİRİLMESİ

BURCU ÜLKER

YÜKSEK LİSANS TEZİ
MİMARLIK ANABİLİM DALI
KONUT ÜRETİMİ VE YAPIM YÖNETİMİ PROGRAMI

DANIŞMAN
DOÇ. DR. ALMULA KÖKSAL

EŞ DANIŞMAN
ARŞ. GÖR. DR. SERHAT BAŞDOĞAN

İSTANBUL, 2017

T.C.

YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ

FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ

GAYRİMENKUL GELİŞTİRME AÇISINDAN EĞİTİM YATIRIMLARININ ÇOKLU DURUM ANALİZİ İLE DEĞERLENDİRİLMESİ

Burcu ÜLKER tarafından hazırlanan tez çalışması 20.06.2017 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü Mimarlık Anabilim Dalı'nda **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Tez Danışmanı

Doç. Dr. Almula KÖKSAL

Yıldız Teknik Üniversitesi

Eş Danışman

Arş. Gör. Dr. Serhat BAŞDOĞAN

Yıldız Teknik Üniversitesi

Jüri Üyeleri

Doç. Dr. Almula KÖKSAL

Yıldız Teknik Üniversitesi _____

Doç. Dr. Elçin Filiz TAŞ

İstanbul Teknik Üniversitesi _____

Yrd. Doç. Dr. Füsun ÇİZMECİ

Yıldız Teknik Üniversitesi _____

ÖNSÖZ

Gayrimenkul geliştirme açısından Türkiye'de eğitim yatırımlarının önümüzdeki yıllarda daha fazla önem kazanacağı öngörülmüştür. Bu çalışma, Türkiye'de bir gayrimenkul geliştirme projesi özelinde eğitim yatırımlarının daha net ve nesnel kararlar üzerine yapılabilmesi için altlık olarak hazırlanmıştır. Ayrıca, bu konu hakkında gelecekte geliştirilebilecek yatırım değerleme modelleri için kaynak oluşturması, çalışmanın bir diğer hedefidir.

Tez kapsamında yürüttüğüm alan çalışmam sürecince, değerli zamanlarını ayırarak bana yardımcı olan ve görüşleri ile çalışmama katkıda bulunan 8 eğitim kurumuna ve 4 gayrimenkul geliştirme firmasına teşekkür ediyorum.

Yüksek lisans tezinin hazırlanma sürecinde beni yapıcı eleştirileriyle yönlendiren, bilgi, tecrübe ve yardımlarını esirgemeyen tez danışmanım ve değerli hocam Doç. Dr. Almula KÖKSAL'A,

Sürecin başından sonuna kadar her aşamasında eleştirileri ile tez çalışmama büyük katkıda bulunan eş danışmanım ve değerli hocam Arş. Gör. Dr. Serhat BAŞDOĞAN'A,

Bugüne kadar çalışmalarımda bana her zaman destek olan, maddi ve manevi desteklerini hiç esirgemeyen her an yanımda hissettiğim başta canım anneme, babama, ağabeylerime, Özge'ye ve sevgili aileme,

Yüksek lisans tezi sürecinde verdikleri moral ve destekleri için sevgili kuzenim Hale'ye ve çok değerli dostlarıma,

Çalıştığım süreçte, araştırmama zaman ayırarak bana her türlü yardımını sağlamaktan kaçınmayan, bilgi ve deneyimleriyle mesleki anlamda kendimi geliştirmemi sağlayan başta Coşkun GÜZEL olmak üzere tüm Pro^GE ailesine,

Sonsuz teşekkürlerimi sunuyorum.

Haziran, 2017

Burcu ÜLKER

İÇİNDEKİLER

Sayfa

SİMGE LİSTESİ vii

KISALTMA LİSTESİ viii

ŞEKİL LİSTESİ ix

ÇİZELGE LİSTESİ x

ÖZET xi

ABSTRACT xiii

BÖLÜM 1

GİRİŞ 1

1.1 Literatür Özeti 3
1.2 Tezin Amacı 4
1.3 Hipotez 4

BÖLÜM 2

GAYRİMENKUL GELİŞTİRME SEKTÖRÜ 6

2.1 Gayrimenkul Geliştirme Kavramı 6
2.2 Gayrimenkul Geliştirme Türleri 10
2.3 Gayrimenkul Geliştirme Süreci 13

BÖLÜM 3

GAYRİMENKUL GELİŞTİRME VE YATIRIM İLİŞKİSİ 22

3.1 Gayrimenkul Piyasaları 22
3.2 Yatırım Aracı Olarak Gayrimenkul 26
3.3 Gayrimenkul Yatırımlarının Değerlendirilmesi 29
3.3.1 Pazar Analizi 33
3.3.1.1 Pazar Analizi Kapsamının ve Veri İhtiyaçlarının Belirlenmesi 36
3.3.1.2 Talep ve Tüketici Analizi 38

3.3.1.3 Arz ve Rekabet Analizi 40
3.3.1.4 Pazarlanabilirlik Analizi 42
3.3.2 Teknik Analiz 43
3.3.2.1 Gayrimenkulün ve Yakın Çevresinin Tanımlanması 45
3.3.2.2 Gayrimenkulün Tasarım ve Yapım Ölçütlerinin Belirlenmesi (Teknik Spesifikasyonlar) 48
3.3.3 Yasal Yönetsel Analiz 48
3.3.4 Finansal Analiz 51
3.3.4.1 Maliyet Analizi 52
3.3.4.2 Finansman Maliyetlerinin Tahmini 52
3.3.4.3 Proforma Gelir ve Nakit Akımlarının Belirlenmesi 55
3.3.5 Yatırımın Değerlendirilmesi 56
3.3.5.1 Ticari Kârlılık Analizi 57
3.3.5.2 Risk Analizi 63

BÖLÜM 4

EĞİTİM SEKTÖRÜ YATIRIMLARI 65

4.1 Türkiye'de Eğitim Yatırımları 66
4.2 Gayrimenkul Geliştirme Projesi Olarak Eğitim Yatırımları 71
4.2.1 Pazar Analizi 73
4.2.2 Teknik Analiz 74
4.2.3 Yasal-Yönetsel Analiz 74
4.2.4 Finansal Analiz 75

BÖLÜM 5

METODOLOJİ 78

5.1 Çoklu Durum Araştırması 78
5.2 Alan Çalışması 81
5.2.1 Alan Çalışmasının Örneklemi 82
5.2.2 Alan Çalışmasının Kapsamı 83
5.3 Alan Çalışmasının Bulguları 84
5.3.1 Örneklerin Tanıtımı 84
5.3.1.1 Eğitim Kurumları 84
5.3.1.2 Gayrimenkul Geliştiriciler 89
5.3.2 Pazar, Teknik, Yasal-Yönetsel ve Finansal Analizler 92
5.3.2.1 Eğitim Kurumları 92
5.3.2.2 Gayrimenkul Geliştiriciler 103
5.3.3 Yatırımın Değerlendirilmesi 114
5.3.3.1 Eğitim Kurumları 115
5.3.3.2 Gayrimenkul Geliştiriciler 118

BÖLÜM 6

SONUÇ VE ÖNERİLER 120

KAYNAKLAR 129

EK-A

KATILIMCILARA UYGULANAN GÖRÜŞME FORMU 132

EK-B

KATILIMCILARIN VERDİĞİ CEVAPLARA GÖRE HAZIRLANMIŞ TABLO 138

ÖZGEÇMİŞ 140

SİMGE LİSTESİ

C_0	Başlangıçtaki yatırım
n	Projenin ekonomik ömrü
r	İndirgeme oranı
t	t dönem aralığı

KISALTMA LİSTESİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
ABITUR	Genel Alman Yüksek Okul Yeterliliği
BKO	Basit Kârlılık Oranları
CIS	Council of International Schools
EbitDA	Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation
FAVÖK	Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
GATS	The General Agreement on Trade in Services
GÖS	Geri Ödeme Süresi
GSYH	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GYO	Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
IMF	International Monetary Fund
İVO	İç Verim Oranı
KDV	Katma Değer Vergisi
LYS	Lisans Yerleştirme Sınavı
MEB	Milli Eğitim Bakanlığı
NBD	Net Bugünkü Değer
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
PISA	Programme for International Student Assessment
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
TEOG	Temel Eğitimden Ortaöğretime Geçiş
USD	United States Dollars
YGS	Yüksek Öğretime Geçiş Sınavı

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa

Şekil 2. 1 Başarılı bir gayrimenkul geliştirme için gerekli bileşenler 9
Şekil 2. 2 Gayrimenkul geliştirmenin başında kontrol edilmesi gereken dört ana faktör 13
Şekil 2. 3 Karar verme aşaması 14
Şekil 2. 4 Sekiz aşamalı gayrimenkul geliştirme modeli 17
Şekil 2. 5 Gayrimenkul geliştirme sürecindeki üç ana grubun etkileşimi 18
Şekil 2. 6 Graaskamp'ın karar verme süreci 19
Şekil 2. 7 Gayrimenkul geliştirme projesi aşaması: yatırım ve risk dağılımı 21
Şekil 3. 1 Gayrimenkul geliştirme fikrinin içinde yer alan aşamalar 45
Şekil 3. 2 Net işletme geliri paylaşımı 53
Şekil 4. 1 MEB bütçe payları ve GSYH oranı 67
Şekil 4. 2 MEB bütçesinden eğitim yatırımlarına ayrılan yüzdelik pay 68
Şekil 4. 3 Son 14 yılda özel okul sayılarındaki değişim 70
Şekil 4. 4 İllere göre Türkiye yatırım teşvik haritası 76
Şekil 5. 1 Çalışma sürecinin anlatılması (metodoloji) 80

ÇİZELGE LİSTESİ

Sayfa

Çizelge 2. 1 Gayrimenkullerin türleri ve kullanıcıları 10
Çizelge 2. 2 Gayrimenkullerin sınıflandırılması 12
Çizelge 3. 1 Başlıca sermaye varlık piyasası ve yatırım araçları 25
Çizelge 3. 2 Dört ana varlık sınıfının yatırım performanslarının niteliksel olarak kıyaslanması 29
Çizelge 3. 3 Proforma gelir ve nakit akışları tablosu standart biçimi 56
Çizelge 4. 1 Eğitimin farklı kademelerine öğrenci başına yapılan harcama 69
Çizelge 4. 2 Eğitim sektörü bölgesel teşvik uygulamalarında sağlanan destek unsurları 77
Çizelge 5. 1 Çoklu durum araştırması - eğitim kurumlarının özellikleri 88
Çizelge 5. 2 Çoklu durum araştırması, gayrimenkul geliştiricilerin özellikleri 91
Çizelge 5. 3 Eğitim yatırımlarının büyüklük ve maliyetleri 91
Çizelge 5. 4 Devlet politikalarının ve devlet tarafından verilen teşvik unsurlarının eğitim yatırımlarına etkisi 93
Çizelge 5. 5 Talep ve tüketici analizi kapsamında, demografik, coğrafik ve sosyo-ekonomik faktörlerin eğitim yatırımları üzerindeki etkisi 95
Çizelge 5. 6 Arz ve rekabet analizi kapsamında, pazar yapısının ve rekabet araçlarının eğitim yatırımları üzerindeki etkisi 98
Çizelge 5. 7 Teknik analizin, yer seçimi ve eğitim yatırımı kararına etkisi 100
Çizelge 5. 8 Eğitim yatırımı kararında, yasal-yönetsel ölçütlerin etkisi 101
Çizelge 5. 9 Eğitim yatırımı kararında, finansal analizin etkisi 102
Çizelge 5. 10 Devlet politikalarının ve devlet tarafından verilen teşvik unsurlarının eğitim yatırımlarına etkisi 104
Çizelge 5. 11 Talep ve tüketici analizi kapsamında, demografik, coğrafik ve sosyo-ekonomik faktörlerin eğitim yatırımları üzerindeki etkisi 105
Çizelge 5. 12 Arz ve rekabet analizi kapsamında, pazar yapısının ve rekabet araçlarının eğitim yatırımları üzerindeki etkisi 109
Çizelge 5. 13 Teknik analizin, yer seçimi ve eğitim yatırımı kararına etkisi 111
Çizelge 5. 14 Eğitim yatırımı kararında, yasal-yönetsel ölçütlerin etkisi 112
Çizelge 5. 15 Eğitim yatırımı kararında, finansal analizin etkisi 114
Çizelge 5. 16 Eğitim kurumlarının yatırımın değerlendirilmesi için kullandığı unsurlar ve yöntemler 117
Çizelge 5. 17 Gayrimenkul geliştiricilerin yatırım değerlendirilmesi için kullandığı unsurlar ve yöntemler 119

ÖZET

GAYRİMENKUL GELİŞTİRME AÇISINDAN EĞİTİM YATIRIMLARININ ÇOKLU DURUM ANALİZİ İLE DEĞERLENDİRİLMESİ

Burcu ÜLKER

Mimarlik Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Almula KÖKSAL

Eş Danışman: Arş. Gör. Dr. Serhat BAŞDOĞAN

Temel amacı sermayenin içine girdiği bunalımı aşabilmek olan “neo-liberalizm” 1980’lerden sonra neredeyse tüm dünyada etkili olmaya başlamıştır. Bu yıllardan sonra Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu (IMF) gibi uluslararası kuruluşların neo-liberal politikaları kullanma amaçlarından birisi de “özelleştirme” olmuştur. Türkiye’de ise 24 Ocak 1980 Kararları’ndan sonra neo-liberal politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Devletin eğitim hizmetlerinden kademeli olarak desteğini azaltmasıyla birlikte, eğitim finansmanının İl Özel İdareleri ve özel sektör tarafından karşılanması beklenmektedir.

Neo-liberal politikalar ile birlikte “eğitim sektörü” de yatırım aracı olarak ön plana çıkmıştır. Bunun neticesinde eğitimin de dâhil olduğu kamu hizmetlerinde metalaşma süreci başlamıştır. Eğitimin özelleştirilmesi ile beraber özel okulların sayısında ve eğitim sektöründeki payında dikkate değer bir artış yaşanmıştır. Buna göre, 2002-03 eğitim yılında özel okulların tüm okullara oranı yüzde 2,97 iken, 2015-16 eğitim yılında bu oran yüzde 15,65’e yükselmiştir. Dershanelerin de özel okula dönüştürülmesiyle özel ortaöğretim kurumlarının sayısı tarihin en yüksek seviyesine çıkmış ve özel okullaşma oranında yüzde 45 artış görülmüştür. Türkiye ekonomisi üzerindeki olumlu etkisi fazlaca hissedilen gayrimenkul sektörü, yarattığı katma değer ve istihdam açısından yerli ve yabancıların gözünde yıldızı parlayan bir yatırım alanı olarak son yıllarda ön plana çıkmaktadır. Gayrimenkul geliştirme kavramının ve süreçlerinin açıklandığı çalışmada,

eğitim yatırımlarının Türkiye'deki gelişimi ve gelecekteki eğilimleri konu edilmiştir. Tez kapsamında, Türkiye'de bir gayrimenkul geliştirme projesi özelinde eğitim yatırımlarının hangi ölçütler üzerinden yapıldığı ve bu yatırımlarda hangi sorunlarla karşılaşıldığı anlatılmıştır.

Tezin amacı; gayrimenkul geliştirme projesi olarak eğitim yatırımlarının ne ölçüde bilinçli yapıldığını ortaya koymak, bu yatırımların daha net ve nesnel kararlar üzerine yapılabilmesi için öneri sunmaktır. Gayrimenkul geliştirme açısından eğitim yatırımlarını, mevcut yatırımlardan ayıran temel farklar pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal ölçütler üzerinden ortaya konmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda, Türkiye'de şimdiye kadar eğitim yatırımlarını, bu açıdan konu alan bir çalışma yapılmamıştır. Bu çalışma ile artan rekabet koşulları nedeniyle, son yıllarda en belirgin yatırım araçlarından biri haline gelen gayrimenkulün, eğitim sektörü yatırımlarındaki önemine dikkat çekilmesi hedeflenmiştir.

Tez çalışmasının ilk bölümünde, literatür özetine, tezin amacına ve hipoteze yer verilmiştir. İkinci ve üçüncü bölümlerde sırası ile gayrimenkul geliştirme sektörü, gayrimenkul geliştirme ve yatırım ilişkisi anlatılmıştır. Dördüncü bölümde, eğitim sektörü yatırımları ile Türkiye'deki eğitim yatırımları incelenmiştir. Beşinci bölümde ise, çoklu durum araştırması yapılarak, Türkiye'deki eğitim yatırımlarının hangi ölçütler (pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal analizler) üzerinden yapıldığı, eğitim kurumları ve gayrimenkul geliştiriciler açısından ele alınmıştır. Eğitim yatırımı geliştirme süreçleri detaylı olarak incelenmiş, bu yatırımların eğitim sektörü oyuncuları bakımından değerlendirmesi yapılmış, çoklu durum araştırmasının analiz ve bulguları anlatılmıştır. Son bölümde ise çoklu durum araştırması sonucunda yapılan analizler ışığında tezin konusu ile ilgili bir değerlendirme yapılmıştır. Bu tez, ileride yapılacak olan gayrimenkul geliştirme sektöründeki eğitim yatırımları özelinde gerçekleştirilebilecek olan bir model için altlık oluşturacaktır.

Anahtar Kelimeler: Gayrimenkul geliştirme, eğitim yatırımları, neo-liberal politikalar, özel okullar

ABSTRACT

EVALUATION OF EDUCATIONAL INVESTMENTS IN TERMS OF REAL ESTATE DEVELOPMENT WITH MULTIPLE CASE ANALYSIS

Burcu ÜLKER

Department of Architecture

MSc. Thesis

Adviser: Assoc. Prof. Dr. Almula KÖKSAL

Co-Adviser: Res. Asst. Dr. Serhat BAŞDOĞAN

The fundamental purpose of "neo-liberalism", which can overcome the crisis which all the world was entered. It has begun to take effect almost all over the world since the 1980s. After these years, one of the aims of international organizations such as the World Bank and the International Monetary Fund (IMF) to use neo-liberal policies has become "privatization". In Turkey, neo-liberal policies started to be implemented after the 24 January 1980 decisions. It is expected that the financing of education will be financed by the Special Provincial Administrations and the private sector together with the gradual decrease of the state's support from education services.

Along with neo-liberal policies, the "education sector" has come to the forefront as an investment instrument. According to this approach, the process of commodification in public services, which includes education, has begun. With the privatization of education, there is a considerable increase in the number of private schools and its share in education sector. With the privatization of education, there is a significant increase in the number of private schools and its share in education sector. According to this, while the ratio of private schools to all schools in 2002-03 education year was 2.97 %, this ratio increased to 15.65% in 2015-16 education year. With the conversion of classrooms to private schools, the number of private secondary education institutions has reached the highest level in history, and an increase of 45 % in private schooling rates has been

observed. The real estate sector has positive impact on the Turkish economy, which is overemphasized, has been on the forefront in recent years as an area of investment that has to shine brightly in the eyes of the local and foreign regarding added value and employment. In this study, the concept of real estate development and the development in Turkey, the development of Turkey's education investments and future trends was discussed. Within the scope of the thesis, it is explained about the criteria on education investments are made in Turkey and what problems are encountered in these investments in a real estate development project in Turkey.

In this study, it is aimed to show how aware of education investments are made as a real estate development project and to propose these investments so that they can be made on clearer and objective decisions. From the perspective of real estate development, the main differences that distinguish education investments from existing investments have been tried to be expressed through the market, technical, legal-managerial and financial criteria. With this context, there was not any study on education investments in Turkey in this respect until now. This study aims to draw attention to the importance of real estate, which has become one of the most distinct investment instruments in recent years due to increasing competition conditions, in education sector investments.

In the first part of this thesis, a literature summary, purpose of the thesis and hypothesis were given. In the second and third sections, the real estate development sector, real estate development and investment relationship was described. In the fourth chapter, investments in education sector and education investments in Turkey was examined. In the fifth chapter, multiple case study was conducted. Educational institutions and real estate developers have been addressed through which criteria (education, technical, legal-manegerial and financial analysis) the educational investments in Turkey are made. In this section, the process of developing education investment is examined with details, the investments were evaluated regarding the actors at the education sector, the analysis and findings of the multiple case study are explained. At the last part, an evaluation was made about the subject of the thesis under the light of the analysis made as a result of the multiple case study. This thesis will form the basis for a model that can be realized in the future for educational investments in the real estate development sector.

Keywords: Real estate development, educational investments, neo-liberal policies, private schools

BÖLÜM 1

GİRİŞ

Devletin ekonomik ve toplumsal alanlar için yapmış olduğu harcamalarını ve yatırımlarını azaltarak, asgari düzeyde güvenlik ve hukuk hizmetlerini yerine getirmesini öngören "neo-liberalizm" yaklaşımı, 1980'li yıllarla birlikte tüm dünyada etkili olmaya başlamıştır. Türkiye'de ise neo-liberal politikalar, 24 Ocak 1980 Kararları[1]'ndan sonra devletin gelirlerinin ve harcamalarının yeniden yapılandırılmasıyla, uygulamaya geçirilmiştir. Kamu hizmetlerinin özelleştirilmesi ve ticarileştirilmesi, Dünya Bankası'na borçlu üçüncü dünya ülkelerinin uyum programlarında önem arz etmektedir. Söz konusu programlar, sağlık ve eğitim sektörleri yabancı sermaye transferi sağlamada bir araç niteliğinde kullanılmaktadır. Ekonomik ve sosyal politikaların siyasetin ilgi alanından çıkarılarak piyasaya bırakılması fikri, Dünya Bankası ve IMF gibi kuruluşlar tarafından desteklenmiştir. Bunun sonucunda, devletin piyasa açısından rolü değişmiş, devlet sermaye çekmek amacıyla halka doğrudan hizmet yerine kamu-özel ortaklıklara yatırım yapmaya yönelmiş ve sanayi üretiminden bankacılık, sigortacılık, reklamcılık sektörleri ile dolaylı desteğe geçmiştir. Devletin eğitim yatırımlarındaki payının azaltılması da 1980'li yıllardan sonra gündeme gelmiş, kamunun eğitim yatırımlarındaki payı azaltılmaya ve özel sektörün eğitimdeki payı arttırılmaya başlanmıştır.

Tüm dünyada gayrimenkul yatırım piyasaları devlet eliyle kurulmuş, düzenlenmiş ve denetlenmektedir. 20. yüzyılın ortalarından itibaren devam eden kamusal gayrimenkul

[1] 24 Ocak Kararları, 24 Ocak 1980 tarihinde ekonomik literatüre geçen ve yapısal dönüşümleri içeren bir programdır. Türkiye ekonomisine getirdiği yenilikler ve açılımlarla 24 Ocak kararları Türkiye'nin kapitalistleşme ve liberal ekonomiye geçiş sürecinde bir kırılma noktası olarak çok önemli bir yer tutmaktadır. 1980 yılı başında bir azınlık hükümeti kuran Süleyman Demirel, Turgut Özal'ı tam yetki ile donatarak ekonomi yönetiminin başına getirmiş, Özal'da kurduğu ekiple 24 Ocak Kararları diye bilinen istikrar paketini hazırlamıştır.

yatırımlarına, 1980'li yıllarda sermaye birikiminin ve yabancı sermaye girişinin artması ve sağlanan devlet teşvikleri ile özel sektör de katılmaya başlamıştır. Böylece, özel gayrimenkul yatırım piyasalarının oluşması için ilk adımlar atılmıştır. Eğitim, bir ülkenin kalkınması için en önemli araçlardan biridir. Ekonomik, sosyal, bilimsel, kültürel ve siyasal koşullara göre eğitim modelleri ve sistemi değişebilmektedir. Öte yandan, eğitim yatırımlarının etkinliği ise tüm dünyada her geçen gün üzerinde daha çok durulan bir konu olmaktadır. Ticari kapasitesi ve yüksek kâr hacmi ile eğitim sektörü, özel sektör yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Bu çalışmada, rekabet koşullarının her geçen gün artması ile en belirgin yatırım araçlarından biri haline gelen gayrimenkulün eğitim sektöründeki yeri konu edilecektir.

TÜİK verilerine göre, Türkiye'deki 2005 yılında 7.304 USD olan kişi başına düşen GSYH[1], 2015 yılında 11.014 USD'a ulaşmış ve on yıl içinde yaklaşık olarak %50 artış göstermiştir. Bu büyüme çerçevesinde oluşan zenginleşme her ne kadar nüfusun tamamına eşit bir şekilde dağılamamış olsa da, nüfusun bir kısmı önemli derecede zenginleşmiştir. Gelir seviyesindeki artış, eğitim, sağlık, güvenlik vb. temel hizmet kalemlerindeki ihtiyaçları çeşitlendirmektedir. Ekonomik sistemdeki değişikliklerin yanı sıra yasa koyucunun eğitim sistemi üzerindeki kararları da özel sektörün eğitim sektörü içindeki payını arttırıcı unsurlardandır. Örnek olarak, Milli Eğitim Bakanlığı'nın mevcut okullarının fiziki şartları gözetilmeden eğitimde tam gün sistemine geçilmesi özel sektörün arzını etkilemektedir. Özel okullar sayısı da bu bağlamda son on yıl içerisinde ciddi artış göstermiştir.

Tezin genel çerçevesine bakıldığında, eğitim sektörünün Türkiye'deki gelişimi incelenmiş ve gayrimenkul yatırım kavramı çerçevesinde eğitim yatırımları pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal analiz açısından değerlendirilmiştir. Gayrimenkul geliştirme süreci ve bu süreçte yer alan aktörler bakımından eğitim sektörü yatırımlarının nasıl yapıldığı ikinci, üçüncü ve dördüncü bölümlerde ideal şartlar altında anlatılmıştır. Beşinci bölümde ise, çoklu durum çalışması kapsamında ideal dünyaya göre geliştirilmiş yöntemlerin, gerçek dünyadaki pratik uygulamalara nasıl yansıdığı araştırılmıştır. Ancak, literatürde anlatılan pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal analizlerin tam anlamıyla pratik hayatta uygulanamadığı gözlemlenmiştir. Bu bağlamda son bölüm olan sonuç ve

[1] Kişi başına düşen gayri safi yurtiçi hasıla verileri, Türkiye İstatistik Kurumunun internet sitesinden alınmış olup, cari fiyatlara göre hesaplanmıştır.

öneriler kısmında, ideal ile pratiğin karşılaştırılması ile tezin genel bir değerlendirmesi yapılmıştır.

1.1 Literatür Özeti

Tezin kavramsal çerçevesi içinde, gayrimenkul geliştirme ve aşamaları, gayrimenkulün yatırımla ilişkisi, eğitim yatırımlarının geliştirilmesi konularında, veri toplama teknikleri olarak literatür taraması yapılmıştır.

Gayrimenkul geliştirme kavramı, Peiser ve Frej [1], Miles vd. [2], Graaskamp [3], Diederichs [4], Zuckerman ve Blevins [5]'ın çalışmalarında detaylı olarak tartışılmıştır. Gayrimenkul geliştirme türlerini, Peiser ve Frej [1], Zuckerman ve Blevins [5], Dasso ve Ring [6], Wiedeme [7], Kodal [8] ve Bostancı [9] çalışmalarında iki farklı şekilde sınıflandırmıştır. Gayrimenkul geliştirme sürecinin başında kontrol edilmesi gereken dört ana faktörün önemi vurgulayan Peiser ve Frej [1], gayrimenkul geliştirme sürecinin aşamalarını ise altı ana başlık altında toplamıştır. Miles vd. [2] gayrimenkul geliştirme sürecini sekiz aşamada tartışmıştır. Graaskamp [3], gayrimenkul geliştirme sürecinde, politik, sosyal ve girişimcilik sistemi olmak üzere üç ana grubun etkileşimlerini incelemiştir. Geltner vd. [10], Graaskamp'ın yatırım karar verme sürecini, pazar ve rekabetçi, fiziksel ve teknik, politik ve yasal, finansal analiz başlıkları altında açıklamıştır. Geltner vd. [10], gayrimenkul geliştirme projesinin aşamalarını risk ve yatırım dağılımı altında tartışmıştır.

Gayrimenkul piyasaları ve yatırım aracı olarak gayrimenkul, Geltner vd. [10], Berk [11], Başdoğan [12] tarafından detaylı olarak incelenmiştir. Graaskamp [3], Mies vd. [2], Peiser ve Frej [1], Geltner vd. [10], Sarıaslan [13], gayrimenkul yatırımlarının değerlendirilmesi kapsamında fizibilite analizini detaylı olarak çalışmıştır. Schmitz ve Brett [14], gayrimenkul geliştirmede pazar analizi üzerine yoğunlaşmıştır. Gayrimenkul yatırımlarının fizibilite analizi Yılmaz [15] tarafından (2006) yüksek lisans tezi kapsamında çalışılmıştır. Türkiye'de arsa geliştirmenin kavramsal temelleri, Ülger [16] ve Eray [17] tarafından incelenmiştir. Brealey vd. [18] finansal fizibilite açısından yatırımın değerlendirilmesi üzerinde detaylı olarak çalışmıştır. Türkiye'de eğitim yatırımları, Ay [19], Afşar [20], Timur [21], Özdemir ve Tüysüz [22] tarafından incelenmiştir.

1.2 Tezin Amacı

Gayrimenkul geliştirmenin temel prensipleri ışığında;

- Eğitim yatırımlarının hangi ölçütler üzerinden yapıldığının ortaya çıkarılması,
- Eğitim yatırımlarında hangi sorunlarla karşılaşıldığının belirlenmesi,
- Sektördeki aktörlerin yatırım kararına yönelik bakış açılarının araştırılması,
- Fizibilite (yapılabilirlik) analizlerinin yapılması,
- Eğitim yatırımları özelinde devlet politikalarının ve teşviklerin irdelenmesi,
- Eğitim yatırımlarını, mevcut gayrimenkul yatırımlarından ayıran temel farkların pazar, teknik, yasal-yönetsel, finansal analizler üzerinden ortaya konulması,
- Eğitim kurumları ve gayrimenkul geliştiricilerin, eğitim yatırımı bağlamında farklı ve benzer yönlerinin irdelenmesi,
- Ticari kârlılık açısından eğitim kurumlarının ve gayrimenkul yatırımcılarının beklentilerinin karşılanması için öneri sunulması,

konularında Türkiye'de uygulanan yatırım geliştirme ölçütlerinin incelenmesi ve eğitim yatırımlarının değerlendirilmesi bu tezin temel amacıdır.

Ülkemizde, gayrimenkul yatırım aracı olarak eğitim yatırımlarının dünyadaki örnekler ile kıyaslandığında henüz çok yeni olması nedeni ile bu çalışmanın; yatırımcılar, gayrimenkul geliştiricileri ve diğer sektör oyuncuları için temel bir bilgi kaynağı olması, aynı zamanda bu konuda geliştirilecek karar alma modellerine katkı sağlaması hedeflenmiştir.

1.3 Hipotez

Yapılan literatür taraması sonucunda; tez çalışmasına konu olan Türkiye'de gayrimenkul geliştirme açısından eğitim yatırımları ile ilgili bir çalışma yapılmadığı tespit edilmiştir. Gayrimenkul geliştirme/yatırım ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde, Türkiye'de gayrimenkul geliştirme açısından ofis, konut, perakende ve turizm sektörü yatırımlarının ele alındığı ancak; eğitim, sağlık ve lojistik gibi alternatif yatırımlara değinilmediği görülmüştür. Özel okul sayısının son yıllarda dikkat çeken artışı ve eğitim yatırımlarının

avantajlı yatırımlar arasına girmesi sebebiyle, bu tezin araştırma konusu eğitim yatırımları seçilmiştir.

Bilimsel çalışma yöntemleri arasından nitel araştırma yönteminin, bu çalışmanın karakterine uygun olacağı düşünülmüştür. Eğitim kurumlarının ve yatırımcıların, eğitim yatırımlarına yönelik deneyimlerinin bu tür bir araştırma tekniği ile yapılabileceği ve bu deneyimlerinse araştırmaya büyük ölçüde katkı sağlayacağı öngörülmüştür. Çalışmada, nitel araştırma yöntemlerinden örnek olay incelemesi yapılırken, birden fazla örnek durum içeren bir çalışma olduğu için "çoklu durum araştırması[1]" seçilmiştir. Çoklu durum araştırması kapsamında, sektördeki eğitim kurumları ve gayrimenkul geliştiriciler, yarı yapılandırılmış görüşme tekniğiyle derinlemesine incelenmiş ve bulgular yoğun bir biçimde analiz edilmiştir. Alan çalışmasında, Türkiye'deki eğitim yatırımları örnekleri, bu yatırımlardaki finansal yaklaşımlar ve gayrimenkul geliştiricilerin eğitim yatırımları ile ilgili izlediği yöntemler de incelenmiştir.

Bu çalışma, aşağıdaki belirtilen varsayımlar üzerinden geliştirilmiştir:

- Gayrimenkul geliştirme açısından eğitim yatırımlarının önümüzdeki on yıl içinde daha fazla önem kazanacağı öngörülmektedir. Bu öngörü çerçevesinde, eğitim yatırımlarının daha nesnel kararlar üzerinden yapılması gerekliliği doğmuştur,
- Sistematik bir çalışma ve kapsamlı bir fizibilite analizi yapmak, eğitim yatırımlarını çok daha kârlı hale getirilebilir,
- Eğitim kurumu ile yatırımcının bakış açısı arasındaki farklılıklar tespit edilerek sektördeki aktörlere yön verilebilir,
- Eğitim sektörüne girmek isteyen bir yatırımcının, karar alırken hangi etkenlere dikkat etmesi gerektiği belirlenebilir.

Avantajlı sektörler arasında yer alan eğitim yatırımlarının, Türkiye şartlarına daha uygun, bilinçli, etkin ve verimli hale getirilmesi, hem kamuya hem de özel sektör yatırımcısına büyük yarar sağlayacaktır.

[1] Çoklu durum araştırması, İngilizce kaynaklarda "multiple case study" olarak kullanılmaktadır.

BÖLÜM 2

GAYRİMENKUL GELİŞTİRME SEKTÖRÜ

2.1 Gayrimenkul Geliştirme Kavramı

Gayrimenkul geliştirme kavramı, Peiser ve Frej tarafından mevcut binaların yenilenmesinden yeniden kiraya verilmesine, ham durumda bulunan arazinin alınıp imarlı parsellerin satılmasına, yeni binaların üretilip satılmasına kadar çeşitli eylemleri kapsayan çok yönlü bir iş olarak tanımlanmaktadır. Genel anlamda gayrimenkul geliştirme, bir arazi parçasının alınmasıyla başlayan süreçten, hedef pazarının belirlenmesine, bina programının ve tasarımının geliştirilmesine, gerekli izinlerin alınmasına ve finansmanın sağlanmasına, binanın inşa edilmesine ve pazarlanmasına, yönetilmesine ve en nihayetinde satılmasına kadar devam etmektedir. Gayrimenkul geliştirme, çevreyi şekillendiren, aynı zamanda politik, ekonomik, sosyal, yasal ve fiziksel bileşenlere bağlı olan organik ve evrimsel bir süreçtir. Hiçbir gayrimenkul geliştirme projesi bir ötekine benzemez ve geliştirme süreci boyunca gerçekleşen aktiviteler sürekli değişim içerisindedir. Peiser'in de ifade ettiği gibi; gayrimenkul geliştirme, karmaşık ama yaratıcı, kısmen içgüdüsel kısmen de mantıklı olabilen bir sanattır [1].

Gayrimenkul geliştirme kavramı, Miles ve diğerlerine göre (1996); toplumun ihtiyaçlarını karşılamak için çevrenin durmaksızın ve yeniden yapılandırılmasıdır. İnsanların yaşaması, çalışması ve sosyalleşmesi için gerekli alanların yaratılması, işletilmesi, yeniden inşa edilmesidir. Nüfus, teknoloji ve zevkler zaman içinde değişime devam ettiği için gayrimenkul geliştirmeye olan ihtiyaç da buna paralel olarak süreklidir. Özel sektör katılımcılarının hedefi, riski minimuma düşürürken kurumsal ya da bireysel olarak genellikle kârı bazense parayla ilgili olmayan amaçlarını maksimuma çekmektir.

Geleneksel gayrimenkul geliştirme projelerinde, bazı iş ortaklıkları kaybetme riskini yüksek tutarken, aynı zamanda potansiyel öz kaynak getirilerini de yükseltmiş olmaktadır. Gayrimenkul geliştirmede, yüksek varlıklar kazanılırken bir yandan da kaybedilmektedir. Kamu sektörünün hedefi ise şehir ve kasabaların işlevinin gelişmesine yardım etmek, cazip, güvenli, lokasyonu uygun olan yapıların inşasını sağlamak ve teşvik etmektir. Aynı zamanda, kamu sektörü çevreye zarar vermeden yaşam kalitesini yükseltmek için insanların ihtiyacı olan yapıları ve ekonomik büyümeyi sağlamaktadır [2].

Gayrimenkul geliştirme kavramı, Graaskamp'a göre, belli bir zaman birimi (örneğin hafta, ay, yıl vb.) için kullanılacak/kiralanacak alanların (space-time units) oluşturulması ve yönetilmesidir. Gayrimenkul geliştirme, basit bir mağaradan bir gökdelenin karmaşık teknolojisine kadar geniş bir alana uzanmaktadır. Gayrimenkul geliştirme, ön fizibilitenin yapıldığı, yapım, pazarlama ve işletme döneminin olduğu uzun bir süreçtir. Grupların ortaklaşa yürüttüğü ve karmaşık bir süreç olan gayrimenkul geliştirme süreci, sadece parsel içindeki bir aktivite değil aynı zamanda bir yapılı çevrenin bağlamına uyum sağlayarak farklı sorumluluktaki ve görevdeki grupların mümkün olduğunca az kaynak ile geliştirme sürecine dâhil olmasıdır. Gayrimenkulün politik ve sosyal yapım sürecinde, kimin tarafından finansman sağlandığı ile kimin yararına olacağı arasında tarafsız bir anlaşma sağlamak için çeşitli etkiler göz önünde bulundurulmalıdır [3]. Örneğin; gayrimenkul geliştirme projesi yapılırken kamu ve yatırımcı, bölgede yaşayan ve çalışanların sosyal yaşantısına olası etkilerini düşünmelidir. Bu noktada, gayrimenkul geliştiriciler, sosyal etki değerlendirmesi yaparak olumsuz etkileri asgari düzeye indirmeye çalışmalıdır.

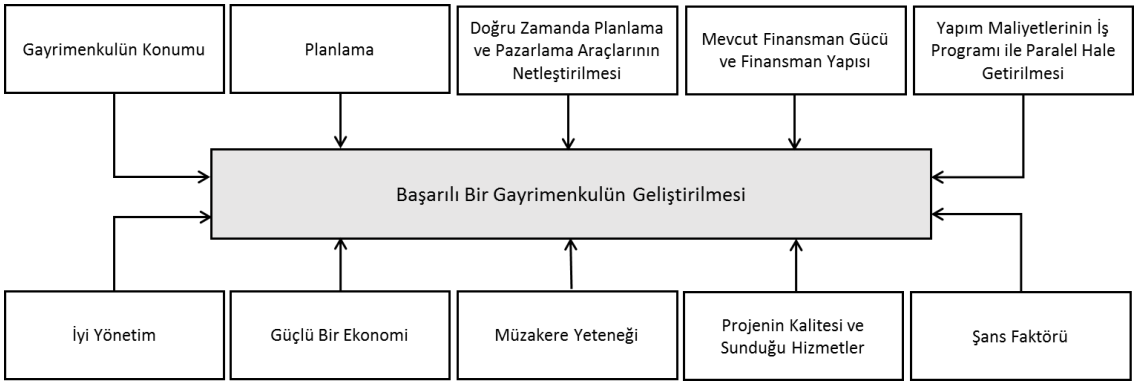
Diederichs'e göre bir gayrimenkul geliştirme projesinin hedefi, "Yer, fikir ve sermaye faktörleri ile ekonomi açısından rekabet yeteneği olan, iş potansiyeli yaratan sosyal duruma, çevreye uyumlu gayrimenkuller oluşturmak ve sürdürülebilir kâr koşulları sağlamaktır." Bu tanımla, geliştirme projesinin hem kurumsal veya tekil kullanılabilen hem de genel ekonomi içindeki etki alanı ifade edilmektedir [4].

Gayrimenkul geliştirici, tüm gayrimenkul geliştirme sürecini koordine eden, kâğıt üzerindeki fikirleri gayrimenkullere dönüştüren kişi ya da kurumdur. Geliştiriciler, gayrimenkul geliştirme sürecinin kapsamı, çevresel ilişkiler ağı ve çok yönlülük özellikleri nedeni ile disiplinler arası çalışmaya ve geniş bir bakış açısına ihtiyaç duymaktadır.

Gayrimenkul geliştiriciler, başlangıçtan sona kadar süreci hayal eder, yaratır, finanse eder, kontrol eder ve organize ederler. Gayrimenkulün yeni inşa edilmesinde veya yenilenmesinde, gayrimenkul geliştirme uzmanları büyük risk almış olsalar dahi karşılığında büyük mükâfat da alabilirler. İyi bir gayrimenkul geliştirici, beklenmeyen ve değişebilir durumlara karşı hazır olabilmeli ve bu gibi durumlarda stratejisini hızla değiştirebilmelidir. Örneğin; bir projenin onay süreci boyunca, gayrimenkul geliştirici, proje üzerinde büyük değişiklikler yapmak isteyen diğer gruplarla sıklıkla müzakere etmek zorundadır. Eğer gayrimenkul geliştirici bu gruplarla uzlaşmak istemezse, bu gruplar projeyi durdurabilir veya iptal edebilirler. Gayrimenkul geliştirici, projenin ekonomik uygulanabilirliğinden ödün vermeksizin yatırımcının endişelerine hitap edebilmelidir. Gayrimenkul geliştirici, hem kendi istediklerini yerine getirebilmek için hem de diğer sorunlara da çözüm üretebilmek için projedeki tüm dengeleri veya amaçları değiştirebilir. Geliştirme sürecini yönetebilmek, özel yeteneklerin yanı sıra iyi bir yargılama gücü de gerektirmektedir. Gayrimenkul geliştiriciler, açık görüşlü ve güçlü liderlik vasfı taşıyan, doğası gereği iradesini kullanan ve görüşlerini açıkça savunan kişiler olmalarının yanı sıra iyi birer dinleyici de olmalıdırlar. Gayrimenkul geliştiriciler, mimarları, planlamacıları, yüklenicileri ve danışmanları barındıran inşaat profesyonellerinden; tedarikçi; kiracılar, müşteriler; avukatlar, bankacılar ve yatırımcılardan; resmi görevlilere, belediye elemanlarına, akademisyenlere, denetleyicilere ve diğer sivil toplum örgütlerine kadar çeşitli gruplar ile birlikte çalışmaktadır. Bu durum ise gayrimenkul geliştiricileri, insanları yönetmekten binaları yönetmeye kadar birçok konu ile karşı karşıya bırakır. Ancak, hiçbir gayrimenkul geliştiricisi sıralanan tüm alanlarda uzman değildir. Başarı, doğru soruyu ve hedef kitleyi, geçerli uygulamaları ve kuralları, tecrübe ve bilgileri nasıl belirleyeceğini bilmektir. Yaratıcılığın belirtisi olan tasarım, finansman ve pazarlama, başarılı geliştiricileri genellikle diğer rakiplerinden ayırmaktadır [1].

Zuckerman ve Blevins'e göre, bir gayrimenkul geliştirme projesinin başarılı olabilmesi için birçok ölçütün oluşturulması veya sonuçlanmış olması gerekmektedir. Bunlar; gayrimenkulün konumu, planlama, zamanlama ve pazarlama amaçlarının netleştirilmesi, mevcut finansman gücü ve finansman yapısı, yapım maliyetlerinin iş programı ile paralel hale getirilmesi, iyi yönetim, güçlü bir ekonomi, müzakere yeteneği,

projenin kalitesi ve sunduğu hizmetler ve şans faktörü olarak sıralanabilir [5]. Başarılı bir gayrimenkul geliştirme için gerekli bileşenler, aşağıda Şekil 2.1'de şematik olarak gösterilmiştir.



Şekil 2. 1 Başarılı bir gayrimenkul geliştirme için gerekli bileşenler [5]

Gayrimenkul geliştirme, güncel ve gelişim gösteren bir süreçtir. Gayrimenkul geliştirme sürecinde, problemler önceden tespit edilerek gerekli önemler alınırsa hem geliştirici hem de projenin başarılı olmasına büyük katkı sağlayacaktır. Şans faktörü, gayrimenkul geliştirmede önemli olsa da geliştirici iyi bir fizibilite çalışması yaptığı takdirde fırsatlardan daha fazla yararlanabilir [1].

Gayrimenkul geliştirme fikrinin gerçeğe dönüşmesi için arazi, iş gücü, sermaye ve girişimciliğe ihtiyacı vardır. Kullanılabilir bir alan, zaman içinde müşterilerin ihtiyaçlarıyla ilişkili olarak fayda sağlayacak şekilde inşa edilmesiyle değer kazanmaktadır. Birbirine bağlı profesyonellerin koordineli bir şekilde çalışması sonucunda, gayrimenkul geliştirme sürecinin ürünü olarak, yeni bir bina veya yenilenmiş bir bina oluşmaktadır. Sonuç olarak; kullanıcılara satılacak veya kiralanacak alanların değerinin biçilmesi ve pazarlanması için pazardaki uzmanlara, satış elemanlarına ve reklamcılara ihtiyaç duyulmaktadır. Günümüzde, gayrimenkul geliştirme için geçmişe nazaran gelecekteki pazar ve fırsatlar, şehir planları, yasal gereklilikler, yerel yasalar, kamu politikaları, bina yönetmelikleri, arsa geliştirme ve yapım teknikleri, çevresel konular, alt yapı, finans, risk kontrolü ve zaman yönetimi gibi konularda çok daha fazla bilgiye ihtiyaç vardır [2].

Gayrimenkul geliştiricileri, daha az para ve zaman harcayarak karşılığında azami düzeyde kâr sağlamak için proje geliştirme giderlerini, nakit akışlarını, finansmanı, müşteri memnuniyeti ve ileride yapacağı işler için saygınlık gibi unsurları göz önünde bulundurmalıdır.

2.2 Gayrimenkul Geliştirme Türleri

Gayrimenkuller, kullanım amaçlarına ve kullanıcılarına göre birçok farklı şekilde sınıflandırılmaktadır. Gayrimenkul geliştirme endüstrisi, arazi, konut, ofis, ticari ve endüstriyel olmak üzere beş ana ürün tipine ayrılmaktadır. Her bir ürün tipi için pazar konumuna bağlı farklılıklar vardır. Örneğin, önceden şehir merkezlerinde, yüksek olan gayrimenkul kiraları, günümüzde şehir merkezinden uzak hızla gelişen yeni bölgelerde de yükselme eğilimindedir.

Arazi ve arsalar üzerinde oluşturulan gayrimenkuller, kullanım amacına göre konut ve iş alanına yönelik gayrimenkuller olmak üzere iki farklı kategoride değerlendirilmektedir. Bunlar Çizelge 2.1'de gösterilmektedir.

Çizelge 2. 1 Gayrimenkullerin türleri ve kullanıcıları [9]

Konut		**İş Alanına Yönelik Gayrimenkuller**							
Konut Kullanıcıları	*Tekil evler *Kat mülkiyeti olan konutları	**Endüstri Ortaklıkları**	*Endüstri yapıları *Üretim yapıları *Depo yerleri *Atölyeler *Endüstri bölgeleri *Dağıtım merkezleri	**Hizmet Sektörü Ortaklıkları**	*Ofis yapıları *Oteller *Restoranlar *Klinikler *Sanatoryumlar *Özel eğitim yapıları *Turizm yapıları	**Ticaret Ortalıkları**	*Self servis pazarlar *Alışveriş merkezleri *Restoranlar *Dükkânlar *Büyük mağazalar *Belirli bir iş alanına ait pazar *Perakende Satış	**Kar Amacı Gütmeyen Organizasyonlar**	*Kurumsal yapılar *Kültür yapıları *Yönetim merkezleri *Dini/yardım kurumları

Gayrimenkul geliştirme türleri genel olarak arazi, konut, ticari, endüstriyel ve karma kullanıma olanak sağlayacak şekilde beş ana başlık altında sınıflandırılabilir. Her bir gayrimenkul türünün gelişme süreci, başlangıçtan bitişe kadar, geliştirmenin yapılacağı bir arazinin bulunması, fizibilite çalışmaları, gerekli kişi ya da kuruluşlarla bağlantının sağlanması, alternatif projenin tasarımı, pazar araştırmaları, proje finansmanı,

yüklenicilerle çalışılması, parselasyon sonucunda ortaya çıkan parsellerin veya inşaatı yapılan binaların pazarlanması ve gayrimenkulün yönetilmesinden oluşmaktadır [1], [5].

Arazi Geliştirme: Bir arazinin toplumun ihtiyaçları karşılamak üzere, söz konusu arazinin en uygun ve en verimli kullanımı ve bu kullanımı etkileyecek diğer unsurları göz önünde bulundurarak, üzerine inşaat yapılabilecek arsalar haline dönüştürülmesidir. Bu arsalar ise başka bir geliştiriciye veya son kullanıcılara pazarlanmaktadır [1].

Konut Geliştirme: Bu tip gayrimenkuller, tekil konutlar olduğu gibi kitlesel şekilde de olabilmektedir. Bu geliştirme yönteminde en önemli faktör, konutun ilişkilendiği ana yollara, alışveriş merkezlerine, kamusal hizmet alanlarına (sağlık, eğitim gibi), dini tesislere yakınlığa bağlı olarak oluşan gayrimenkulün konumudur. Arazinin şekli ve büyüklüğü, topoğrafik yapısı, jeolojik durumu ve diğer fiziksel özellikleri konut amaçlı kullanımı olanaklı kılmalıdır [6], [9].

Ticari Geliştirme: Bu geliştirme türü, ticaretin yapılmasını olanaklı kılan, ticaretle uğraşan şirketlerin yönetimlerini gerçekleştirebilecekleri ayrıca ürünlerini depolayıp satışına olanak sağlayan gayrimenkullerdir. İş merkezleri, perakendeciliğe olanak sağlayacak çeşitli çaplarda alışveriş merkezleri, galeriler, her türlü ölçekteki mağazalar, geçici olarak konaklamaya olanak tanıyan ve ücretleri günlük olan oteller ve moteller gibi gayrimenkuller bu grup içeresinde sayılabilir [7]. Ticari geliştirmede en önemli konu proje konumu ve ulaşılabilirliğinin kolay olmasıdır. Bu bağlamda şehir merkezinde ve nüfus yoğunluğu yüksek olan bölgelerde gerçekleştirilen projelerin başarı şansları daha yüksektir [9].

Endüstriyel Geliştirme: Bu geliştirme türü, endüstriyel ürünlerin üretilmesine ve depolanmasına olanak tanıyan (fabrikalar, araştırma geliştirme binaları, endüstriyel depolar vb.) gayrimenkullerden oluşmaktadır. Bu tür alanların üretilmesi konut ve ticari bir arazi geliştirmeye göre daha karmaşıktır. Üretim için hammadde, pazara yakınlık, enerji, insan gücü, yan sanayi sektörleri olanakları ve edinim yönünden iyi bir konumda olmalıdır. Bu geliştirme türünde, önemli bir diğer kıstas ise çevredir. Üretimin çevresel standartlarda olması gereklidir [7], [9].

Çok Amaçlı (Karma) Kullanımlı Geliştirme: Bu geliştirme türünde, hem konut hem ofis hem de perakende ticaretine olanak sağlayacak projeler gerçekleştirilmektedir [9].

Gayrimenkul geliştirme türleri, arazi, konut, ticari, endüstriyel ve çok amaçlı (karma) kullanımlı geliştirmeler olmak üzere beş başlık altında Çizelge 2.2'de gösterilmektedir [8], [1].

Çizelge 2. 2 Gayrimenkullerin sınıflandırılması [1], [8]

Gayrimenkul Geliştirme Türleri		
Arazi Geliştirme	*Ham Arazi *İmara Hazır Arazi	*Altyapısı Bitmiş Yapıma Hazır Arazi
Konut Geliştirme	**Müstakil** *Ayrık Nizam *Toplu Yerleşim *Sıra Evler	**Apartman** *Çok Katlı *Az Katlı
Ticari Geliştirme	**Kurumsal** *Hastane *Özel Okullar *Üniversite	*Devlet *Diğer
	Perakende *Bölgesel Merkezler *Semt Merkezleri	*Özellikli Merkezler *İndirim Merkezleri
	Ofis *Birden Fazla Müşteriye Hitap Eden	*Tek Müşteriye Hitap Eden *Ofis ve Teşhir Salonu
	Rekreasyon *Kulüp *Tatil Yerleri	*Yat Limanı *Spor Kompleksleri
	Otel/Motel *İş ve Kongre	*Turistlik ve Tatil Amaçlı
Endüstriyel Geliştirme	*Ağır Sanayi *Hafif Sanayi ve Depolama	*Ofis ve Depo *Depo
Çok Amaçlı (Karma) Kullanımlı Geliştirme	*Konut, Ofis ve Ticari Üniteler	

Günümüzde, insanların gereksinimlerinin artmasına ve teknolojik gelişmelere bağlı olarak dünyada ve Türkiye'de gayrimenkul geliştirme alanında çeşitlilik artmıştır. Eğitim (özel okullar ve üniversite kampüsleri), sağlık (özel hastane, kent hastaneleri), lojistik (antrepo ve depo), otopark ve çağrı merkezi gibi alternatif alanlarda geliştirme projeleri pazarda yerini almaya başlamıştır.

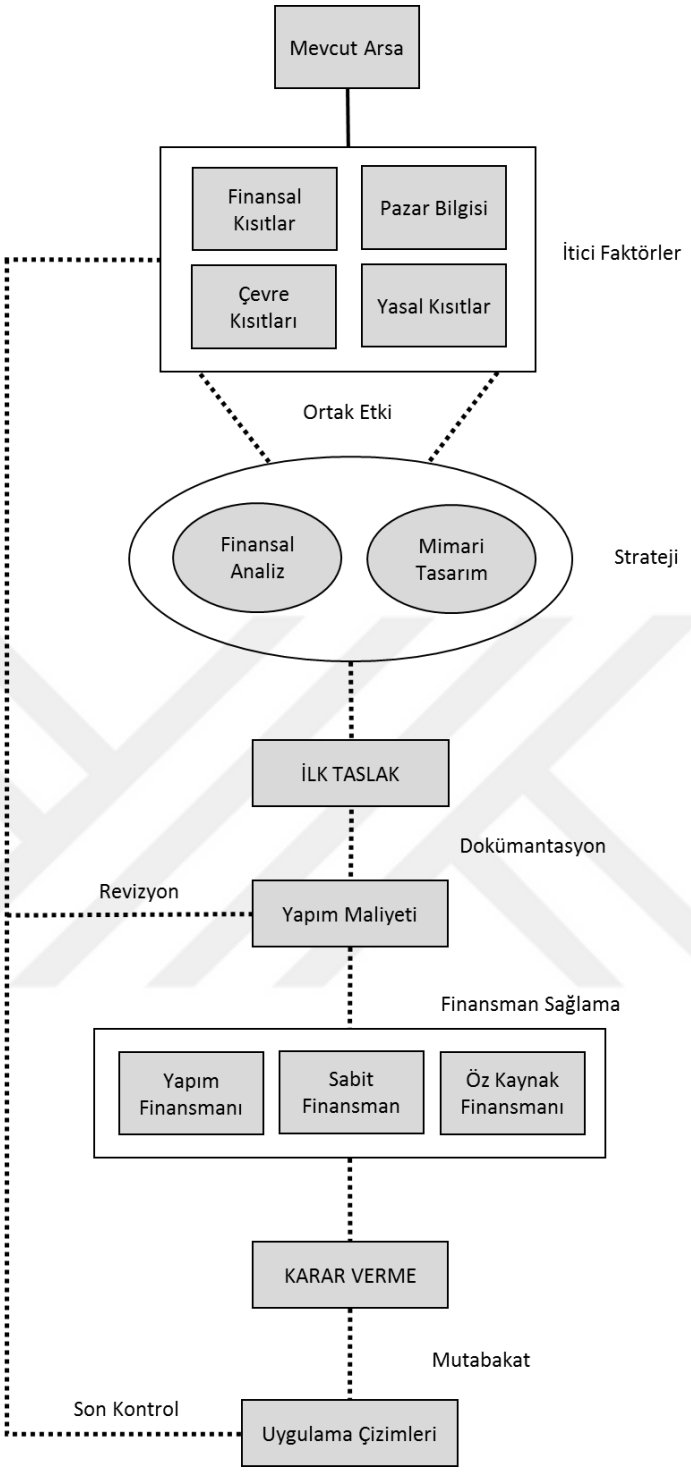
2.3 Gayrimenkul Geliştirme Süreci

Gayrimenkul geliştirme projeleri, birbirleriyle ilişkili farklı meslek gruplarını ve alanında uzman şirketleri bir araya getirmektedir. Bu durum, çoğu zaman projenin birden fazla paydaşa (ortağa) sahip olmasına sebep olmaktadır. Gayrimenkul geliştirmenin en ünlü hocalarından biri olan James Graaskamp, yeni başlayan geliştiricilerin dört varlıktan (arsa, bilgi, kiracı ve sermaye) en az birinin mutlaka sahibi olmaları / kontrol etmeleri gerektiğini önemle vurgulamıştır. Geliştiriciler, birden fazlasına sahipse işleri daha kolay olacaktır. Eğer gayrimenkul geliştirici arsaya sahipse, bu durumda pazardaki arz önem kazanır ve arsa için kullanım fonksiyonu araştırılır. Gayrimenkul geliştirici, bilgi ve kiracıya sahipse o zaman pazardaki talep devreye girmektedir ve belli bir kullanım fonksiyonuna göre arsa bakılır. Geliştiricilerin, sermayesi varsa bu durumda seçim hakkı da bulunmaktadır. [1]. Gayrimenkul geliştirmenin başında en az bir tanesinin kontrol edilmesi gereken dört ana faktör Sekil 2.2'de gösterilmektedir.



Şekil 2. 2 Gayrimenkul geliştirmenin başında kontrol edilmesi gereken dört ana faktör [1]

Peiser ve Frej'e göre, gayrimenkul geliştirme sürecinin aşamaları, fizibilite ve satın alma, tasarım, finansman, yapım, pazarlama ve kiralama, operasyon ve işletme olmak üzere altı ana başlık altında toplanabilir. [1]



Şekil 2. 3 Karar verme aşaması [1]

Peiser'in çalışmasında da ifade edildiği üzere, karar verme aşamasında, gayrimenkulün birçok tipinde yaygın olarak kullanılan geliştirme aşamalarını (fizibilite ve satın alma, tasarım, finansman, yapım, pazarlama ve kiralama, operasyon ve işletme) belirleyen adımlar özetlenmektedir (Şekil 2.3). Bu şema, temel geliştirme prensibini göstermektedir. Geliştirme aşaması birçok yinelenen süreçten oluşmaktadır.

Geliştiriciler, her bir tekrarlayan süreçte devam et/etme kararından emin olana kadar daha çok bilgi elde ederler. Geliştirme aşamasındaki her süreç ve bu süreçlerin doğru yönlendirmesi çok önemlidir [1].

Gayrimenkul geliştiriciler, projenin ilk ortaya çıktığı andan fiziksel olarak yapımın tamamlandığı ve portföy yönetiminin başladığı aşamaya kadar bir dizi süreci takip etmektedir. Asgari durumda, geliştirme süreci, fikrin oluşturulması, geliştirilmesi, fizibilitesinin değerlendirilmesi, sözleşme görüşme ve pazarlıkları, sözleşmenin gerçekleştirilmesi, yapım, teslim ve son olarak tesisin yönetilmesi aşamalarını içermektedir. Gayrimenkul geliştirme aşamasında, geliştiricinin projeye devam edip etmeme veya tamamlanan kısımların satılması durumunda projeden bir çıkış stratejisi olmalıdır. Miles, Berens ve Weiss'in sekiz aşamalı gayrimenkul geliştirme süreci Şekil 2.4'te gösterilmiştir [2].

Fikrin Oluşması: Geliştirmenin ilk aşaması olan bu bölümde, geliştirici pazardaki ihtiyaçları belirlemek için geçmiş bilgilerini kullanmaktadır. Pazardaki olasılıkları görerek, birçok düşünce ve fikir üretmektedir. Geliştirici, bu fikirler için (yasal, teknik ve finansal açıdan) hızlı bir fizibilite çalışması yapmaktadır.

Fikrin Gelişmesi: Geliştirmenin ikinci aşaması olan bu bölümde, geliştirici taslak fikre uygun bir arsa araştırmaktadır. Bu fikir doğrultusunda, teknik fizibiliteye, muhtemel kiracılara, arsa sahibine, ortaklara, profesyonellere, taslak projeye uygun ve alternatif arsalara bakılmaktadır.

Fizibilite Çalışmaları: Geliştirmenin üçüncü aşaması olan bu bölümde, geliştirici pazarın tahmini arz ve talep oranlarını, tahmini proje maliyetini ve değerini karşılaştıran, resmi kurumlarla olan süreçleri de içeren bir pazar çalışması yapmaktadır.

Sözleşme İçin Görüşme ve Pazarlıklar: Geliştirmenin dördüncü aşaması olan bu bölümde, geliştirici pazar araştırmanın sonuçlarına göre kullanıcıların istek ve satın alma gücüne uygun nihai tasarıma karar vermektedir. Yüklenici belirlemek için görüşmeler ve pazarlıklar yapılmaktadır. Geliştiriciler, kredi anlaşmalarını yaparlar. Ana yükleniciyi ve resmi kurum izinlerine uygun şekilde kira ve satış bedellerini belirlerler.

Modelin ilk dört aşamasında devam etme / devam etmeme kararı[1] alınmakta, uygunluk sağlanmazsa süreç başa dönmektedir. Geliştirmeye devam etme kararı alınırsa, aşağıdaki aşamalara geçilmektedir.

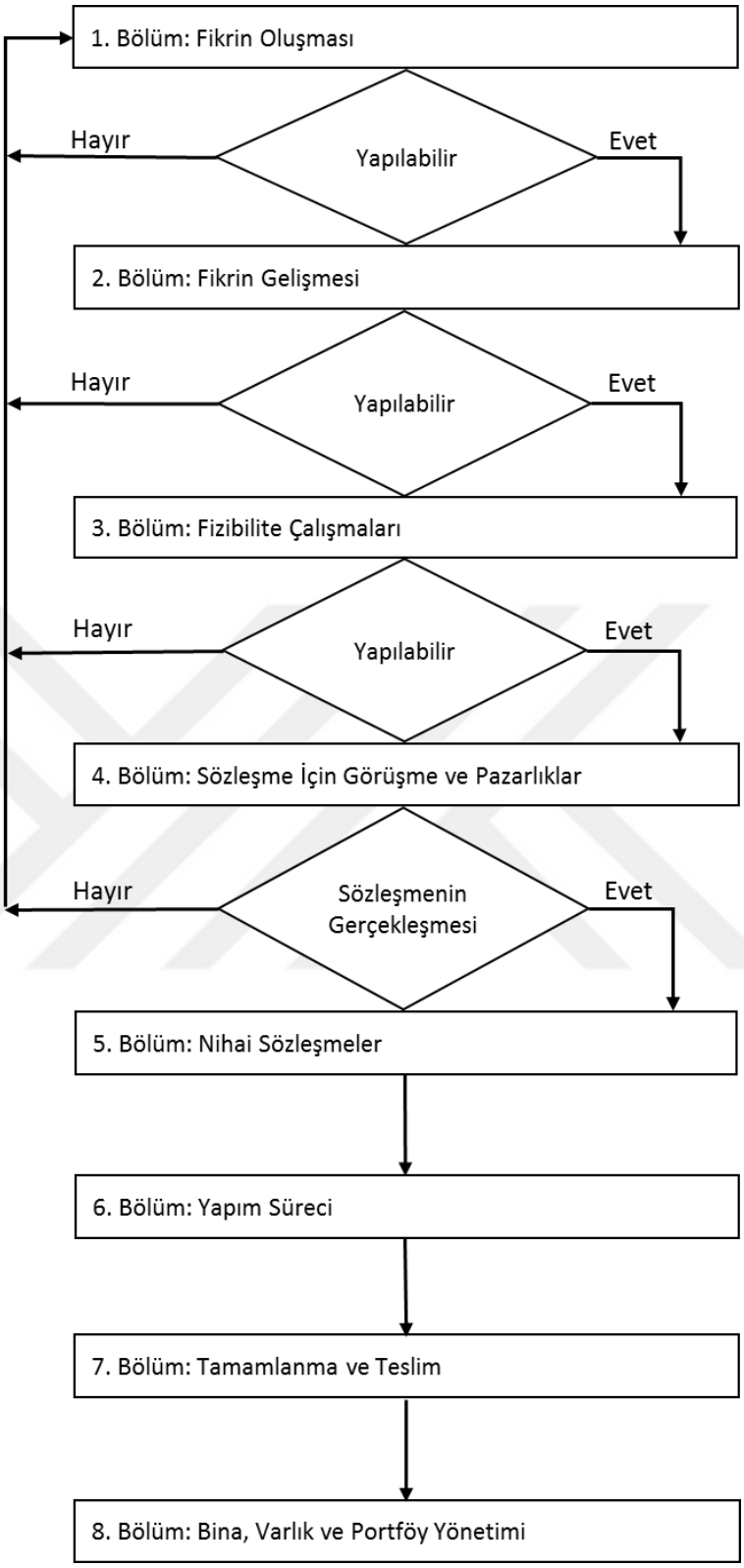
Sözleşmenin Gerçekleşmesi: Geliştirmenin beşinci aşaması olan bu bölümde, sözleşmeler imzalanır. Geliştiriciler, ortak girişim sözleşmesini, yapım için kredi sözleşmesini, sabit kredi anlaşmasını, inşaat sözleşmesini, satın alınacak arsa seçenekleri için çalışmalarını, sigorta ve kiracı anlaşmalarını bu aşmada yapmaktadır.

Yapım Süreci: Geliştirmenin altıncı aşaması olan bu bölümde, geliştiriciler maliyetlerin kontrolü ve hazırlanan bütçenin denetimini yaparlar. Pazarlama profesyonelleri ve geliştirici takımı tarafından önerilen değişiklikler onaylanır. Yapım esnasında çıkan anlaşmazlıkların çözülmesi, sözleşme yönetimi, iş programı ve denetimi, operasyon için hazırlık bu aşamada yapılmaktadır.

Tamamlama ve Teslim: Geliştirmenin yedinci aşaması olan bu bölümde, operasyon ekibi tarafından yapılan hazırlıklar tamamlanırken pazarlama ve reklam çalışmaları artmaktadır. Kullanım izni alınır ve kamu hizmetleri (elektrik, su, doğalgaz vb.) bağlantıları tamamlanır. Kiracılar kendi hazırlıklarını yaparlar. Yapım için alınan krediler sonlandırılır ve sabit krediler kapatılır.

Bina, Varlık ve Portföy Yönetimi: Geliştirmenin sekizinci ve son aşaması olan bu bölümde, bina yöneticileri varlığın kiralanması vb. gibi yönetim işlerine yoğunlaşırken uzun dönem sahipleri ise tekrardan düzenleme, yeniden modelleme, varlığın ekonomik performansına uygun şekilde yeni pazar alanlarının araştırılmasına yoğunlaşmaktadır. Portföy yönetimi ise yeni yatırım portföylerine bağlı olarak sabit varlıkların kurumsal yönetimlerinin düzenlenmesi işlerini kapsar [2].

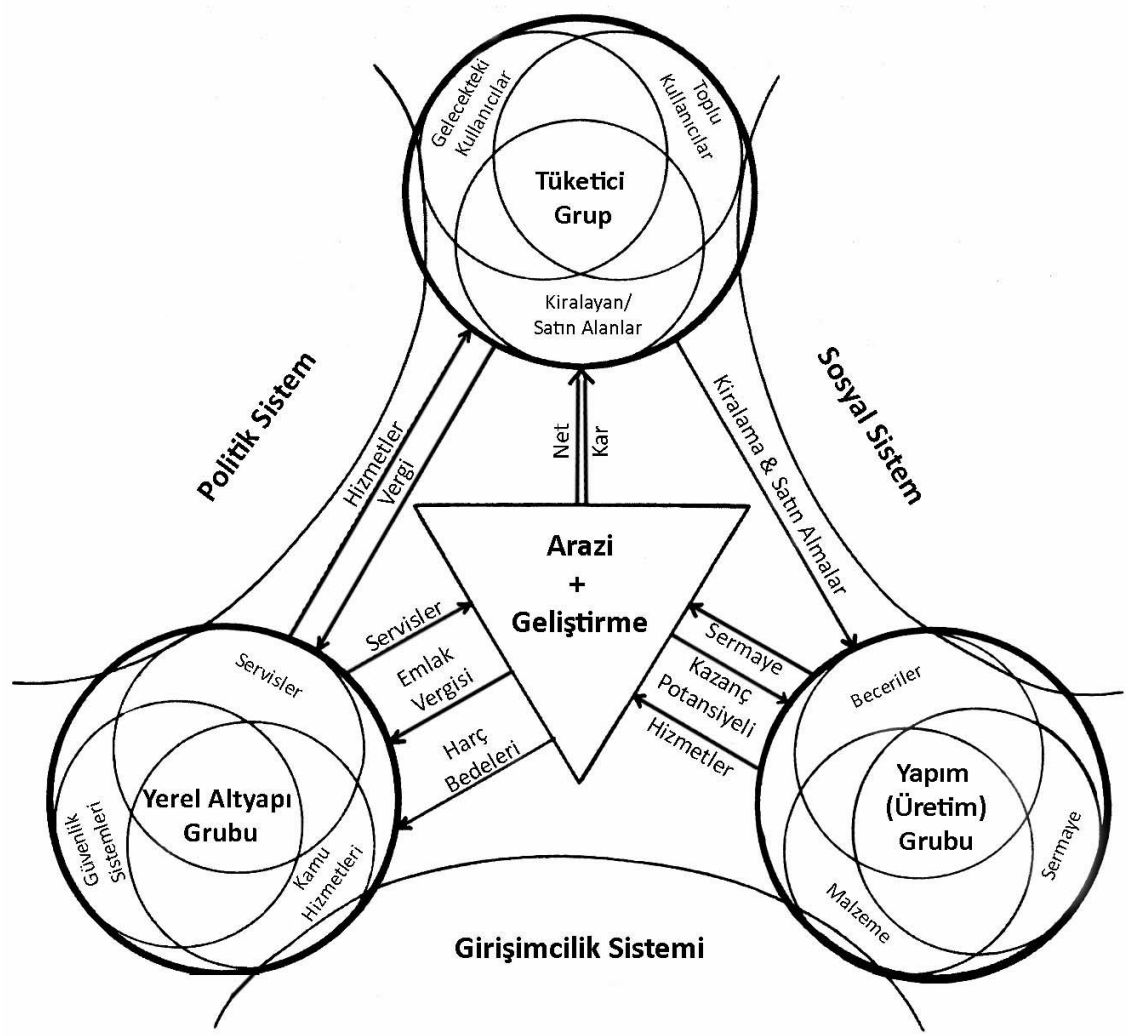
[1] İngilizce kaynaklarda devam etme/devam etmeme kararı, “go/no go decision” olarak kullanılmaktadır.



Şekil 2. 4 Sekiz aşamalı gayrimenkul geliştirme modeli [2]

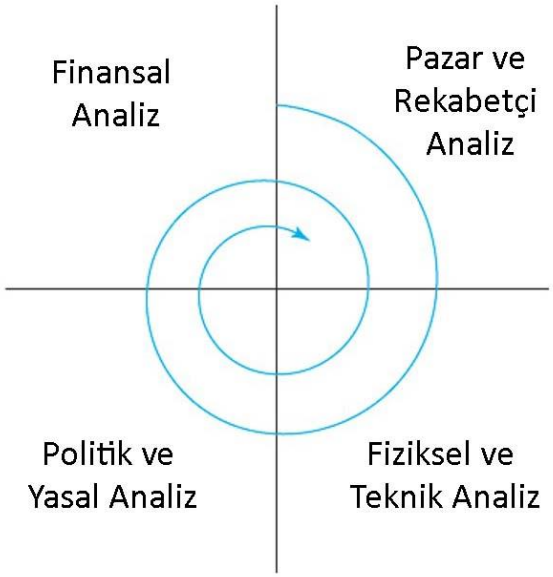
Graaskamp'a göre gayrimenkul geliştirme süreci üç ana gruptan oluşmaktadır. Bu gruplar; tüketici, yapım (üretim) ve yerel altyapı grubudur. Her bir grup karşılıklı ortalıktan fayda sağlamaktadır. Tüketici grubu, ürünü kullanacak kişilerden yani kiracılar

veya alıcılardan, toplu kullanıcılar ve gelecekteki kullanıcılardan oluşmaktadır. Kiralayan veya satın alanların bireysel hedefleri, kendi kaynakları ile yaşamlarını geçirecekleri, güvenliklerini ve konforlarını sağlayacak alanları kullanmaktır. Toplu kullanıcılar, gayrimenkul aktiviteleri doğrultusunda politik sistemleri takip ederler, açık alanları satın alırlar, ortak alt yapı sistemi sağlarlar ve geliştiricileri için ortak fonları birleştirirler. Gelecekteki kullanıcılar ise, gayrimenkulü gelecekteki varisleri/kullanıcılar için hazırlayanlardır. Yapım (üretici) grubu ürünü yaratan (mekân-zamandan para zamana dönüştüren) gruptur. Girişimci grup, tüketicinin ihtiyaçlarını karşılayacak ürün yaratma çabasındadır. Bu grup, üretim yapmak için gerekli olan sermaye, malzeme ve profesyonellerden oluşmaktadır. Yerel altyapı grubu ise yolar, kamu hizmetleri, okul, polis, itfaiye, tabu işlemleri gibi proje için gerekli altyapıyı sağlar. Bu gruplar, Şekil 2.5'de gösterildiği gibi karşılıklı etkileşim içerisindedirler [3].



Şekil 2. 5 Gayrimenkul geliştirme sürecindeki üç ana grubun etkileşimi [3]

Gayrimenkul geliştirmede, analizler, tasarım ve karar verme süreçleri sürekli tekrarlayan bir döngüdür. Şekil. 2.6'de Graaskamp'ın grafiksel olarak özetlediği karar verme sürecinde, her dört çeyrek dört ana disiplini göstermektedir: kent ekonomisi (gayrimenkul piyasası), mimari/mühendislik disiplinleri (fiziksel/teknik analiz), yasal/politik analiz ve finansal analiz (sermaye piyasası ve gayrimenkul varlık piyasası). Bu grafiğin, geliştirilmesi istenilen gayrimenkul türüne uygun olacak arsaya bakmak ve arsa kararı vermek için daha uygun olduğu söylenebilir. Tüm bu disiplinler farklı birer uzmanlık alanıdır. Bu noktada önemli olan, yapılabilir bir proje için çeşitli bölümleri girişimci bir yaratıcılıkla birleştirmek ve bu bölümlerin kolektif çalışmasını sağlamaktır. Her bir döngü sonucunda, proje tasarımı ve kararları daha fazla özümsenmiş, daha detaylı ve amacına daha yakın hale gelmektedir. Şekilde de görüldüğü üzere, hareket döngüsü merkeze doğru spiral olarak ilerleyerek merkezde ise dört disiplinin ortak karar noktasına ulaşmaktadır. Süreç boyunca devam et, devam etme ve geri dön kararları, süreç içinde elde edilen bilgilere dayanmaktadır [10].



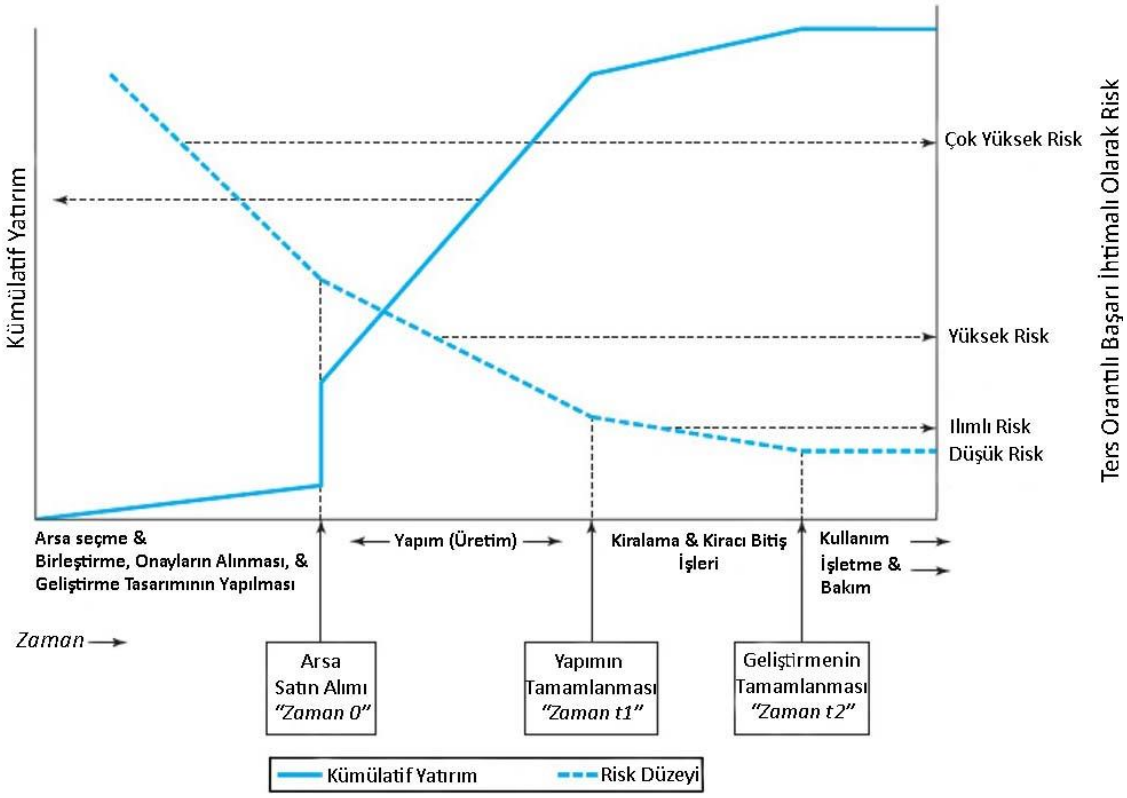
Şekil 2. 6 Graaskamp'ın karar verme süreci [10]

Gayrimenkul geliştirme projesi aşaması: yatırım ve risk dağılımının gösterildiği Şekil 2.7, sermayenin ana kaynaklarını içeren geliştirme projesi yatırım sürecine, genel bir bakış sağlamaktadır. Kesikli çizgi, sağ tarafta belli zaman dilimlerinde yatırımcıların yüz yüze kalabileceği, ekonomik ve finansal olarak projenin başarısız olabileceği risk düzeylerini

göstermektedir. Yatayda görülen zaman diliminde ise, gayrimenkul geliştirme süreci dört aşamaya bölünmüştür [10]:

- **Arsa Seçme, Birleştirme, Onayların Alınması & Geliştirme Tasarımının Yapılması:** Ön hazırlık aşaması olan birinci aşama, geliştirme projesinin oluşumundaki en yaratıcı ve girişimci zamandır. Bu aşamada, arsa seçme, birleştirme, resmi kurumlardan onay alma, geliştirme projesinin tasarımı, arsada en yüksek ve en iyi kullanım analizi yapılmaktadır. Ön hazırlık aşaması birkaç ay veya on yıldan fazla da sürebilmektedir. Geliştirme projesi bazen ekonomik, finansal veya yönetimsel açıdan uygun bulunmayabilir. Bu bağlamda ise süreç her zaman başarılıyla tamamlanamayabilir. Bu yüzden de, ön hazırlık aşaması geliştirme sürecinin en riskli aşamasıdır.
- **Yapım (Üretim):** Birinci aşamanın sonunda, gayrimenkulün doğru şekilde yapılması için arsa satın alınmalı veya edinilmelidir. İkinci aşamanın başladığı bu nokta, "Zaman 0" olarak da adlandırılmaktadır. Bu aşamadan sonra geri dönülemez ve arsa bir yapım (üretim) projesine dönüşür. Arsanın ekonomik değeri de birinci aşamada, üzerinde bir proje tasarımı geliştirildiği için artmıştır. İkinci aşamada, gayrimenkul geliştirme projesinin finansal harcamalarının büyük bir kısmı arsa üzerine gayrimenkullerin yapımı için kullanılır. Bu aşamada, yatırım geliştirmenin iki riski bulunmaktadır. Birincisi; kiralanabilir pazar riski yani kiralanabilir oran ve doluluk oranının kesin olarak bilinmemesidir. İkincisi ise; projenin tamamen öz kaynakla finansa edilmesi durumu veya tamamıyla kiralanmamış olmasıdır.
- **Kiralama & Kiracı Bitiş İşleri:** Üçüncü aşama olan kiralama ve kiracı bitirme işleri, ana inşaatın tamamlanmasıyla başlar. Bu aşamada, kiracılar kiraladıkları alanlara ait yapım işlerini tamamlarlar. İlk iki aşamaya göre daha az sermaye ve risk içermektedir.
- **Kullanım, Bakım & İşletme:** Son aşama olan dördüncü aşamada, projenin tümü ya da tümüne yakın kısmı kiralanmıştır ve işletilmeye başlanmıştır. Geliştirme projesi, kiralama pazarının şartlarına bağlı olarak uzun dönemli sabit bir karlılık seviyesine ulaşmıştır. Bu aşamanın başlangıcı, "Zaman t2" olarak yani yatırım geliştirmenin tamamlanması ve yatırımın içindeki sabit varlıklarının işletilmesi olarak

adlandırılmaktadır. Eğer yapım sürecinde yapı kredisi çekilmiş ise bu kredi sonlandırılarak kapatılır [10].



Şekil 2. 7 Gayrimenkul geliştirme projesi aşaması: yatırım ve risk dağılımı [10]

BÖLÜM 3

GAYRİMENKUL GELİŞTİRME VE YATIRIM İLİŞKİSİ

İkinci bölümde gayrimenkul geliştirme sektörü, gayrimenkul geliştirme kavramı, türleri, süreci ve gayrimenkul geliştirme sürecinde yer alan aktörler bağlamında ele alınmıştır. Bu bölümde, gayrimenkul piyasaları, bir yatırım aracı olarak gayrimenkul kavramı ve gayrimenkul yatırımlarının değerlendirilmesi kapsamında pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal analizler anlatılacaktır.

3.1 Gayrimenkul Piyasaları

Yatırım perspektifinden bakıldığında ticari gayrimenkul analizi, "kent ekonomisi" ve "finansal ekonomi" olmak üzere ekonominin iki ana dalıyla ilgilidir. Tüm ekonomik sosyal fenomenlerin (olayların) temelini piyasalar oluşturur. Esas itibariyle, piyasalar farklı kişilerin kendi istekleriyle aralarında mallarını ve hizmetlerini değiştirmesini sağlayan birer mekanizmadır. "Kullanım/kiralama piyasası[1]" ve "sahiplik/varlık piyasası[2]" ticari gayrimenkulün analizini yapmak için kullanılan iki temel piyasadır [10].

Reel gayrimenkul piyasaları, Berk'e göre, sözleşmeye dayalı nakit akışı (kira piyasası) ve varlıkların el değiştirdiği gayrimenkul alım-satım piyasası olarak iki ana bileşenden oluşmaktadır. Alım-satım piyasaları, lokasyon ve gayrimenkul türüne göre sınıflanmaktadır. Gayrimenkul yatırımcıları, belirli konumdaki belirli gayrimenkul türleri ile ilgilenirler. Örneğin; İstanbul'daki eğitim yatırımları ve özel okullar gibi [11].

[1] Kullanım/kiralama piyasası, İngilizce kaynaklarda "space market" olarak kullanılmaktadır.

[2] Sahiplik/varlık piyasası, İngilizce kaynaklarda "asset market" olarak kullanılmaktadır.

Gayrimenkul piyasaları, devlet müdahaleleri, yüksek sermaye gerekliliği, yatırımın getirisinin uzun sürmesi, yasal ve siyasi kısıtlamalar altında olması, likiditeye çevrilmesinin zorluğu ve taşınmaz mal olması gibi sebeplerden dolayı diğer piyasalardan ayrılmaktadır. Para piyasalarının tersine, etkin piyasa olarak değerlendirilemeyen gayrimenkul piyasaları, son yıllarda alternatif finansman araçlarının gelişmesi sayesinde etkin bir piyasa olmuştur [23].

Kullanım/kiralama piyasası "reel gayrimenkul" (real property) yani arsa ve bina alanlarıyla ilgilidir. Ayrıca bu piyasa, gayrimenkul "kullanım piyasası" (usage market) veya "kiralama piyasası" (rental market) olarak da anılmaktadır. Piyasanın talep tarafı, bina ve arsa alanlarının tüketim veya üretim amaçlı olarak bireysel, hane halkı ve firmalar tarafından kullanılmak istenmesidir. Örneğin, bir öğrenci barınma amaçlı olarak apartman dairesi kiralarken, bir hukuk bürosu hizmet üretimi için ofis kiralamaktadır. Piyasasının arz tarafı ise; gayrimenkul sahiplerinin mülklerini kiracılara kiralamasıdır. Kira, geçici bir zaman diliminde bir arsa ve bina alanının kullanım hakkı için belirlenmiş bedeldir. Kira bedeli, aylık ya da yıllık olarak metrekare bazında yapılabilmektedir. Kiralama bedelini piyasadaki o arsa ve bina alanındaki arz ve talep dengesi belirlemektedir. Eğer talep miktarı artar, mevcut arsa ve bina arzı sabit kalırsa, kiralar yükselme eğiliminde olurken; talep miktarı sabit kalırken mevcut arsa ve bina arzı artarsa kiralar düşme eğiliminde olmaktadır. Kullanım/kiralama piyasası, gayrimenkul piyasasının en temel türü olmasına rağmen sahiplik/varlık piyasası da eşit derecede önemlidir. Gayrimenkul varlık piyasası (real estate asset market) gayrimenkul varlıklarına (bu varlıklar arsalar ve üzerindeki binaları da içeren reel gayrimenkullerdir) sahip olma anlamındadır. Bu nedenle, sahiplik/varlık piyasası "emlak piyasası" (property market) olarak da anılmaktadır. Ekonomik perspektiften bakıldığında, esas olarak bu tür varlıklar gelecekte kazanılacak nakit akışlarını içermektedir. Bu gayrimenkul varlıkları, sermaye piyasasındaki menkul kıymetler gibi diğer sermaye varlıklarıyla karşılaştırabilir ve rekabet edebilir. Bu nedenle, gayrimenkul varlıkları piyasası, sermaye varlıklarının tüm türlerini içeren sermaye piyasasının büyük bir parçası olarak görülmelidir [10].

Sermaye Piyasaları

Gayrimenkulün sermaye piyasalarındaki rolü büyüktür. Gayrimenkul gelirleri, halka arz edilen kamu ve özel şirketleri vasıtasıyla (gayrimenkul yatırım ortaklığı veya gayrimenkul

şirketleri) halkla paylaşılmaktadır. Bu hisse senetleri borsada işlem görmektedir. Gayrimenkul şirketleri, proje tahvilleri vasıtasıyla borç piyasalarından faydalanabilirken diğer taraftan da, gayrimenkul şirketlerine yatırım yapan fonlar da halka arz edilebilir. Gayrimenkul kredileri, ikincil piyasalarda satış vasıtasıyla da menkul kıymet haline getirilebilir [11]

Sermaye piyasası, kamu ve özel sektör piyasası ayrıca varlıkların alıp satılması için sermaye ya da borç kullanılmasına göre kabaca dört ana kategoriye ayrılmaktadır. Kamu piyasaları, küçük homojen birimlerin (hisselerin) bulunduğu varlıkların, kamuya açık şekilde takas edilerek birçok alıcı ve satıcının genellikle aynı anda piyasaya katılıp, herkes tarafından görülebilecek şekilde uygun fiyatlı teklif verdiği piyasalardır. Kamu sermaye piyasasına klasik bir örnek menkul kıymetler borsasıdır. Bu piyasalarda, varlıklara ait hisselerinin ticaretinde kullanılan alım satım işlem fiyatları için hazırlanan raporlar halka açık olarak günlük veya daha sık aralıklarla yayınlanmaktadır. Kamusal piyasalardaki varlıklar, yüksek derecede likiditeye yani bu varlıkların en son teklif edilen veya yakınındaki fiyattan kolaylıkla alınıp satılmasına bağlı olarak vasıflandırılmaktadır. Hisse senedi fiyatlarının kendi değerleriyle ilgili haberlere bağlı olarak hızlıca ayarlanabilmesi, likiditenin hem nedenini oluşturur hem de kamu piyasalarındaki varlıklar bundan etkilenir. Varlık fiyatlarının kendisiyle ilgili haberlere hızlıca cevap verebilme kabiliyeti, enformasyonel (bilgilendirici) etkin varlık piyasası olarak bilinir. Kamu piyasasının tersine, özel sektör piyasasında, varlıklar bireysel alıcıların ve satıcıların arasında genellikle komisyoncular yardımıyla düzenlenen özel ticari işlemlerle alınıp satılmaktadır. Özel sektör piyasalarında, bütün varlıkların (zorunlu olmamakla birlikte) tek taraflı ticari işlem görmesi yaygındır. Bu nedenle, bireysel işlemlerin ortalama büyüklüğü özel sektör piyasalarından daha büyük olma eğilimindedir [10].

Para piyasaları, vadesi bir yıl veya daha az finansal araçları içerirken sermaye piyasaları ise vadesi bir yıldan fazla olan finansal araçları içermektedir. Yapım kredileri genel olarak kısa dönemlidir ve geri ödemesi bir yıl içinde olur. Bu krediler, faiz oranı kısa vadeli endekse bağlı olan değişken faizli kredilerdir. Para piyasalarına, yapım kredileri örnek olarak verilirken; sermaye piyasalarına ise uzun dönemli finansal araçlardan, devlet tahvilleri ve bonoları, uzun dönem banka kredileri, hisse senetleri örnek gösterilebilir [2].

Borç ve öz sermaye iki farklı sermaye varlık tipidir. Bunlar kamu veya özel sektör piyasasında alım satım işleri için kullanılırlar. Çizelge3.1'de, başlıca sermaye varlık piyasası ve yatırım araçları gösterilmektedir.

Çizelge 3. 1 Başlıca sermaye varlık piyasası ve yatırım araçları [10]

	Kamu Piyasaları	**Özel Sektör Piyasaları**
Öz Sermaye Varlıkları	Hisse Senetleri Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları (GYO) Yatırım Fonları	Reel Gayrimenkuller Özel Sermaye Serbest Yatırım Fonu
Borç Varlıkları	Tahviller İpoteğe Dayalı Menkul Kıymetler Para Piyasası Araçları (Mevduat Hesapları, Mevduat Sertifikası, Finansman Bonosu vb.)	Banka Kredileri Ticari İpotekler Girişim Borçları ve Kaldıraçlı Sistemler

Borç varlıkları, esas olarak borçlular tarafından alınmış olan kredilerin gelecek nakit akışlarından elde edilecek faiz ve anapara ödemeleridir. Borç verenlerin veya tahvil sahiplerinin, nakit alacakları için dayanak varlıklardan gelecek nakit akışlar, borç varlıklarının karakteristik özelliğini oluşturmaktadır. Borç nakit akışları sözleşmelerle tespit edildiği için borç verenlerin ileride alacakları nakit akışlarının bedeli ve zamanı açıkça bellidir. Borç varlıkları, öz sermaye varlıklarından daha az risklidir çünkü bunlar vadeli ödemelerdir ve ödemelerin bitiş tarihleri önceden belirlenmiştir. Borç varlıklarının tersine öz sermaye varlıkları, sahiplerine dayanak varlıkları (bir şirket veya bir gayrimenkul gibi) tarafından oluşturulmuş nakit akışlarından kalan ödemeler veya ikincil ödemelerdir. Çünkü öz sermaye alacakları, birincil taleplerden sonra kalan tutarlar olduğu için, öz sermayeler borçlara göre daha riskli olma eğilimindedir. Ancak, öz sermaye sahipleri dayanak varlıklarının yönetiminde daha fazla kontrol sahibiyken büyümeden veya dayanak varlıklarından gelecek potansiyel nakit akışı yükselmelerinden daha fazla kar alabilmektedir. Öz sermaye varlıkları, örneğin hisse senedi ve reel gayrimenkuller, sonsuz ömre sahiptir. Sonsuz ömrün anlamı öz sermaye varlık sahiplerinin, gerektiğinde varlıklarını satarak nakde çevirebilmesidir. Ayrıca, varlıkların bugünkü değerinin, çoğu kesin olmamakla birlikte gelecekteki nakit akışlarından türemektedir. Başka bir neden de, öz sermaye varlıklarının değeri borç varlıklarına nazaran daha değişken olma eğilimindedir [10].

3.2 Yatırım Aracı Olarak Gayrimenkul

"Finansal ekonomi" sermaye piyasalarına ve piyasadaki sermaye varlıklarına yoğunlaşan ekonomi biliminin bir dalıdır. Sermaye varlıkları, parasal açıdan ölçülebilen gelecekteki potansiyel kâr akışlarına yönelik taleplerdir. Sermaye varlık piyasalarının işlev gördüğü sistematik bir çalışmada, sermaye varlıklarının fiyatlarını belirlemenin ve gayrimenkul varlıklarının parasal değerini biçmenin, finansal ekonomideki en can alıcı nokta olduğu Geltner tarafından ifade edilmektedir. Finansal ekonomi, sermaye varlıklarının bugün piyasadaki ticari değerini belirlemek için sermaye piyasalarının zamanı, riski ve gelecekteki muhtemel nakit akışlarının diğer varlık türlerine kıyasla nasıl ölçüldüğüyle ilgilenir. Burada bahsedilen konuyla yakından ilişkili olan husus zaman içinde varlık piyasasının değerinin nasıl değiştiğidir. Yatırım perspektifinden gayrimenkulü anlamak için öncelikli olarak "İnsanlar neden yatırım yapar ve neden buna ihtiyaç duyar?" sorusuna cevap vermek gereklidir. "Yatırım" paranızı bir kenara ayırarak biriktirme ya da başka bir deyişle tasarruf yapma eylemidir. Bireysel düzeyde bakıldığında, insanlar mevcut durumda tüketime ihtiyaç duyduklarından daha fazla paraları olduğu için veya gelecekte ulaşmak istedikleri amaçlarına sahip olmak için mevcuttaki bazı ihtiyaçlarından fedakârlık ederek yatırım yaparlar. Sermaye piyasalarında, birçok yatırımcı ana yatırım hedeflerini belirlerken belli başlı kısıtlamalarla karşı karşıya gelmektedir. Temel düzeyde birbirinden farklı ve zıt iki ana yatırım hedefi aşağıda tarif edilmiştir:

- **Büyüme (Birikim) Hedefi:** Uzun vadelidir ve acil ara nakit ihtiyacı olmadan yapılan yatırımdır. Genç ve orta yaşlı bireylerin genellikle kullandığı gelecekte uzun süreli nakit akışı sağlayacak bireysel emeklilik fonları örnek olarak verilebilir.
- **Gelir (Mevcut Nakit Akım) Hedefi:** Kısa vadelidir ve nakit ihtiyacını devam etmekte olan yatırımlardan sağlamaktadır. Yüksek oranda nakit akışı getirebilecek faiz geliri, temettü ve kira ödemeleri gibi yatırımlar örnek olarak verilebilir [10].

Gayrimenkul yatırımları, para piyasalarından ve faiz oranlarından doğrudan etkilenmektedir. Gayrimenkuller uzun vadeli dış kaynaklarla finanse edilmeye elverişli olduğu için genellikle düşük enflasyon ve faiz oranları gayrimenkul yatırımları için uygun ortamlardır [11]. Gayrimenkul yatırımları, yüksek nakit girişi, riski dağıtabilme olanağı ve enflasyona karşı önlem olabilme gibi unsurlara sahip olduğu için son yıllarda önem

kazanan bir yatırım aracıdır. Yatırımcılar, bir gayrimenkul projesine yatırım yapacakları zaman diğer yatırım alternatiflerini de göz önüne alarak bu alternatifleri etkinlik ve verimlilik açısından birbirleri ile karşılaştırırlar. Alternatiflerden en iyi olanı seçerler. [12]. Tüm yatırımcılar, birikim veya gelir getiren yatırımlar ya da her ikisini birden kapsayan varlık portföylerine sahip olmayı hedeflemektedir. Yatırımcıların bu amaçlarını gerçekleştirirken karşılaştıkları sınırlayıcılar ya da çekinceler bulunmaktadır. Gayrimenkul varlık piyasası başta olmak üzere sermaye piyasasını etkileyen başlıca sınırlayıcılar aşağıda açıklanmıştır [10]:

- **Risk:** Yatırımın yapıldığı tarihte gelecekteki performansının öngörülemeyişidir.
- **Likidite:** Yatırım varlıklarının değerini kaybetmeden hızlıca alım-satım yapılabilirliğidir.
- **Vade:** Yatırımcının hedefleri, kısıtları ve çekinceleriyle belirlenen yatırımın süresidir.
- **Yatırımcı Uzmanlığı ve İşletme Yükü:** Yatırımcının, yatırım sürecini ve varlıklarını yönetmek için sahip olduğu deneyim ve istektir.
- **Büyüklük:** Yatırım için gerekli olan sermaye miktarının büyüklüğüdür.
- **Sermaye Kısıtları:** Yatırımcının, yatırım fırsatları olduğunda öz sermaye ve ek sermaye (borç alma) kullanabilme kısıtlarıdır.

Yatırımcılar özellikle gayrimenkul yatırımcıları, az riskli ve yüksek likiditesi olan varlıklara yatırım yapmayı tercih ederler. Gayrimenkul yatırımlarında, emlak varlıklarının gerçek değerinde satışı diğer yatırım araçlarından (hisse senedi, bono vb.) daha uzun süre aldığı için likidite belli başlı kısıtlayıcılardan biridir. Sonuç olarak, gayrimenkul ve diğer yatırımlarda, fırsatlar ve zorluklar yatırımcının büyüklüğüne göre değişmektedir. Örneğin, ölçek ekonomisinden dolayı büyük yatırımcılar, daha düşük maliyetli yatırımlar yapabilir ve daha geniş yatırım alternatif yelpazesine de sahiptir. Yatırımlarında ve işletmelerinde, daha fazla profesyonel yöneticileri işe alma şansı vardır. Öteki taraftan, büyük yatırımcılar, sermaye miktarının büyüklüğünden dolayı girdikleri piyasadaki varlık fiyatlarına etki etme eğilimindedirler. Bu yüzden de daha az likiditeye ihtiyaç duyarlar. Birçok büyük yatırımcı ve neredeyse küçük yatırımcıların tümü, sermaye kısıtlamasıyla karşı karıya kalmaktadır. Bazı durumlarda yatırımlardaki kârlı fırsatlardan vazgeçmek

durumunda kalırlar. Sermaye kısıtları, yatırımcıların en doğru zamanda en iyi yatırım kombinasyonlarını seçmelerini sağlamaktadır. Geleneksel olarak, yatırım dünyasındaki portföy planlamasını oluşturan dört ana varlık sınıfı tanımlanmaktadır:

- Nakit (Hazine Bonoları)
- Hisse Senetleri
- Tahviller
- Gayrimenkul

Yukardaki sınıflandırma sadeleştirilmiş ve belirli bir üsluba göre yapılmış olsa da bu dört ana varlık sınıfı çeşitli nedenlerle bu şekilde sınıflandırılmıştır. İlk olarak, her bir varlık sınıfı yatırımcıların hedefleri ve kısıtlamaları açısından kendine has karakteristik özellikler sergilemektedir. İkincisi, herkesin ulaşabileceği varlık sınıflarının her birinin performanslarına bağlı olarak oluşan, periyodik olarak tekrarlanan getirileri gösteren, önemli tarihi tecrübelere dayanan bilgilerdir. Üçüncü olarak, bu varlık sınıflarının oluşturduğu piyasalar önemli miktarda sermaye akımlarından bile etkilenmeyecek kadar büyüktür. Dördüncüsü, tüm varlık sınıflarına yatırım yapılabilir. Başka bir deyişle, varlık piyasalarını ve yatırım araçlarını var eden bu varlık sınıflarının her birinden kurumsal ve/ya bireysel olarak alım satım yapılabilmesidir [10].

Para piyasaları, borç alanlar ve verenleri piyasalarda bir araya getirmektedir. Bu piyasalarda, devlet ve ticari bonolar da işlem görmektedir. Repo piyasasında da menkul kıymetler, belirli fiyatla belirli zaman sonra geri alınmak üzere satılmaktadır. Birincil ipotek piyasasında, kredi verenler gayrimenkul alımı uzun vadeli fonlar vasıtasıyla finanse edilirken; ikincil piyasalarda ise, kredilerden oluşan fonlar, borç piyasalarında halka, girişim sermayesi şirketlerine, sigorta şirketlerine, çeşitli öz sermaye kuruluşlarına satılarak bankalara yeni krediler sağlamak üzere likiditeye çevrilir. Bu sayede, bankalar likidite temin eder, krediyi devralanlar kredinin nakit akımından, yeni kredi almak isteyenler de bankanın artan sermaye gücünden faydalanır. Devlet bu piyasalara yasal düzenlemelerle müdahale edebilmektedir [11].

Bu bölümde, yatırım aracı olarak gayrimenkul varlıklarının diğer ana geleneksel yatırım varlık sınıflarına göre (hisse senetleri, tahviller, vb.) farklılıkları ve benzerlikleri

incelenmiştir. Çizelge 3.2. ‘de dört ana varlık sınıfının yatırım performanslarının niteliksel olarak kıyaslanması gösterilmektedir.

Çizelge 3. 2 Dört ana varlık sınıfının yatırım performanslarının niteliksel olarak kıyaslanması [10]

Yatırım Kriterleri	Hisse Senetleri	Gayrimenkul	Uzun Dönem Tahviller	Nakit (Hazine Bonoları)
Risk	Yüksek	Orta/Düşük	Orta/Düşük	En Düşük
Yatırımın Geri Dönüşü	Yüksek	Orta	Orta	En Düşük
Mevcut Getiri	Düşük	Yüksek	Çok Yüksek	Orta
Büyüme	Yüksek	Düşük	Yok	Yok
Enflasyon Korunma	İyi	İyi	Kötü	Çok İyi

Dört ana varlık sınıfı içinde gayrimenkulün önemli bir rol aldığı yukarıdaki tabloda görülmektedir. Gayrimenkuller, risk, yatırımın geri dönüşü ve mevcut getiri yönünden daha çok uzun dönem tahvillere benzemekteyken sermaye büyümesi ve enflasyondan korunma açısından tahvillerden ayrılmaktadır.

3.3 Gayrimenkul Yatırımlarının Değerlendirilmesi

Bir yatırım projesi, ileride daha fazla nakit akışı sağlamak amacı ile planlı olarak bir dizi harcamayı finanse etmeyi gerektirir. Yeni bir girişimin başlatılmasına yönelik bir öneri olarak gayrimenkul yatırım projelerinin gelişim süreci, Sarıaslan’a göre, beş aşamadan oluşmaktadır:

Proje Fikrinin Doğuşu ve Ön Eleme: Yeni girişim ya da yatırım fikirleri geliştirme konusunda düşünmek ve yaratıcı olmak için yol gösterici iki temel ilke aşağıda önerilmektedir.

- Bir ihtiyacın araştırılması ve bu ihtiyacı giderecek projelerin belirlenmesi:
  - Mevcut piyasanın durumu incelenir, sorunları ve ihtiyaçları belirlenir,
  - Mevcut piyasanın girdi ve çıktıları incelenir,
  - Nüfusun gelişme eğilimlerine ve demografik verilerine bakılır,
  - Kalkınma planları, ekonomik gelişme ve değişim eğilimleri incelenir,

- Toplumsal değişim eğilimleri incelenir,
- Yeni yasalar, etkileri ve zorunlulukları açısından incelenir.

- Proje seçimi ve ihtiyaç derecesinin belirlenmesi:
  - Hedeflenen pazar durumu incelenir,
  - Hedef pazarın büyüme potansiyeli incelenir,
  - Proje ürünün piyasada fiyat, kalite, maliyet ve tasarım açısından rekabet gücü ve derecesi incelenir,
  - Projenin teknoloji riski, istikrar derecesi ve rakiplerin gücü incelenir.

Ön Yapılabilirlik Çalışması (Ön Fizibilite Etüdü): Ön elemeden geçen ve potansiyel başarı derecelerine göre öncelikleri belirlenen proje fikirleri için kapsamlı bir proje çalışması (fizibilite etüdü) yapılmasından önce, bir ön yapılabilirlik çalışması yapmak daha uygun olacaktır. Bir yatırım projesi için fizibilite etüdü yapmak belirli bir maliyet ve zaman harcamak gerektiren kapsamlı bir çalışmadır. Bu nedenle ön elemeden geçen her proje fikri için fizibilite yapmak yerine, ön fizibilite yaparak çalışmaya gerek olup olmadığına karar vermek daha uygun olacaktır. Bir ön fizibilite çalışması için sağlanan bilgiler ışığında aşağıdaki üç konuda karar vermek gerekir:

- Elde edilen veri ve bilgilere göre söz konusu projeler potansiyel başarı açısından umut veriyor mu?
- Eğer bir proje fikri potansiyel bir başarı vaat ediyorsa, kapsamlı bir fizibilite etüdü yapılmasına karar verilir.
- Fizibilite etüdünün nasıl ve kimlere yaptırılacağı ve tahmini toplam maliyetinin ne olacağı belirlenir.

Yapılabilirlik/Olabilirlik (Fizibilite Etüdü) Çalışması: Sermaye varlıkları yatırım önerisi, yeni yatırım, genişleme yatırımı, yenileme ve modernizasyon şeklinde olabilir. Fizibilite etüdü dört belirgin aşamayı içeren kapsamlı bir ekonomik çalışmadır:

- Pazar analizi,
- Teknik analiz,
- Yasal-yönetsel analiz,

- Finansal analiz.

Fizibilite etüdünün kapsamış olduğu yukarıda belirtilen analizler, yapılış sırası açısından böyle bir sıra düzeni içinde birbirlerine bağlı olarak yapılmaları zorunlu olmamakla birlikte, pratik uygulamalar böyle aşamalı bir analiz düzeninin büyük kolaylık sağladığını göstermektedir.

Projenin Değerlendirilmesi: Temelde, proje değerlendirmesinin esas amacı, yatırım önerisinin gelecekteki nakit girişleri ile nakit çıkışlarını karşılaştırmak, önerinin uygulanabilirliği konusunda önceden karar vermek olmalıdır. Gayrimenkul yatırım önerisinin değerlendirilmesi iki aşamada yapılmaktadır:

- **Ekonomik Değerlendirme**: Projenin/yatırımın kârlılık düzeyinin belirlenmesi ve buna dayalı olarak ret ya da kabul edilmesi veya seçenek yatırım önerilerinin karşılaştırılmasıdır.
- **Finansal Değerlendirme:** Ekonomik değerlendirme sonucu kârlı olduğu saptanan projenin/yatırımın, belirlenen finansman yapıları ile faaliyetlerini düzgün bir şekilde yürütüp yürütemeyeceğinin değerlendirilmesidir.

Projenin Uygulamaya Konulması ve Proje Planlaması: Gayrimenkul projesinin/yatırımının değerlendirilmesi sonucunda, uygun bulunan yatırımların uygulamaya konulması ve planlama yapılmasıdır [13].

Miles vd. göre, fizibilite tanımı basit bir maliyet hesabının çok ötesine geçmektedir. Gayrimenkul yatırımcıları, harcadıkları sermayenin ileride getireceği kâr oranında risk alırlar. Yatırım kârlarının hesaplanması için önceden belli varsayımların yapılması gereklidir. Bu varsayımların sonuçlarına göre, yatırımcı projeyi yapıp yapmama kararı aldığı için yatırım öncesinde yapılan fizibilite çalışmaları önemlidir. Graaskamp'ın fizibilite tanımına göre, limitli kaynaklar ve belirli kısıtlamalar çerçevesinde seçilen gayrimenkul yatırımı, başarıya ulaşma olasılığı makul bulunduğu takdirde yapılabilir olarak kabul edilmektedir. Graaskamp'ın bu tanımındaki her ifadesi, fizibilitenin anlaşılması için önemlidir:

- Fizibilite analizleri hiçbir zaman kesinlik göstermez. Yapılabilir durumdaki bir proje, hedeflerini gerçekleştirmeye yakın olduğunda bile fizibilite çalışması projenin başarısını garantilemez.

- Fizibilite çalışması başlamadan önce, projenin hedefleri açık bir şekilde belirlenmiş olmalıdır. Projenin hedeflerine göre, tüm paydaşlar, özellikle kamu sektörü ortakları ve son kullanıcılar, tespit edilmelidir.
- Fizibilite çalışmasında, seçilen yol haritası ve onun uygunluğu lojistik ve zamanlama açısından test edilmelidir. Projenin hazırlanan iş planı içinde başarılı olup olamayacağı yani; yapıma dönüşüp dönüşemeyeceği soruları cevaplanmalıdır.
- Seçilen yol haritasının, fiziksel ve yasal sınırlamaları da içeren çeşitli kısıtlara uygunluğu gayrimenkul geliştirme süreci boyunca sınanmalıdır. Projenin yapılabilir olması için, belirli bir zaman ve kısıtlar içinde, hedeflenen yol haritasına göre, gerekli sermaye miktarı ve iş gücü bu projeye uygun şekilde planlanmış olmalıdır [2].

Schmitz ve Brett' göre, bir gayrimenkul yatırımının yapılabilir olarak kabul edilmesi için, fiziksel olarak mümkün, yasal olarak izin verilebilir, finansal olarak yapılabilir ve aynı zamanda azami düzeyde verimli olması gereklidir. Gayrimenkul geliştirici, nakit akış öngörülerini, projenin fizibilitesini, kiralama oranlarını, satış fiyatlarını ve önerilen ürünün pazar taleplerini fizibilite analizinde göstermelidir. Tipik bir fizibilite analizi, yönetici özetini, pazar analizlerini, taslak çizimlerini, maliyet tahminlerini, finansman kaynak ve şartlarının bilgisini, çevresel değerlendirme raporlarını ve hesaplanmış finansal fizibiliteyi kapsamaktadır. Fizibilite çalışmasının finansal açıdan uygun olup olmadığını belirlemek için kullanılan ana bileşenler aşağıda verilmektedir:

- Hedef pazar için gayrimenkulün ve yakın çevresinin tanımlanması,
- Talep ve tüketici analizi (hedef pazarın detaylı verileri, nüfus yoğunluğu, istekleri ve gelir düzeyleri),
- Arz ve rekabet analizi (uygun ve karşılaştırılabilir önemli özelliklerin açığa çıkartılması, işlevleri ve her birinin avantajları),
- Pazarlanabilirlik analizi (satılacak/kiralanacak karşılaştırılabilir ürünlerin ekonomik performansı),
- İskonto edilmiş nakit akış tablosundan elde edilen bilgiler,
- Duyarlılık analizi ile planın her bir bölümünü kendi içinde değerlendirilmesi,

- Uygun risk kontrol teknikleri ile gerçekçi bir biçimde riskin gözden geçirilmesi,
- Her bir katılımcı için projenin yapılabilir olduğunun teyit edilmesidir [14].

3.3.1 Pazar Analizi

Sarıaslan'a göre pazar analizi, bir gayrimenkul yatırım projesinin ilk aşamasıdır ve "projenin içinde yer alacağı sistemin (pazarın ve çevrenin) mevcut ve gelecekteki durumunu, işleyişini, pazarın proje ürününe göstereceği olası tepkiyi ve etkilerini önceden belirlemek amacı ile gerekli veri ve bilgilerin araştırılmasını, toplanmasını ve işlenmesini kapsar" şeklinde tanımlanmaktadır. Pazar analizi sonucunda, gayrimenkul yatırım projesinin hedeflenen pazara uygun olup olmadığının, eğer uygun ise yeterli büyüklükte bir pazarın bulunup bulunamayacağının netleştirilmesi beklenmektedir [13].

Schmitz ve Brett' göre, pazar analizi projenin talep ve arzının belirlenmesi için yapılan bir çalışmadır. Gayrimenkulü satın alanlar veya kiracılar talep tarafını oluştururken; arz tarafını ise rekabetçiler (mevcut gayrimenkuller, pazara daha önce girmiş olan veya yeni yapılmakta olan projeler) oluşturmaktadır. Pazar analizi, karar verme sürecine bağlı olan talep ve arz analizlerinin bir sentezidir. Gayrimenkul geliştirmede pazar analizi, hem kamu sektöründeki hem de özel sektördeki yöneticilere yol göstermektedir. Pazar analizinin hedefi, geliştiricilere ve yatırımcılara mümkün olduğunca doğru analizler sağlamak; riskleri azaltırken fırsatları arttırmaktır. Pazar araştırması, hem projenin yapılabilir olduğunu tespit etmek için hem de projenin planlanması ve tasarımı için kullanılır. Gayrimenkul geliştiricisi, hedef pazarın taleplerine uygun olarak projenin konumunu, tasarımını, fiyat ve pazarlama stratejisini belirlemelidir. Gayrimenkul geliştirici, projenin başlamasından başarılı bir projenin ortaya çıkmasına, projeye uygun arazi seçilmesinden ortaya çıkan ürünün pazarlanmasına kadar olan süreçte zamanını ve kaynaklarını iyi kullanmalıdır. Gayrimenkul geliştirmede pazar araştırması, geliştirilecek projenin türü ne olursa olsun üç ana soruyu cevaplamalıdır [14]:

- Önerilen projeyi kiralayacak veya alacak kullanıcılar var mı? (mevcut kira bedellerindeki değişim, artış ya da azalış oranları, kiracı potansiyeli)

- Önerilen proje, pazarda ne kadar sürede ve hangi fiyattan alıcı bulmaktadır? (hedeflenen bölgedeki gayrimenkul talep ve arz dengesine göre belirlenen boşluk oranları, fiyatlar, kullanıcı tipi)
- Önerilen projenin, pazardaki rekabet gücünün artması için nasıl planlanır ve pazarlanır? (hedeflenen pazardaki büyüme oranı ve buna bağlı olarak tasarım ve pazarlama stratejisinin geliştirilmesi)

Pazar analizlerinin çoğu, önerilen proje için hem pazarın potansiyelinin anlaşılması hem pazarlanabilirlik, hem de rekabet edebilirlik analizlerini içermektedir. Pazar analizi, lokasyon, arsa, büyüklük, tasarım ve kalite, özellikler, hedef kitle, fiyat stratejisi vb. konulara bağlı olarak alınacak kararlar için zemin oluşturmaktadır. Pazar analizinin en detaylı hali, genellikle kapsamlı bir fizibilite çalışmasının parçası olarak yapılmaktadır. Pazar analizi sonucunda elde edilen, gayrimenkulün fiyat ve emilim hızına (gelecekteki projenin kiralanma/satılma hızına) ait bilgiler, fizibilite analizde nakit akımlarının hesaplanması için temel oluşturmaktadır. Emilim oranı, finansal fizibilite modellerinde, önemli bir girdidir. Yatırımcı, proje tamamlandıktan sonra ne kadar sürede, pozitif nakit akıma geçeceğini bilmek ister. Ön kiralama, emilim oranını etkileyen bir faktördür. Pazar analizi, genellikle istatiksel eğilimler ve pazardaki satışlar, kiralar, boşluk oranı ve emilim hızı üzerine yoğunlaşırken; nitel analizler ise anketler, psikolojik analizler, odak grupları ve küme analizleri kullanılarak incelenmektedir. Gayrimenkul pazarı, geleneksel istatistik modelleri ve formüllerden oluşan büyük bir bilgi havuzundur. Ancak, nitel analizler de yapılmadan gayrimenkul geliştirmede başarılı olunamadığı ifade edilmiştir. Bu yüzden, gayrimenkul geliştirmede, nitel analizlerin rolü büyüktür [14].

Geliştiriciler, deneyiminin çok az olduğu yeni bir pazara girdiğinde, pazardaki mevcut durumlarını değerlendirip hedeflerini gerçekçi hale getirmek ve risklerini azaltmak için daha çok çaba harcarlar. Geliştirici, nicel/nitel pazar analizleri sayesinde, yeni pazarların bilinmeyenlerini aydınlatırken yanı sıra projenin potansiyel başarı şansını da artırırlar. Gayrimenkul geliştirme profesyonelleri, pazarın kısa ve uzun dönem etkilerden haberdar olmak için ulusal, yöresel pazar eğilimlerini yakından takip ederler ve uzmanlardan bilgi alırlar. Projenin makroekonomik değişimlerden daha az etkilenmesi için gelecekle ilgili analizlerin iyi yapılması gereklidir. Gayrimenkul geliştirme, yavaş ilerleyen bir süreç

olduğu ve değişiklikler yaşanabildiği için pazar analizi, gayrimenkulün geliştirme ve yönetim süreci boyunca devam etmelidir [14].

Arsa Seçimi Öncesinde Pazar Analizi

Peiser ve Frej göre, pazar analizi arsa seçiminden önce ve de arsa seçilip proje belirlendikten sonra iki ayrı aşamada yapılmaktadır. Arsa seçiminden önce yapılan pazar analizinin amacı, pazarın hangi kesiminde ihtiyaç olduğunu belirlemektir. Deneyimli geliştiriciler, pazardaki en rekabetçi pazarın tipini ve lokasyonunu araştırırken yeni başlayan geliştiricilerin araştırma için ne yeterli zamanı ne de yeterli kaynağı vardır. Geliştiricinin, pazarın her aşamasını analiz ederek alacağı başlıca pazar kararları, projenin amacını, konumunu ve büyüklüğünü etkilemektedir. Pazar tipleri, konut, endüstriyel, ticaret ve karma kullanım alanları olabilir. Geliştiricilerin, hedeflenen pazardaki gayrimenkul tipine göre en çok cevaplanmasını istedikleri sorular şunlardır [1]:

- En çok talep gören alanlar nerelerdir?
- Pazarın yatırım yapmaya elverişli sektörleri nelerdir?
- En faal yatırımcılar kimlerdir? Bu yatırımcılar ne tarz yatırımlar yapmışlardır ve eğilimleri ne yöndedir?
- Yatırım yapılacak arsa yapım firmasına ait olsaydı arsayı nasıl değerlendirirdi?
- Hangi tür binalar için finansörlerden kredi temin edilebilir?
- Hangi tür binalar için finansörlerden kredi temin edilemez?
- Özellikle hangi tip gayrimenkul projeleri popülerdir?
- Başlıca yapım firmaları kimlerdir?
- Pazardaki diğer gayrimenkul geliştiricileri kimlerdir ve ne tür projeler yaparlar? Gelecekte kaç birim veya m²'lik bir alanda çalışmayı planlamışlar? Ayda kaç gayrimenkul satıyorlar?
- Yapım firmalarının arazi satın almak için kullandıkları standart anlaşma koşulları nelerdir?

Arsa Seçimi Sonrasında Pazar Analizi

Arsa seçimi yapıldıktan sonra, geliştirici önerilen proje için hedef pazarı yeniden incelemelidir. Seçilen arsanın diğer özelliklerinin yansıra genel ekonomik iklim değişiklikleri, arsanın seçimi öncesinde yapılmış ön pazar analizinden farklı bir pazar işaret edebilir. Bu aşamada, analizler arsanın konumu, çevresi ve olanakları üzerinde yoğunlaşmalıdır. Arsa seçimi sonrasında yapılacak pazar analizi, geliştiricilere aşağıdaki üç konuda yardımcı olacaktır [1]:

- Hedef pazara yönelik arsaların, sosyal tesislerin ve diğer temel çevresel koşulların büyüklüğünü ve biçimlerini belirleyerek fiziksel planlama yapmak,
- Kredi almak ve uygun belgeleri temin etmek,
- Yapım firmaları ve diğer alt geliştiricilerle görüşmeler yapmak.

3.3.1.1 Pazar Analizi Kapsamının ve Veri İhtiyaçlarının Belirlenmesi

Sarıaslan'a göre, fizibilite etüdü kapsamında yapılan pazar analizinin başarısı için gerekli maddeler aşağıdadır:

- Yatırımcının veya proje geliştiricisinin, deneyimlerini, bilgi ve birikimlerini kullanarak yapacağı pazar analizinde sınırların belirlenmesi, aynı verilerin incelenmesi için harcanacak ilave bedelleri engeller. Bu sayede de, "ne tür veri ve bilgilere ihtiyaç vardır?" sorularına cevap verilerek pazar ve pazarlama ile ilgili bilgilere ulaşılır.
- Pazar araştırması ile elde edilen bilgilerin, daha sağlıklı, belirgin ve tarafsız bir değerlendirme yapılabilmesi için sayısal hale getirilmesi önemlidir.

Sarıaslan'a göre, pazar analizi veya pazarlama araştırmalarında veri ve bilgi toplamak için gerekli kaynaklar ikiye ayrılmaktadır:

- **İkincil Veriler ve Bilgiler:** İkincil veriler, literatür taraması ile çeşitli kuruluşların veya kişilerin yayınları, raporları ve diğer dokümanlarından elde edilen veri ve bilgilerdir.
- **Birincil Veriler ve Bilgiler:** İkincil verilerin bulunmadığı ya da yetersiz olduğu durumlarda, saha çalışması olarak da adlandırılan birincil veri ve bilgiler,

araştırmacılar tarafından kaynağından toplanmaktadır. Pazar analizi kapsamında tüketici davranışları, talep ve tercihlerini belirlemek için gözlem, kişisel görüşme, sorgulama (anket) ve psikolojik yansıtma gibi yöntemler kullanılmaktadır.

Bir yatırım projesinde, pazarın potansiyel durumunu ortaya koymak, veri ve bilgi kaynaklarını belirlemek için gerekli yöntemler araştırılmalı ve karar verilmelidir. Bir fizibilite çalışması kapsamında pazar analizi; genellikle pazarın talep ve tüketici analizi; arz ve rekabet analizi; pazarlanabilirlik analizi üzerinde yoğunlaşmaktadır [13].

Pazar Araştırması: Fikir Üretmek İçin Bir Araç

Miles vd. göre, fikir üretmenin temelini oluşturan pazar araştırması aynı zamanda fikir üretmek için de bir araçtır. Çünkü pazar araştırması, tüm gayrimenkul geliştirme sürecinin başlangıç noktasıdır ve pazar araştırması sayesinde daha derine inilerek fikrin hangi pazar kavramına uygun olduğu anlaşılır. Derinlemesine yapılan bir pazar analizi, net bir şekilde görünmeyen fırsatları da açığa çıkartabilir. Bir projeye başlamadan önce geliştiricilerin pazarı iyi anlamaları gerekmektedir. Pazar, bir coğrafi bölgede bulunan tüm kullanıcıların emlak tipini (hafif endüstri), alıcıları (sermaye piyasası oyuncuları) ve kiracıları (kullanım/kiralama piyasası oyuncuları) kapsamaktadır. Güçlü pazarlar, her zaman gayrimenkul geliştirmek için iyi bir fırsatın çıkacağını garantilemez. Benzer şekilde, zayıf pazarlar da iyi bir fikrin uygulanamayacağı anlamına gelmemektedir. Zayıf pazarlarda, iyi fikirler uygulanamazken; talep perspektifinden bakıldığında güçlü pazarlarda da fazla arzla karşılaşılabilir. Aynı zamanda, iyi bir fikir yavaş büyüyen pazarlarda başarı gösterebilir. Zayıf uygulamalar, herhangi bir pazardaki geleceği parlak fikirleri olumsuz yönde etkiler. Fikir üretmek için pazarı iyi anlamak gerekli bir ön koşuldur. Kötü bir fikir kusursuz uygulansa bile başarılı olamaz [2], [14].

Pazar araştırması yapılırken, pazarın ihtiyaçları ve istekleri (talep); bu ihtiyaçları ve istekleri yerine getiren ürün ve rekabetçiler (arz) incelenir. Fikirlerin üretilmesi, pazarlaması ve pazar araştırması sayısal ve mantıklı tüm unsurları kapsar ve başarılı geliştiriciler bunları azami düzeyde kullanır. Pazar araştırması, gayrimenkul geliştirmenin tüm bölümlerini destekler. Kullanışlı bir araştırma, hem kapsamlı olmalı (dünya çapında, ulusal ve bölgesel ekonomileri içermeli) hem de tüm şartlara odaklanmış olmalıdır (örneğin, bölgeyi besleyecek ana yollara ait trafik hesabının yapılması). Gayrimenkul geliştirici, bir ya da daha çok ana yüklenicinin projeyi yapabilme, kiracıların projeyle

ilgilenebilme, bankaların borç para verebilme, öz sermaye kaynaklarının projeye ilgi duyabilme olasılığını göz önüne almalıdır. Eğer geliştirme fikri uygulanabilir olursa, geliştirici buna göre karar verir. Bununla beraber, fizibilite çalışması, çoğunlukla diğer katılımcıları (ortakları, yatırımcıları, borç verenleri, bankaları, kiracıları ve kamu sektörünü) ikna etmelidir. İlk etapta, fikir geliştirme aşamasında, her yüz fikirden doksan dokuzu elenirken, ikinci aşamaya geçildiğinde elenme yüzdesi üçte ikisine kadar düşer. Kalan fikirler uygulanabilir ise, bu noktada geliştirici diğer aşamalara geçer [2].

3.3.1.2 Talep ve Tüketici Analizi

Bir gayrimenkul yatırım projesinde, en önemli konulardan biri olan talep ve tüketici analizi, hedef tüketicilere hitap edebilmek ve onların güvenini kazanmak için gerekli yolları araştırır. Mevcut ve potansiyel tüketiciler hedef alınır. Talep ve tüketici analizinin doğru verilere ulaşabilmesi için aşağıdaki belirtilen konularda cevapların bulunması gereklidir.

Tüketici İhtiyaçları: Talebi oluşturan faktörlerin belirlenmesi, satış stratejisi geliştirme ve pazardaki payın arttırılması için yol gösterecektir.

Talep ve Tüketici Analizini Etkileyen Faktörler: Bu analiz yapılırken farklı özelliklere sahip tüketiciler, bölgeler ve satın alma davranışlarına sahip pazarlar ile karşılaşılır. Bu yüzden de, daha sağlıklı bir analiz yapabilmek için farklı özellikteki bu pazarlar bazı faktörler açısından kapsamlı bir şekilde incelenmelidir.

- Bölgesel, ulusal ve uluslararası pazarlara yönelik faktörler (Hedeflenen pazarın büyüklüğüne göre sunulacak hizmetin ya da ürünün belirlenmesi gereklidir.),
- Ürünün kullanıcılarına ve kullanımına yönelik faktörler (Pazarda üretilen ürünün kim tarafından kullanılacağı belirtilmelidir.),
- Coğrafi faktörler,
- Demografik faktörler (nüfus yoğunluğu, nüfus artış eğilimleri, hane halkı, yaş dağılımı, ırk ve etnik yapı vb.),
- Sosyo-ekonomik faktörler (gelir, satın alma gücü, meslek dağılımı, çalışan nüfus, sektörlere göre çalışan analizi vb.),

- Diğer faktörler [13], [14].

Gayrimenkul talebini etkileyen unsurlar, ulusal, bölgesel, yerel ekonomik koşullardır. Ancak talebi etkileyen en önemli unsurlar pazar çalışmasına odaklanması gerekli olan yerel ekonomi çalışmaları ve demografik verilerdir. Makroekonomik koşullar (faiz oranı, enflasyon, iş güvencesi, endüstriyel üretkenlik, borsa vb.) tüketici güvenini, ticari yatırım aktivitelerini şekillendirir. Yerel ekonominin gücü pazarın iş hacmini olumlu yönde etkiler. Yerel pazar dinamikleri, gayrimenkul taleplerini belirlemek için kullanılan en önemli faktördür. Tüketicinin demografik bilgileri (nüfus artışı, hane halkına ilişkin veriler, yaş ve aile özellikleri, gelir, yaşam tarzı vb.), ürün tipi, fiyat, satış/kiralanma süresi gibi konuların tanımlanması için kritiktir [14].

Pazar analizinde, anket çalışmasının hayati önemi vardır. Anket araştırması;

- Projelerin, güçlü ve zayıf yönlerini ortaya çıkarır,
- Projenin, pazarın içindeki yerini, diğer rakiplerine göre avantaj ve dezavantajlarını belirler,
- Tüketicinin, yeni kavram ve özelliklere (pazarda daha önce bulunmayan) olan ilgisini ölçer,
- Karar alırken tüketicilerin en çok göz önünde bulundurduğu faktörleri (lokasyon, kira/satış bedeli, tesisler vb.) ortaya çıkarır,
- Önerilen projeyi, ne kadar sayıda kiracı veya alıcıların tercih edebileceğini belirler,
- Gayrimenkulün yönetimi ve bakımı ile ilgili arsa sahibine fikir verir.

Schmitz ve Brett'e göre, tüketiciye yönelik araştırmalar için kantitatif (nicel) ve kalitatif (nitel) olmak üzere iki farklı yöntem kullanılmaktadır:

Kantitatif Araştırmalar /Nicel Araştırmalar: Nicel araştırmalar sayısallaştırılabilir ve öngörülebilirdir ancak bu verilerin elde edilebilmesi için çok sayıda örneğe ihtiyaç duyulmaktadır. Yaklaşık 150 ya da daha fazla tüketici ile anket yapılması gereklidir. Bu bilgileri edinmek için bazı teknikler kullanılır. Kullanılan tüm tekniklerde hazırlanan anketlerdeki sorular anlaşılır ve cevap vermesi kolay olmalıdır. Her anket tekniğin kendi içinde güçlü ve zayıf yanları bulunur. Pazar araştırmacısı kendi ihtiyaçlarına ve bütçesine uygun en iyi metodu seçmelidir. Bu araştırma türünde kullanılan metotlar şunlardır:

- Bilgisayar destekli anket tekniği (bilgisayar destekli telefonla ve yüz yüze anket tekniği).
- Yüz yüze anket tekniği (açık alanlarda, kapalı alanlarda ve kapı çalarak),
- Telefonla anket tekniği (klasik ve telesekreter sistemli telefonla),
- Katılımcının soru formunu doldurduğu teknikler (postayla anket tekniği, gazete/dergi okur anketleri, katılımcılara doldurması için dağıtılan anketler, telesekreter sistemli telefonla anket).

Kalitatif Araştırmalar /Nitel Araştırmalar: Nitel araştırmalar genellikle, az sayıda katılımcı ile yürütülür. Sayısallaştırılabilir ve öngörebilir olmayan bu tip çalışmalar, kişilerin deneyimlerine ve yargılarına bağlıdır. Nicel araştırmalarda olduğu gibi nitel araştırmalarda da, hangi metodun kullanılacağı işverenin bütçesine ve ihtiyaçlarına bağlıdır. Nitel araştırmanın önceliğini, hedef kitlenin coğrafik, demografik, psikolojik ve sosyolojik karakterleri belirlemektir. Görüşmeyi yapanlar ya da moderatörler için konu taslağının hazırlanmış olması gereklidir. Bu araştırma türünde kullanılan metotlar şunlardır:

- Odak grubu [mini klasik tartışmaları (3-4 katılımcı), klasik grup tartışmaları (7-8 katılımcı)],
- Birebir görüşmeler,
- Sosyal ortamlarda katılımcılara yüz yüze görüşmelerdir.

Kapsamlı bir pazar çalışması için nitel veya nicel olsun anket analizlerde vazgeçilmez bir parçadır. Diğer pazar analiz teknikleri, anket çalışmasının yerini tutamaz [14].

3.3.1.3 Arz ve Rekabet Analizi

Bir gayrimenkul yatırım projesinde, pazarda benzer nitelikteki ürünün bulunabilirliğinin, pazardaki rakiplerin davranışlarının, arzın niteliği ve pazarın yapısının, rekabetin temelleri ve rekabet araçlarının neler olduğu araştırılmalıdır [13].

Arzın Niteliği ve Pazarın Yapısı: Pazar analistleri, geliştirme fizibilitesini etkileyen arz faktörlerini yakından takip etmek zorundadır. Arz tarafındaki analizler, aşağıdaki etkenleri göz önünde bulundurmaktadır:

- Makro pazar koşulları (emilim hızı, boşluk eğilimleri, kira/fiyat artışları),
- Yerel pazarlardaki ticari alan göstergeleri ve yapım aktiviteleri,
- Mevcuttaki ve geliştirilen binaların özellikleri ve performansları.

Emlakçılar, ekonomi danışmanları, gayrimenkul pazar analiz firmaları ve değerleme uzmanları, bilginin kaynağını oluşturlar. Geliştiriciler, fiziksel karakterleri, kira süresini ve rakiplerin performanslarını anlamak için gerekli alanları incelerler, bina sahipleri veya yöneticileri ile görüşürler.

Arz analizi, gayrimenkul sınıflarına göre mevcut stokların tespiti ile başlamaktadır. Stokların büyüklüğündeki tarihi eğilimler, ortalama kiraları ve boşluk oranlarını göstermektedir. Zaman içinde kiralarda ve boşluk oranındaki değişimi, yıllık ortalama stok sayısını, yıllık kiralama aktivitesini, yıllık net emilimi (dolu olan birimlerin yıllık değişimi ve ticari alanların kiralanma miktarı) ele almaktadır. Arz ile ilgili veriler birçok şekilde toplanabilir:

- Yerel emlakçılar, danışmanlar ve değerleme firmaları, ticari gayrimenkulün stok, doluluk ve kira bilgilerine ilişkin geleneksel kaynaklardır.
- Ulusal firmalar, pazardaki yoğunluğu ölçmek için olanak sağlar ve bunlardan bazıları ise üç aylık veya yıllık pazar raporları çıkarırlar.
- Alan çalışması ve yerinde yapılan incelemeler ile miktar ve kaliteyi içeren yıllık istatistiksel veriler çıkarırlar.
- Ticari gayrimenkul firmaları ve yapım yöneticileri, kiracıların hangi özellikte ve teknik gereklilikte ürün aradığına ilişkin verilere sahiptir.
- Yerel kamu kurumları, uygulama imar planları, inşaat ruhsatları, mevcut inşaat miktarlarını gösteren aylık ve senelik raporlar çıkarırlar.
- Pazar araştırmasının kolaylıkla anlaşılması için öngörülen projeyi ve rakip projeleri gösteren bir harita çıkartılır.

Talep ve arz dengesini tam olarak ölçmek için gelecekteki yapım projelerini dikkatlice incelemek ve geçmiştekilere kıyasla nasıl farklı olabileceğini bilmek gerekir. [14].

Rekabetin Temelleri: Pazarın yapısı belirlendikten sonra ikincil olarak rekabetin hangi temellere dayandığı araştırılmaktadır. Rekabetçi projeler arz analizinde aşağıdaki faktörlere göre değerlendirilir:

- Mevcut yapı stoku, yapım aşamasındaki projeler ve yapılacak olan projelerin sayısı,
- Mevcut yapılardaki boşluk oranları ve sebepleri,
- Boş arazinin bulunabilirliği ve fiyatı,
- Geliştirme ve yapım maliyetleri,
- Yakın zamandaki emilim oranları (kiracılar ve alıcıların türlerine bağlı olarak),
- Pazardaki kira veya satış fiyatları (projelerin konuma ve ürünün kalitesine bağlı olarak),
- Mevcut ve yapılmakta olan projelerin özellikleri, işlevleri ve avantajlı yönleri,
- Kiralama, satış şartları ve imtiyazlar (bedelsiz kiralama, ilave kullanım hakları, kiracı sözleşmeleri vb.).
- Mevcut yapıların alternatif kullanımlara dönüştürülmesi,
- Özel ekonomik şartlar ve çevresel koşullar,
- Yapım kredileri ve finansmanın bulunabilirliği,
- Yapım şartnameleri, imar yönetmelikleri ile diğer yönetmeliklerin bina hacmi ve maliyet üzerine etkileri [14], [23].

3.3.1.4 Pazarlanabilirlik Analizi

Alan çalışması tamamlanıp bilgiler topladıktan sonra pazar analistlerinin, bulguları ve araştırmaları birleştirip önerilen projenin pazarlanabilirliği ve gelecekteki performansıyla ilgili bir sonuca ulaşmaları gerekmektedir. Pazarlanabilirlik analizinde, genellikle emlak talep özellikleri değerlendirilir. Geliştirici, ticari satışları artırmak ve özel tercihleri olan kullanıcı gruplarını da çekmek için gayrimenkul projesini pazara uygun hale getirmeli ve fiyatlarını da pazara adapte etmelidir. Genellikle pazarlanabilirlik analizi, kullanıcı tercihlerine göre projenin özelliklerini, imkânlarını, hizmetlerini ve fiyatlama stratejisini içermektedir. Pazarlanabilirlik analizi, talep için düşünülen projenin tipini oluşturmak ve

önerilen projenin pazarın kâr payını ele geçirip geçiremeyeceğini saptamak için yapılmaktadır. Pazarın içindeki rekabet analizleri, mevcut tesisler içinde önerilmiş proje tiplerinin pazarın talebini ve cevaplarını karşılayıp karşılamayacağını değer ve kalite açısından araştırmaktadır [14].

Planlama hiçbir zaman bitmez, her zaman devam etmek zorundadır. Çünkü ürünler, piyasalar, geliştirici organizasyonları, rekabet ve çevre değişmeye devam eder. Miles vd. göre, pazarlama, pazar analizi, pazarın konumlanması, ürünün tasarımı, satış planlaması ve pazar tepkilerinin değerlendirildiği, bilgilerin toplandığı ve süreklilik arz eden bir döngüdür. Pazarlama stratejisi, ürün, konum, fiyat ve tanıtım olmak üzere dört ana bileşenden oluşur:

- **Ürün:** Gayrimenkul yatırımlarında, emlak tipi (ofis, konut, depo, otel vb.) ve yapımla ilgili detaylar (kalite, özellikler, seçenek, projenin mimarı, planı, yapımı ve bitişleri) ürünü belirler.
- **Konum:** Reel gayrimenkul için birçok insan pazarlamada anahtar faktörün projenin konumu olduğuna inanır.
- **Fiyat:** Gayrimenkul pahalı ve uzun dönemli bir yatırım olduğu için fiyat, ödeme periyodu ve kredi koşulları çok önemlidir.
- **Tanıtım:** Gayrimenkul pazarlama stratejisinde diğer bileşenler kadar dikkat çekmese de reklam ve satışın önemli bir payı vardır.

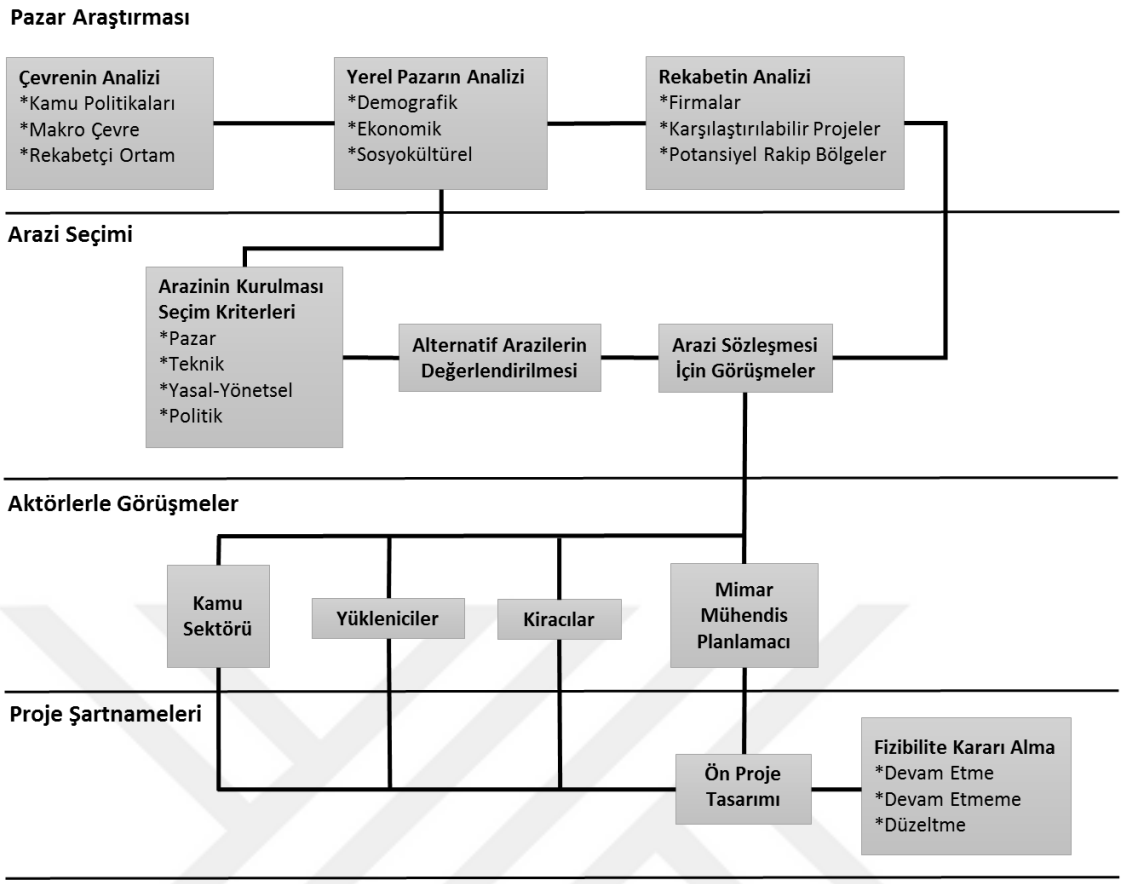
Sonuç olarak, gayrimenkul geliştirici pazar stratejisini uygulamalı ve kontrol etmelidir. Pazarlama planının uygulanabilmesi için, personel, gözlem ve pazarlama içeren başarılı bir yönetim gereklidir. Pazarlama, alanın kiralanmasından ve tasarımın yapılmasından çok daha önce pazar kavramıyla (müşterilerin talep ve isteklerinin memnun edilmesiyle) başlar [2].

3.3.2 Teknik Analiz

Bir gayrimenkul yatırımında fizibilite çalışması yapılırken pazar analizi kapsamında talep ve tüketici, arz ve rekabet açısından değerlendirildikten sonra fizibilitenin ikinci aşaması olarak teknik analiz ve arazinin seçimi yapılır. Yatırım yapılması düşünülen gayrimenkulün teknik açıdan yapılabilirliği için projenin ön tasarım fizibilite çalışmasına

başlanır ve belli ölçütler kapsamında incelenir. Projenin diğer aktörleri ile değerlendirmesi yapılır ve pazarın hangi sınıfına uygun olacağına bağlı olarak proje geliştirilir. Ayrıca, teknik analiz projenin tasarım ve ön maliyet hesabının yapılmasına da katkı sağlar [2], [13].

Gayrimenkul geliştiricileri, arazi bulunması ve önerilen projenin belirlenmesi sürecinde, Şekil 3.1'de görüldüğü gibi, pazar araştırması, arazi seçimi, aktörlerle görüşmeler ve proje şartnameleri oluşturma gibi belli başlı aşamalardan geçer. Bu aşamaların sonucunda, projeye devam etme/etmeme veya projeyi yenileme kararları alınır. Bir yatırım fikrinin oluşturma süreci çok karmaşıktır çünkü doğru arsayı doğru şekilde kullanmak için birçok aşama incelenmelidir. Bu aşamalar, birbirleri ile eş zamanlı ve etkileşimli olarak yerine getirilmelidir. Aynı zamanda, yatırımcı "bu proje bu alanda uygulanabilir mi?" gibi birçok soruya yanıt bulmaya çalışır. Bu yüzden, proje geliştirme basit bir süreç değildir. Geliştiriciler, bir projeyi fiziksel bir geçekliğe dönüştürmek için düzensizliği, belirsizliği ve riski yönetebilmelidir. Gayrimenkul geliştirme süreci, makul bir süre içinde tamamlanamaz ise bu durum geliştiricinin riskini arttırarak gecikme cezası ile karşılaşmasına sebep olabilir [2].



Şekil 3. 1 Gayrimenkul geliştirme fikrinin içinde yer alan aşamalar [2]

3.3.2.1 Gayrimenkulün ve Yakın Çevresinin Tanımlanması

Arsa seçimi ve satın alınması aşamasında, geliştiriciler bir alan seçerken belli limitler içinde karar verirler:

- Araştırma için yönetebilecekleri coğrafik alan seçerler.
- Yatırım koşullarına uygun zaman dilimi oluştururlar.
- Arsa aranırken sadece komisyonculara bağlı kalmazlar.

Arsa Değerlendirmesi: Arsa satın alınmadan önce, arsanın değerlendirmesi yapılırken birçok fiziksel, yasal ve diğer faktörler göz önüne alınmalıdır. Peiser ve Frej'e göre, arsa değerlendirme faktörlerinden önemlileri aşağıda sıralanmıştır:

- **Satın Alma Sözleşme Bilgileri:** Arsa sahibinin bilgileri, çevresel özellikler (komşuluk çevreleri, semtlerin sınırları arsanın ve projenin değerinde etkili olan yöreler), imar durumu, yapılabilir inşaat alanı, arsanın bedeli, komisyoncular, finansman, yed-i emin sözleşmesi, depozito vb.

- **Mülkiyet Koşulları:** Tapu, davalar, mevcut borçlar, vergiler, ipotek, inşaat kısıtlamaları, irtifak (kullanım) hakkı, diğer sözleşmeler vb.
- **Fiziksel Koşullar:** Zemin testleri, drenaj kontrolü, yer altı su seviyesi, yapı türleri, sokak düzenleri, arazi yapısı, bitki örtüsü, ulaşım arterleri (karayolu, demiryolu, ana caddeler), nehir, gölet, dereler, tepeler, dağlar vadiler, parsel büyüklükleri, hafriyat planı, deprem etüdü, trafik akışı, araç, yaya, acil durum ulaşım vb.
- **Kamu Hizmetleri:** Temiz ve pis su hatları, elektrik, gaz, atık su, internet, telefon vb.
- **İstihkaklar:** Yönetim Kurulu, borç ertelemesi, kanunlar, kentsel dönüşüm, istimlak, özel anlaşmalar vb.
- **Geliştirme Maliyetleri:** Sahada ve saha dışındaki tüm işlerin maliyeti, bina ve arsa maliyeti, genel giderler, kamu harçları ve vergiler vb.
- **Piyasa Alanı ve Önerilen Gayrimenkul Projesi:** Hedef pazarlar, rekabet şartları, yakın çevrenin tanımlanması, gayrimenkulün tipi ve projesi (boyutu, geometrik şekli, cephe uzunlukları, eğimi), önemli merkezlere olan mesafeleri (kamusal alanlar, alışveriş merkezleri, çalışma merkezleri, dinlenme ve eğlence merkezlerine, toplu taşıma vb.), görünürlük, ulaşılabilirlik özellikleri, ticari ve endüstriyel geliştirmeler, istihdam, vb.

Arsanın Satın Alınması: Arsa satın alınma aşamasında, geliştiriciler belli başlı konular hakkında bilgi sahibi olmayı isterler. Bunlardan bazıları, satın alınacak arsaya bina inşa edip edemeyecekleri, istedikleri binayı yapıp yapamayacakları, tapuyla ilgili bilgiler, fiziksel şartlar, kamu hizmetleri, piyasa, finansman, ekonomi ve teknik açıdan fizibilitedir.

Arsanın satın alınma aşaması; Peiser ve Frej'e göre, arsanın incelenmesi, satın alma karar aşaması (kaparo ödenmesi) ve satın alınması olmak üzere üç aşamalı sözleşme ile yapılmaktadır. Arsa satın alınması ABD piyasalarında üç aşamalı sözleşme ile yapılırken; Türkiye'de geçerli mevzuata göre, taşınmaz mülkiyetinin devrini amaçlayan resmi sözleşmelerin mutlaka taşınmazın bulunduğu Tapu Sicil Müdürlüklerinde yapılması gerekmektedir. Ayrıca, resmi satış öncesinde noter huzurunda "satış vaadi sözleşmesi" imzalanması da mümkündür. Satış vaadi, ilerideki bir tarihte bir malın satışını taahhüt niteliğinde ön sözleşmedir. Satış vaadi sözleşmeleri noterlerce düzenlenir [24].

Arsanın satın alınması, Peiser ve Frej'e göre, teklif öncesi, teklif, ayrıntılı inceleme ve teklifin kapanışı olmak üzere dört aşamadan oluşmaktadır:

Teklif Öncesi: Bu aşamada aşağıdaki hususların kontrol edilmesi gereklidir.

- Gayrimenkul tipine göre bir pazarın mevcut olduğunun doğrulanması,
- Ön mali proforma hazırlayarak ödenebilecek fiyatın belirlenmesi,
- Satıcının, arsasını ödemek istediğiniz fiyattan satıp satmayacağını belirlenmesi,
- Satıcının arsasını neden satmak istediğinin öğrenilmesi (satış acil mi veya satıcı daha iyi bir fiyat için bekleyebilir mi?),
- Bölgedeki kıyaslanabilir arsalar ve fiyatlar için pazarın kontrol edilmesi.

Teklif: Arsa satın alma süreçleri genellikle ülkeden ülkeye değişse de, ABD'de aşağıdaki süreç takip edilmektedir.

- Eğer satıcı tarafından kabul edilirse ayrıntılı inceleme için ek süre istenmesi,
- Anlaşmaya göre iade edilebilir depozito veya kaparo verilmesi,
- Ayrıntılı inceleme raporu istenmesi (Zemin raporu, ön tasarım, mühendislik çalışmaları, taslak çizimler, yasal onaylar vb.).

Ayrıntılı İnceleme Aşaması: Bu aşamada, imar planının proje için değiştirilmesi gerekiyorsa, imar izinleri şart koşularak sözleşme yapılmalıdır. Arsanın teklifindeki izinlerin (nazım imar planı onayı, şartlı kullanım izinleri, geliştirme anlaşmaları, taslak ve final arsa planı veya parsel haritası, düzleme ve yerleşim planı onayı, tasarım onayı ve yapı ruhsatı vb.) dikkatlice incelenmesi gereklidir. Ek olarak, arsanın kullanım hakkı, kaç m2 inşaat yapılabilirliği, coğrafik ve fiziksel şartların uygunluğu, istenen projenin yapılıp yapılamayacağı, finansman kaynağı bulunabilirliği gibi soruların yanıtları aranmalıdır.

Arsa satın alınmadan önce, ön proje çizimleri ve ipotek (kredi) paketinin hazırlanması, borç verenlerden yapım kredileri için taahhüt alınması, yasal izinler için gerekli hazırlıkların yapılması, ana yüklenicinin ve proje müellifinin seçilmesi gereklidir. Bu aşamanın daha fazla zaman gerekiyorsa, arsa sahibinden ek süre istenebilir.

Teklifin Kapanışı: Satın alma sözleşmesi genellikle ayrıntılı inceleme aşaması tamamlandıktan sonra gerçekleşmektedir. Ancak gerekli durumlarda pazarlık için daha

uzun süreler de istenebilir. Arsa teklifinin kapanışı, finansmanın bulunup bulunmaması vb. çeşitli faktörlere bağlı olarak değişmektedir [1].

Arsanın ayrıntılı incelenmesi için ek süre verilmesi ve iade edilebilir depozito gibi konular ideal bir durum olarak anlatılsa da, ülkemizdeki uygulamalarda literatüre bağlı olarak yapılamamaktadır. Bunun en önemli nedenleri arasında, güvenilir arsa ve arazi politikalarının olmaması, arsa geliştirme piyasasında yeterince uzman yetişmemesi, gelişmiş bir finans sektörünün bulunmaması ve yüksek enflasyon oranları sıralanabilir [25].

3.3.2.2 Gayrimenkulün Tasarım ve Yapım Ölçütlerinin Belirlenmesi (Teknik Spesifikasyonlar)

Hedef pazara uygun olduğu düşünülen gayrimenkulün tasarım ve teknik özelliklerini belirlemek için iki ana başlık altında inceleme yapılabilir:

Gayrimenkulün Tipi ve Fonksiyonu: Yapılacak gayrimenkul için teknik tasarımının gerekli fonksiyon özelliklerini gösterecek biçimde tasarlanması gerekmektedir. Bu nedenle, gayrimenkulün teknik tasarımı yapılmadan önce fonksiyonel özelliklerinin teknik standartları gösterecek biçimde belirlenmesi gerekir. Projenin pazarda başarılı olması için hedeflenen özellikleri, gerçekleştirecek şekilde tasarlanması çok önemlidir.

Gayrimenkulün Pazarlama Özellikleri: Gayrimenkul projesi tasarım fonksiyonları belirlenirken sadece fonksiyon açısından beklenenleri yerine getirebilmesi yeterli değildir aynı zamanda kullanıcıların talep ve tercihlerine de uygun olması gerekir. Gayrimenkul teknik tasarımı pazarlama verileri ışığında farklı disiplinlerin bir arada üretimini gerektiren (mimari, statik, mekanik, elektrik) bir proje işidir. Fizibilite etüdü bir takım ya da grup çalışması gerektirir ve proje yapımı konusu da bu çalışmanın ayrılmaz bir parçasıdır [13].

3.3.3 Yasal Yönetsel Analiz

Özel sektör gayrimenkul geliştiricileri, her anlaşma sürecinde kamu sektörü ile bağlantılı çalışmaktadır. Yerel yönetimler (belediyeler) geliştirme sürecini düzenleyecek kanunların yürütülmesi sürecini yönetirler. Kamu sektörünün hedefi, yeni geliştirilecek projelerin halka uygun olacak şekilde onların ihtiyaçlarıyla örtüşmesini sağlamaktır.

Kamu kuruluşları, genellikle önerilen geliştirme projesinin pazarda başarı için yeterli potansiyele sahip olup olmadığını yoğunluk, tasarım, trafik bakımından değerlendirmektedir. Gayrimenkul geliştiriciler, yasal gereklilikleri, sivil toplum kuruluşlarının ve kamu kurumlarının yaklaşımlarını incelemelidir. Yasal-yönetsel analiz sadece geliştiricinin resmi onay ve yetki alması için değil aynı zamanda projenin tasarım ve büyüklüğüne de etkiler [14].

Yasal-yönetsel süreçler, imar ve parselasyon, mevzuat gereklilikleri, büyüme kontrolü, çevresel konular, trafik, alt yapı finansmanı, risklerden kaçınma, esneklik sağlama ve ortaklarla çalışma gibi alt başlıklardan oluşmaktadır [1]:

İmar ve Parselasyon: Bir araziyi alt bölümlere ayırma işlemi parselasyon olarak adlandırılır. Parselasyon, genellikle imar değişikliği gerektirmektedir. Şehir merkezinden uzaktaki yerleşim bölgeleri çevresinde, araziler çoğunlukla tarıma ayrılır veya arazinin alt bölümlerine ayrılmasına ve geliştirilmesine izin vermek için bu araziler bazı geliştirilemeyen bölgeler olarak farklı bir kullanım için tahsis edilmektedir. Parselasyon sürecinde, bazı özel bölgelerde ön duyuru yapılırken, bazı bölgelerde duyuru yapılmaz. Parselasyon yapılırken mevzuata uygun şekilde sokak genişliği, uzunluğu, bölünecek alan sayısı, ön bahçe, arka bahçe, yan alanlar, minimum/maksimum m2 kıstaslarına bakılır.

Mevzuat Gereklilikleri: Arazi geliştirme mevzuatı çok karmaşıktır. Geliştiricinin yüz yüze kaldığı birçok yeni mevzuat bulunmaktadır. Gayrimenkul geliştiriciler, hangi yönetmeliğin yürürlüğe girmek üzere olduğunu, hangisinin görüşme aşamasında ya da belirsiz olduğunu bilmek zorundadır. Büyük şehir belediye yasaları, yerel bölge ilçe belediyeleri yönetmeliklerinde genellikle uygulanır. Bunlar, genellikle aşağıdaki maddeleri içermektedir:

- Altyapıda sermaye bütçeleme yatırımlarıyla alakalı imar ve parselasyon onayı,
- Geliştirilecek arazinin arzı, kiralanan arazinin gelecekteki beklenen büyüme limitleri ile sınırlıdır,
- Konut sayısı, yüksekliği ve inşaat m2'si yasallarla belirlenir,
- Temiz su ve pis su vb. hatların kapasitesi ile bilgiler,
- Okul vb. özel kamu tesisler ile ulaşım sağlayacak projeler,

- Yıllık verilecek yapı ruhsatlarının sayısı.

Yasal yönetimler, toplumun özelliklerinin değişmesine önlem almak ve aşırı yüklenmiş altyapılara (okullar, kanalizasyonlar, parklar, açık alanlar vb.) çözüm üretmek için bölgedeki büyümeyi kontrol eder.

Çevresel Konular: Çevresel etki analizi son dönemlerde yaygın bir uygulama haline gelmiştir ve tüm proje geliştiricilerinden istenmektedir. Yerel yönetimler, imar ve parselasyon mevzuatlarında çevresel önlem şartlarına daha çok önem vermektedir. Geliştirme sürecinde yapılan çevresel etki analizi çevredeki su kaynakları, biyolojik çeşitlilik, bitki örtüsü, hayvanlar, doğal ortamlar, arkeoloji ve yol, okul, hastane vb. kamu tesisleri gibi kıstaslara etkisi açısından değerlendirilir.

Trafik: Birçok yeni yerleşim bölgesinde trafik sıkışıklığı, şehirlerdekinden daha kötüdür. Düşük yoğunluklu, doğayla iç içe yaşam biçimi, birçok insan için şehir dışını ilgi çekici hale getirerek yeni trafik problemlerinin oluşmasına ve otomobil odaklı tasarımlar da, sürekli trafiğin ve sıkışıklığın artmasına neden olmaktadır. Trafik çalışmaları, çevresel etki incelemelerinin standart bir parçasıdır. Belediye yönetimleri, imar izinleri verirken ana yol veya bozuk olan yolda iyileştirme ve otoban bağlantıları, değişiklikleri için geliştiricilerden para talep ederler. Geliştiriciler, küçük bir alanda çalışsalar da yüklü bir trafik vergisi vermek zorunda kalabilirler.

Alt Yapı Finansmanı: Gerekli alt yapı sistemlerinin sağlanması zaman ve maliyeti mevzuata bağlıdır. Alt yapı hizmetleri, öncelikli olarak kamu hizmetlerini, yollar ve drenaj, parklar, okullar, dağıtım şebekeleri, itfaiye ve polis istasyonları ve ana ulaşım arterlerini içermektedir. Alt yapı finansmanı için çeşitli metotlar vardır: genel vergiler, devlet yardımları, geliştirici ve kullanıcı harçları vb.

Risklerden Kaçınma: Kamu politikasının perspektifinden bakıldığında, birçok mevzuat hayati önem taşımaktadır. Bunlardan en önemlileri ise çevreyi korumak, sel baskını azaltmak, trafiği kontrol etmek, yeterli alt yapının inşa edilmesini sağlamak şeklinde sıralanabilir. Geliştiricinin bakış açısından, arsa geliştirmede devlet mevzuatları zaman, gider ve riski önemli derecede arttırmaktadır. Geliştirme yapılacak arazi daha önceden yönetmelikleri hazırlanmış bölgede ise risk azalmaktadır.

Esneklik Sağlama: Mevzuattaki belirsizlik, geliştiricilerin arazi satın alma biçimini değiştirmektedir. Arsanın fiyatı, geliştiriciden satıcıya kadar m2 hesabının onay riskine bağlı olarak değiştirmektedir. Geliştiriciler önceden görüşülmüş alanlar için ruhsat alamazlarsa arazinin satın alma fiyatı düşer. Genel olarak, birçok arsa alıcısı arsanın satın alınmasından önce yasal riskleri almak istemez. Bu durumda, geliştirici ya bu riski kabul etmeli ya da imar ve diğer onayların alınacağı sürece kadar bekleyecek bir alıcı bulmalıdır.

Ortaklarla Çalışma: Projenin başarısında, geliştirici ile bölgede yaşan insanlar arasında ilişki kritiktir. Önerilen parselasyon için bölge sakinleri tarafından gündeme getirilen en yaygın itiraz, bölgenin kalitesinin düşmesi ve nüfus artışına bağlı olarak daha fazla trafik sorunu olma ihtimalidir. Buna karşılık, geliştiricinin en iyi savunması ise yeni yatırımların kalitesi üzerinde durmak olacaktır [1].

Yasal-yönetsel süreçte, gayrimenkul geliştiricisi birçok izin almak zorundadır. Bunlardan bazıları, ilgili belediyelerden ve diğer gerekli kurumlardan alınacak resmi izinler, imar planlama, yapım izinleri, meslek odalarından alınan izinler, koruma kurulundan alınan izinler, binaların yönetmeliğine göre değişen yönetsel izinlerdir. Bu izinlerden dolayı gayrimenkulün yasal-yönetsel durumu, gayrimenkulün piyasa değerinde etkin bir unsurdur. Bu durum yatırım yapılacak bölgeyi belirlemek açısından çok büyük önem taşır.

3.3.4 Finansal Analiz

Bir gayrimenkul yatırım projesi için pazarın uygunluğu, projenin teknik ve yasal yapılabilirliği tespit edildikten sonra, önerilen yatırım projesi fizibilitenin son aşaması olan finansal açıdan da analiz edilmelidir. Sarıaslan, finansal analizi; "projenin gerçekleştirilmesi için kuruluş döneminde gereken toplam yatırım tutarını ve üretime geçtikten sonra işletme döneminde faydalı ömrü boyunca gerektirdiği işletme giderleri ile sağlayacağı gelirleri tahmin etmek ve bu tahminler çerçevesinde yatırım önerisinin değerlendirilerek başarı derecesinin belirlenmesini amaçlar" şeklinde ifade etmiştir [13].

3.3.4.1 Maliyet Analizi

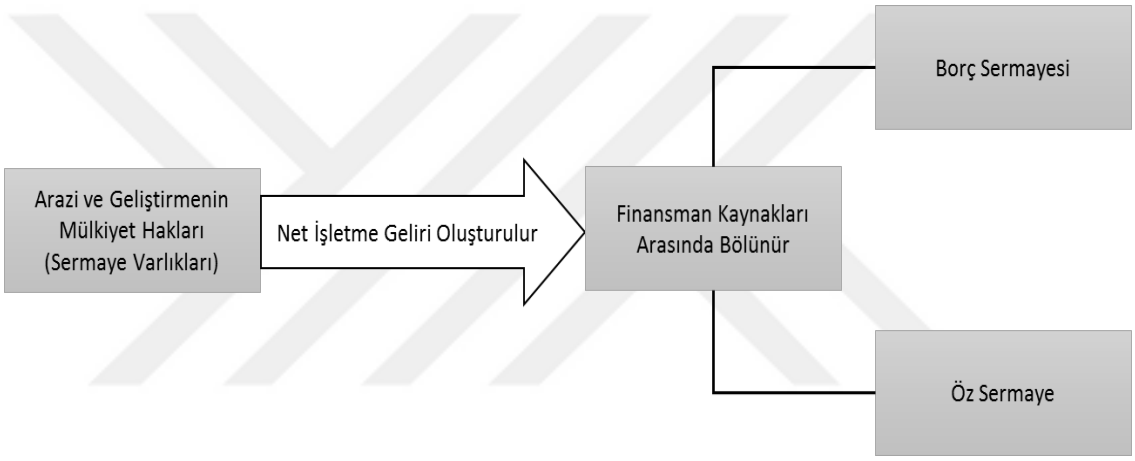
Bir gayrimenkul yatırım projesi yaşam döngüsü göz önüne alındığında, yatırım harcamaları ve işletme giderleri olmak üzere iki bölümden oluşmaktadır. Projenin, yapım aşamasındaki harcamalar sabit sermaye yatırım giderlerini; projenin faaliyete geçmesi için gerekli giderleri ise işletme sermayesi karşılamaktadır. Yatırım aşamasında, projenin "toplam yatırım tutarını" sabit sermaye yatırım giderleri ve işletme sermayesi oluşturmaktadır. Gayrimenkulün işletmeye alınmasından sonra "faydalı ömrü" boyunca geçen işletme dönemi içinde yapılacak harcamalar işletme giderleridir. İşletme sermayesi, projenin yapım aşamasında gerçekleşirken; işletme giderleri ise gayrimenkulün yapılış amacına uygun şekilde hizmet vermesi (okul, konut, ofis, hastane, alış veriş merkezi, otel gibi) amacıyla yapılacak harcamaları ifade etmektedir. Bu yüzden de ikisi farklı kavramlardır [13].

Projenin gerçekleştirilmesi ile ilgili maliyetler her zaman önemli bir fizibilite faktörüdür ve bu aşamada ele alınarak tahminler yapılır. Arazi üzerinde yeni bir projenin geliştirmesi söz konusu ise maliyet tahminleri araziyi, gerekli altyapı ve arazi üzerinden planlanan geliştirmeleri kapsamaktadır [2]. Bu geliştirme maliyetlerden en önemlileri, arsaya bağlı harcamalar (arsa rayiç bedeli, satın alım masrafları ve komisyon, satın alım harçları), yapım harcamaları (zemin işleri, temeller, duvarlar, döşemeler, çatılar, elektromekanik işler, asansörler, sosyal tesisler, otomasyon ve diğer unsurlar) ve peyzaj işleri olarak sıralanabilir. Diğer maliyetler ise imar ruhsat ve harçlar, projelendirme bedeli, proje yönetim giderleri, satış ve pazarlama giderleri, lisans ve patentler, beklenmeyen giderlerini içerir [26].

3.3.4.2 Finansman Maliyetlerinin Tahmini

Yatırım kararları alınırken, firmaların gelecekteki başarı veya başarısızlıklarını belirleyen en önemli noktalardan biri finansal yönetimdir. Finansal analiz yöntemlerinin piyasa şartlarına göre her an güncel olması ve yatırım için en uygun olanın seçilmesi gereklidir. Doğru bir analiz yöntemi seçilmesi karşılaşılacak problemleri daha yönetilebilir hale getirir [18]. İndirgenmiş nakit akış analizi, geliştirici tarafından ilgili tüm olasılıkları tek bir değer tahmini ile birleştirir. Böylece önerilen geliştirmenin, yapım maliyetinden daha fazla değere sahip olup olmadığı belirlenebilir. Paranın zaman değeri kavramının

anlaşılması ve bunun yanı sıra eksiksiz proforma nakit akış tablosunun geliştirilmesi, indirgenmiş nakit akış analizine bağlıdır. Nakit akış analizleri, borç ve öz sermaye finansmanıyla ilişkili temel kavramlar ve indirgenmiş nakit akış teknikleri olmak üzere iki perspektifte incelenmiştir. İyi bir geliştirici, arazi sahibinin kredi almak isteyeceğini düşünerek projenin kredi bulmasını olumsuz etkileyebilecek unsurlardan kaçınır. Finansman denildiğinde, borç ve öz sermayeden bahsedilmektedir. Farklı finansal araçlar, varlıklar tarafından üretilen farklı fon kaynakları arasında nakit akımları paylaştırır. Farklı fonları oluşturan tedarikçilerinden her biri, belli oranda risk alır ve bunun karşılığında da yeterli düzeyde getiri bekler. Sermaye piyasalarında, fonlar bir araya toplanır ve sonrasında kullanıcılara tahsis edilir.



Şekil 3. 2 Net işletme geliri paylaşımı [2]

Net işletme geliri, finansmanın çeşitli kaynakları ile paylaşılmaktadır (Şekil 3.2). Potansiyel finansmanın kaynakları, borç veya öz kaynak sermaye yatırımları ile projeden pay almak için, karşılığında riskleri ile orantılı olacak bir getirinin olduğundan emin olmak ister. Hem borç hem öz sermaye finansman kaynakları, finanse edilecek bir proje için yatırım gerekliliklerini anlamalı ve yerine getirmelidir. Net işletme geliri, projenin toplam finansman maliyetini karşılamak üzere pazar (az ve talep) tarafından sınırlandırılır. Örneğin, bir gayrimenkulün zaten verimli bir şekilde yönetildiğini varsayılarak, yatırımın geri dönüş oranını yükseltmek için keyfi bir şekilde kira artışı yaparak işletme harcamaları düşürülemez. Bir yatırımın brüt kirasındaki önemli artış, piyasada boşluk oluşturabileceği için pazar tarafından kısıtlanmıştır. Yatırımcılar, kiracıları kaybetmemek ve rekabetçi ortama ayak uydurmak için işletme giderlerini, pazar fiyatlarında veya pazar fiyatlarına

yakın tutmaya çalışırlar. Bu nedenle, net işletme geliri hesaplamaları pazar varsayımlarına dayandırılmalıdır [2].

Finansmanın Öz Sermaye Sahibine Kazanç ve Maliyetleri

Son yıllarda, borç/değer oranı %60 ile %90 arasında yoğunlaşmaktadır. Değerlerin bu aralıkta yoğunlaşması tesadüf olmamakla beraber aynı zamanda borç finansmanından elde edilen kazançların fayda sağladığına dair bir göstergedir. Ek olarak, çoğu yatırımcı %100 borç finansmanı kullanmadığından, belirli maliyetler sonunda borçlanma kazancını dengeler ve böylece en uygun borç finansmanı düzeyi oluşur [2].

Borç Finansmanı Kullanmanın Avantajları

Borç finansmanının maliyeti (faiz oranı), gayrimenkulün getirdiği kârdan (net işletme geliri/maliyet) düşükse pozitif kaldıraçtır. Böyle bir durumda, borç kullanmanın öz sermaye yatırımcısına getirdiği kâr, kullanmamaya göre daha yüksektir. Diğer taraftan, mal sahibi borç kullanırsa, faiz ödemeleri vergi indirimine tabi olabilmektedir. Borç, vergi matrahını öz sermaye yatırımlarının ötesinde arttırdığı için amortismana dayalı vergi sığınağı da artmaktadır. Bir proje için gerekli asgari yatırım miktarı, borç finansmanı kullanılarak azaltılabilir. Yatırımcılar, limitli kaynaklara sahip olduğu için bir projeye asgari düzeyde yatırım harcaması yapmak, yatırımcının sermayesini çeşitli alanlarda aynı anda kullanmasına olanak sağlayabilir. Ayrıca, çeşitlilik portföy riskini düşürür ve daha düşük riskle daha yüksek değerlere ulaşılmasına imkan verebilir. Yatırımcı, borç finansmanı olasılıklarını çeşitli mülkiyet biçimleriyle birleştirerek, yeni risk-getiri fırsatları (belirli yatırımcı ihtiyaçlarına uyacak yeni yatırımlar) yaratabilir. Yatırımcıyı müşteriye uygun hale getirmek için esneklik, borç finansmanı kullanmanın ilave bir yararıdır [2]. Geliştiriciler, mevcut kaynaklarının ne kadar oranda borçlanma maliyeti karşılayabileceğini hesaplar. Eğer borçlanma oranı belirli miktarda sınırlanırsa, öz sermayeleri yeterli olmadığı için kârlı ve aynı zamanda büyük yatırım fırsatlarını kaçırmalarına neden olabilir. Borcu fazla aldıklarında ise iflas veya benzeri risklerle karşı karşıya kalabilirler. Bu yüzden, yatırımcılar düzgün bir finansal yapı sağlamak için kaldıraç oranını kullanırlar [11].

Borç Maliyetleri

Borcun da bir maliyeti vardır. Sabit masraflar nedeniyle gayrimenkul üzerindeki nakit akışın, öz sermayeye göre değişkenliği artar. Projenin nakit akışı, borcu ödeyemez hale gelirse, yatırımcı hacizle karşı kaşıya kalabilir. Finansal araçlar, tasarruf fonlarını bir araya toplar ve daha sonra öz sermaye yatırımcılarına borç verir. Bu hizmet karşılığında ise yatırımcılardan belli bir ücret alırlar. Bu ücret genellikle borç veren için ödenir ve projenin maliyetine eklenir. Yüksek maliyetlerinin yanı sıra, yatırımcının avantajlarını arttırmak için daha fazla borç alması, (hisse senedi yatırımcısına olan) riskini artırmaktadır. Ek borç, borç verenin risk limitini arttırdığı gibi dönüş ödemelerini arttırmasına da neden olur. Bu durumda, öz sermayeye ek bir maliyettir. Potansiyel iflas maliyeti, bir finansal aracı kullanmanın tüm masraflarıyla birleştirildiğinde, borcun maliyet artışının beklenen faydalardan daha fazla olduğu görülür. Bu noktadan hemen önce, borç finansmanının en uygun yüzdesine ulaşılmıştır [2].

3.3.4.3 Proforma Gelir ve Nakit Akımlarının Belirlenmesi

Yatırımın yıllara göre girdi ve çıktıları hesaplandıktan sonra, yatırım kârını hesaplamak ve bir bütün olarak yatırımın kârlılığını ölçmek için proforma gelir tablosu hesaplanmaktadır. Ek olarak, öngörülen projenin yaşam devri boyunca kârlılığının ve nakit durumunun kapsamlı bir şekilde incelenebilmesi için projenin girdi ve çıktılarının belirlenmesi gereklidir. Bu yüzden, nakit ya da fon akım tablosu hazırlanmalıdır [13].

Proforma nakit akış tablosunda, bir projenin işletilmesiyle elde edilecek tahmini nakit akışlarını belirtmek için standartlaştırılmış bir biçim kullanılır. Bu tablo birçok önemli özelliği içermektedir:

- Birincisi, işletme nakit akışlarının gelecekte oluşması beklenir, ancak mevcut bir proje üzerinden çalışılıyorsa geçmişteki nakit akışları esas alınabilir. Proje yeni geliştirilecek ise beklenen nakit akışları, benzer gayrimenkullerin işletme sonuçlarına dayandırılabilir. Ayrıca, mevcut bir projenin nakit akışları, gelecekteki işletme şartları değişecek şekilde öngörülebilir.
- İkincisi, proforma nakit akışı dönem sonu satış değerini ya da finansmanı içermez, sadece işletme döneminden elde edilir. Gayrimenkulün satışından veya

gayrimenkulün elde tutulduğu dönem içinde finansmanın yenilenmesinden beklenen nakit akışları ayrı bir tabloda hesaplanmalıdır.

- Üçüncüsü, borç verenin ödeyeceği vergi öncesi tablosunu gösteren önemli bir özelliği vardır. Borç veren, gelir vergisi içermeyen yani vergiye tabi olan kısmı borç verenin geri ödemeleri yapıldıktan sonra kalan miktardan hesaplanan nakit akış tablosunu incelemelidir.
- Son olarak, birçok tabloda, elde tutma dönemi uzatılmış şekilde veya tek bir seneye ait öngörülen nakit akış gelirleri oluşturulmalıdır. Bir yıllık proforma tablolarında, nakit akışlar işletmenin öngörülen doluluk oranı değerlerine göre sabitlenmektedir. Sabitlenmiş nakit akışı tabloları kullanılıyor ise, dönem sonu tekrar satış değerini ya da finansman yenilemesini içeren tablolar kullanılmaz [2].

Proforma nakit akış tablosu, pazar odaklı bir çalışmadır. Borç verenler, standartlaştırılmış bu biçime güvenmektedir. Böylece borç verenler sınırlı miktardaki fon kaynakları için çok çeşitli kredi başvurularının doğruluğunu kolaylıkla kıyaslayabilmektedir. Biçim standartlaştırılırken, terminolojide kullanıcılar arasında değişiklik olabilir. Çizelge 3.3' de, en yaygın kullanılan standart biçim gösterilmektedir.

Çizelge 3. 3 Proforma gelir ve nakit akışları tablosu standart biçimi [2]

	Potansiyel brüt kira gelirleri
+	Potansiyel brüt muhtelif gelirler
	Potansiyel brüt gelirler
-	Boş kalma ve tahsilat kayıpları (potansiyel brüt gelir %)
	Efektif brüt gelir
-	İşletme giderleri
	Net işletme geliri
-	Borç geri ödemesi
	Vergi öncesi nakit akışı

3.3.5 Yatırımın Değerlendirilmesi

Sermaye bütçelemesi olarak da bilinen yatırım kararı, yatırımcının başarısı için çok önemlidir. Bir yatırımın kârlı olup olmadığının değerlendirilmesi için yatırımın faaliyet süresi boyunca nakit akışları ve getirilerinden alınan veriler incelenir. Yatırımın kârlılık düzeyi ekonomik olarak; işletme dönemindeki faaliyetlerin yeterliliği finansal olarak iki

ana açıdan değerlendirilir. Ekonomik değerlendirme sonucunda kârlı olduğu saptanan yatırım önerilerinin, işlerliğini yürütüp yürütemeyeceği konusunda finansal değerlendirme ekonomik değerlendirmeyi tamamlamaktadır. Örneğin, ekonomik açıdan kârlı bir proje, yürürlüğe girdiğinde nakit akışlarındaki iniş çıkışlar ve ertelenmeler yüzünden ciddi şekilde likidite sorunu yaşayabilmektedir. Proje değerlendirme aşamasında, yapılabilirliği tespit edilen projelerin faydaları ve maliyetleri kıyaslanarak (avantajları ve dezavantajları) tekliflerin öncelik sırası belirlenir. Projenin yatırım kârlılık düzeyini ölçmek için ekonomik değerlendirmenin altında ticari ve toplumsal kârlılık analizi olmak üzere iki şekilde değerlendirilir. Eğer yatırım bireysel veya özel sektör kârlılık değerlendirilmesi için yapılıyorsa ticari analiz; ülke ve kamu adına kârlılık değerlendirilmesi yapılıyorsa toplumsal kârlılık analizi olarak adlandırılır [13], [18].

3.3.5.1 Ticari Kârlılık Analizi

Ticari kârlılık analizi açısından yatırımlar değerlendirilirken performanslarını incelemek üzere kullanılan iki temel analiz ölçütleri aşağıdadır [13]:

- Paranın zaman değerini göz önüne almayan yöntemler:
  - Basit kârlılık oranları (BKO)
  - Geri ödeme süresi yöntemi (GÖS)
- Paranın zaman değerini göz önüne alan yöntemler:
  - Net bugünkü değer yönetimi (NBD)
  - Net bugünkü değer oranı yöntemi [Karlılık endeksi (Fayda-Maliyet Oranı (F/M))]
  - İç verim oranı yöntemi (İVO)

Paranın zaman değerini göz önüne almayan yöntemlerden basit karlılık oranı ve geri ödeme süresi yöntemi sırası ile aşağıda anlatılmıştır.

Basit Kârlılık Oranları (BKO)

Yatırımın değerlendirilmesinde kullanılan en kolay yöntemdir. Yatırımın normal yıldaki faiz ve vergiden sonraki net kârının (P), ilk yatırım döneminde faiz giderleri hariç toplam yatırım tutarına (I) olan oranıdır. Basit karlılık oranı (BKO), (3.1) eşitliğinde görüldüğü

biçimde ifade edilmektedir. Net muhasebe gelirinin toplam yatırım tutarına bölünmesi ile elde edilir.

$$\text{Basit kârlılık oranı (BKO)} = \frac{\text{Yıllık net kâr (P)}}{\text{Toplam yatırım tutarı (I)}} \quad (3.1)$$

Paranın zaman değerini dikkate almadığı ve hangi yılın normal yıl olarak alınacağı belirsiz olduğu için basit kârlılık oranına göre yatırım kararı vermek doğru değildir. Bu yöntem sadece daha ayrıntılı analizlere ihtiyaç olup olmadığını belirlemek için kullanılmaktadır [13], [18].

Geri Ödeme Süresi Yöntemi (GÖS)

Bu yöntemde, projenin ilk yatırım maliyeti (I) için harcanan tutarın, yıllık olarak getireceği net kârlar (P) kullanılarak maliyetin geri döneceği yıl hesaplanır. Hesaplanan geri ödeme süresi (GÖS), yatırımcının ön gördüğü süre kadar veya daha kısa ise yatırım onaylanır, ön görülen süreden uzun ise yatırım reddedilir. Geri ödeme süresi, (3.2)'deki şekilde ifade edilmektedir.

$$\text{Geri ödeme süresi (GÖS)} = \frac{\text{İlk yatırım maliyeti (I)}}{\text{Yıllık net kâr (P)}} \quad (3.2)$$

Ekonomik belirsizliklerin fazla olduğu riskli durumlarda, ilk yatırılan sermayeyi geri kazanmak önemli olduğu için yatırımın maliyetini karşılaması bu yöntemin temel amacıdır. Bu yüzden, bu yöntem daha çok riskli piyasalardaki yatırımlar için başvurulan bir yöntemdir. Yatırımcı, projenin içinde yer alacağı bölgenin politik ve sosyo-ekonomik şartlarını dikkate alarak yatırımın minimum geri dönüş süresini belirlemelidir. Çok uluslu şirketler, değişik ülkelerde yapacakları doğrudan yabancı yatırımlarının değerlendirmesinde geri ödeme süresi yöntemini sıklıkla kullanmaktadır. Yatırım değerleme yöntemleri arasında sıklıkla kullanılan bu yöntemin bazı temel eksiklikleri bulunmaktadır. İlk olarak bu yöntem paranın zaman değerini göz önüne almadığı için farklı yıllardaki parasal değerleri aynı kabul etmektedir. Ancak, paranın zaman değeri göz önüne alınarak, uygun bir iskonto oranı ile net nakit akışlar indirgenerek geri ödeme süresi hesaplanabilmektedir. İkinci olarak, geri ödeme süresinden sonraki dönemlerdeki ortaya çıkabilecek net akışları dikkate almadığı için işletme döneminden daha sonra ortaya çıkacak kârları yok saymaktadır. Ancak, bu yöntemin kullanılmasındaki amaç riskli piyasalardaki geri ödeme süresinin belirlenmesidir [13]. Geri ödeme süresi yöntemi,

ödeme süresinden sonraki nakit akışları hiçbir şekilde dikkate alınmadığı için hassas olmayan kararlar verilmesine neden olabilir. Bu yöntem aynı zamanda projenin ekonomik ömrüne bakmadan kullanılır ise uzun süreli projelerin kabul edilmemesine kısa süreli birçok projenin ise kabul edilmesine neden olmaktadır [18].

Paranın zaman değeri ile ilgili olan temel kavramlar ve finansal hesaplama yöntemleri (net bugünkü değer, karlılık endeksi ve iç verim oranı) aşağıda anlatılmaktadır. Paranın zaman değerini anlamak gayrimenkul yatırım kararını verirken bir ön koşuldur.

Paranın Zaman Değeri

Paranın zaman değeri kavramı, gayrimenkul geliştiricilerin sezgisel olarak başvurabileceği basit bir kavramdır. Bu kavram, yatırımcı isteği, fırsat maliyetlerinin rolü, bileşik faizin arkasındaki fikir ve alternatif yatırımların karşılaştırılması gibi konulardaki ihtiyaçlardan doğmuştur. Yatırımcılar, alternatif yatırımları karşılaştırırken iki unsuru takip ederek motive olurlar: “Daha fazla daha iyidir” ve “ne kadar erken olsa o kadar iyidir”. Birincisi, karşılaştırılabilir risk taşıyan ve eşit sermaye yatırımı ihtiyacı olan alternatif yatırımlar değerlendirilirken, yatırımcılar hangisi işletmeden ve satıştan en fazla nakit akışı getiriyorsa onu tercih ederler. İkincisi, karşılaştırılabilir risk taşıyan ve eşit nakit akışı olan alternatif yatırımlardan, yatırımcı hangisi daha hızlı nakit akışı getiriyor ise onu tercih eder. Gelecekte alınacak bir TL’nin bugün alınan bir TL’den daha az değerli olacağı kavramı, üç önemli konuyu etkilemektedir [2]:

- **Fırsat Maliyeti:** Alternatif olarak kullanılma olanağı olan sermayenin belli bir yatırım için kullanılması sonucu yılsonunda kaybedeceği değer, fırsat maliyeti olarak tanımlanmaktadır.
- **Enflasyon:** Fiyatların yükselmesi ve paranın değerinin düşmesi nedeniyle, ürünlerin ve satın alınabilir hizmetlerin daha öncesine göre alınabilecek miktarının azalması olarak tanımlanmaktadır.
- **Risk:** Yatırım sermayesinin enflasyonun yanlış ya da kusurlu hesaplanması sonucu bugünkü değerinin azalması risk olarak tanımlanmaktadır. Risk aynı zamanda, bir yatırım veya kredi getirisinin beklendiği kadar yüksek olmama olasılığıdır [2].

İskonto Edilmiş Nakit Akış Modeli

Yatırımın ileride getireceği gelir ve giderleri iskonto edilmiş nakit akış modeli ile hesaplamak gayrimenkul analizinde çok önemlidir. Bu model, yatırımcının/borç verenin bir yatırıma katılması ve yatırım için karar alınması gibi konularda yardımcı olmaktadır. İlk aşamada, borç veren için vergi öncesi ve yatırımcı için ise vergi sonrası öngörülen gelirler iskonto yöntemi ile hesaplanır. İskonto oranı, risksiz bir oran ile uygun bir risk priminden oluşmaktadır. Böylece, fırsat maliyeti ve diğer yatırım alternatiflerini dikkate alan bir yatırım değeri fikrini ortaya koymaktadır. Paranın zaman değeri kavramları dört temel unsurdan oluşmaktadır: Bunlar, ilk nakit çıkışı, gelecekte beklenen nakit girişi, (başlangıç yatırımı ile gelecekteki girdi arasındaki) zaman periyodu, (kesin olmayan gelecekteki girdiyi etkileyen) faiz (iskonto) oranıdır. Paranın zaman değeri analizleri genellikle kesin sözleşmelerde ve standartlarda kullanılmaktadır. Krediler ve kiralamalar, yatırım periyodu aylık, haftalık, yıllık veya anlaşılmış dönemlerdeki ödeme sıklıklarına bağlıdır. Gayrimenkul yatırımları analizinde genellikle bu dönem yıllık olarak yapılmaktadır. Nakit akışının zamanlaması da yatırımın tipine bağlıdır. Gayrimenkul yatırımlarında bu akış sıklıkla, kiralamadan gelen nakit akışlarının başlangıç ve bitiş dönemlerinden oluşur [2].

Net Bugünkü Değer Yönetimi (NBD)

Yatırımın net bugünkü değeri (NBD), belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş nakit giriş ve çıkışlarının arasındaki toplam fark olarak tanımlanmaktadır. Proforma gelir ve nakit akım tablolarındaki net bugünkü değerler, net akımların yıllara göre dağılımına göre (3.3)'de gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır. Başka bir deyişle projenin yaşam dönemi boyunca oluşan net nakit akışlarının belli bir iskonto oranına göre indirgenmiş değerleri toplamıdır [13].

$$\mathrm{NBD} = \mathrm{C}_0 + \frac{\mathrm{C}_1}{1+\mathrm{r}} + \frac{\mathrm{C}_2}{(1+\mathrm{r})^2} + \cdots + \frac{\mathrm{C}_\mathrm{n}}{(1+\mathrm{r})^\mathrm{n}} \qquad (3.3)$$

NBD: Net bugünkü değer

C_0: Başlangıçtaki yatırım

n: Projenin ekonomik ömrü

r: İndirgeme oranı

Projenin net bugünkü değeri sıfırdan büyükse, nakit girişlerinin bugünkü değeri, nakit çıkışlarından daha fazladır ve dolayısıyla proje maliyetinden daha fazla değer kattığı için kabul edilebilir. Aksi bir durumda, yani net bugünkü değer negatif olsa idi proje ret edilmelidir. Eğer net bugünkü değer sıfır çıkarsa, proje başa baş durumdadır ve proje ancak sermaye maliyetlerini karşılamaktadır. Yatırım kararı için, rakiplerden önce pazara girmek, rekabet alanını boş bırakmamak gibi kararlar vermek gereklidir. Bir karar ölçütü olarak, eğer bir proje,

NBD > 0 ise kabul edilebilir,

NBD < = 0 ise ret kararı verilebilir.

Oldukça önemli bir karar verme aracı olan NBD, hem projenin ekonomik yaşamı boyunca yıllık nakit giriş ve çıkışlarını hem de net akışların indirgenmiş değerlerini açıkça ortaya koymaktadır. Ancak, NBD hesaplamalarında kullanılan iskonto oranının doğru seçilmesi önemli olduğu kadar zor bir konudur. Burada, iskonto oranı yatırımcının projeden beklediği asgari kârlılık oranı olarak ifade edilmektedir. NBD yöntemi, güçlü bir karar verme aracı olsa da bazı eksik yönleri de bulunmaktadır. NBD hesaplamalarında, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti iskonto oranın üstel ifadesi olduğu için iskonto oranındaki değişimlere oldukça duyarlıdır. Sermaye maliyeti tek değer olarak belirlenemezse projeye duyarlılık analizi yapmak yerinde olacaktır [13], [18].

Net Bugünkü Değer Oranı Yöntemi [Kârlılık endeksi (Fayda-Maliyet Oranı (F/M))]

Her zaman yatırım alternatifleri arasında kârlılık oranı en yüksek olan proje, en büyük pozitif net bugünkü değere sahip olan proje değildir. NBD yöntemi, yatırımın büyüklüğünü dikkate almaz sadece miktar olarak kârın büyüklüğünü ifade etmektedir. Bir yatırım önerisinin NBD'sini, yatırımın bugüne indirgenmiş ilk yatırım tutarına (I) oranlayarak bulunan değer kârlılık endeksini (3.4)'de göstermektedir [13].

$$\text{Karlılık Endeksi} = \frac{\text{Net Bugünkü Değer (NBD)}}{\text{İlk yatırım tutarı (I)}} \qquad (3.4)$$

Bu yöntemde de, kullanılacak iskonto oranı, NBD yönteminde olduğu gibi yatırım kararını büyük ölçüde etkilemektedir. Yatırım hacimleri farklı olan projelerde fayda/maliyet oranı ne kadar büyük ise o proje öncelik kazanmaktadır.

İç Verim Oranı Yöntemi (İVO)

Yatırımın net bugünkü değerini sıfıra eşitleyen iskonto oranı, bir yatırımın iç verim oranını belirlemektedir. NBD yönteminde, iskonto oranı olan "r", iç verim oranı yönteminde ise NBD'yi sıfır yapan değer olarak (3.5) gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır.

$$\mathrm{NBD} = \mathrm{C}_0 + \frac{\mathrm{C}_1}{1+\mathrm{İVO}} + \frac{\mathrm{C}_2}{(1+\mathrm{İVO})^2} + \cdots + \frac{\mathrm{C}_n}{(1+\mathrm{İVO})^n} = 0 \qquad (3.5)$$

NBD: Net bugünkü değer

İVO: İç verim oranı

C_0: Başlangıçtaki yatırım

n: Projenin ekonomik ömrü

İVO, yatırımcının istediği minimum kârlılık oranından yüksek ise yatırım önerisi kabul edilebilir, aksi takdirde ret edilmelidir. Eğer yatırım alternatifleri arasından bir seçim yapılacaksa kârlılık oranı en yüksek olan proje seçilmelidir.

İVO, projeye yatırılan sermayenin birim kârlılık oranını gösterdiği için, NBD yönteminin aksine, yatırımcının daha net bir karar (sermaye maliyeti oranı ile karşılaştırılacak) ayrımı yapmasına yardımcı olmaktadır. Bu sayede, yatırımcı sınırlı kaynakları daha verimli şekilde kullanma şansını yakalamaktadır. Diğer ticari karlılık analizleri, bu tür bir bilgiyi sağlamamaktadır. İVO, NBD göre sermaye maliyeti hesaplamasında fazla duyarlı değildir. İVO'da iskonto oranında veya sermaye maliyetindeki küçük bir hesap hatası fazla önemli bir etki yaratmayacaktır. Bu avantajlarından dolayı yatırım projelerinde genel olarak İVO yöntemi kullanılmaktadır. Ancak bu yöntemin bazı belirgin eksiklikleri de bulunmaktadır. İVO yöntemi, alternatif yatırımların karşılaştırılmasında, NBD yönteminin aksine, yatırımların büyüklüğünden kaynaklanan toplam kârı dikkate almadığı için yüksek nakit akımlardan mahrum kalabilmektedir. Bir yatırım projesinde, nakit akışlarının kuruluş döneminde negatif, sonraki yıllarda pozitif çıkması beklenmektedir. Eğer net nakit akışları bu dağılımın dışına çıkıyorsa, ya İVO hesapları yapılmaz ya da net akışları kaç kez pozitif ya da negatif oluyor ise o kadar İVO hesaplanmalıdır [13].

Geliştiricilerin çoğu, yatırım öncesi karar verirken NBD'den çok İVO'yu kullanırlar. Ancak, İVO'nun kullanılması her zaman doğru sonuç vermez. Çünkü İVO yönteminde çok sayıda

getiri oranı olan, birbiri ile bağdaşmayan ve ömürleri birbirinden farklı projeler ile karşılaşabilir. NBD ile alınan kararlar ise daha sağlıklı olabilmektedir. [18]. NBD ve İVO, hem kar miktarını hem de karlılık oranını bir arada görmek için, sıklıkla birlikte kullanılan indirgenmiş nakit akış analiz yöntemlerindendir. Bu iki yöntemin beraber kullanılması sağlıklı bir değerlendirme yöntemi iken, bazı durumlarda ise birbirleri ile çelişerek farklı sonuçlar gösterebilmektedir. Bu durumda fark analizi, NBD ve İVO arasındaki çelişkiyi gidermek için kullanılabilir. Hiçbir yatırımcı az bir kar için büyük riskler almayacağı için fonların büyüklüğü ve yatırım riski de dikkate alınarak yatırım değerlendirmesi yapılmalıdır [13].

3.3.5.2 Risk Analizi

Bir yatırım projesi yaşam süresi boyunca, mikro, makro ve sosyo-ekonomik değişimlerden etkilenebilmektedir. Bir projenin, gelecekteki nakit giriş ve çıkışlarının, kesin olarak belirlenemediği ve gelecekteki olaylara bağlı olması durumunu dikkate alan değerlendirmeler risk analizi kapsamında incelenmektedir. Burada amaç, yatırım muhtemel risk derecesini ölçmek ve bir karar yaklaşımı ile projenin riskini değerlendirmektir [13]. Yatırımın değerlendirmesi, sadece sayısal bir işlem (gelecekteki nakit akışları kullanılarak net bugünkü değere hesaplanması) olarak düşünülmemelidir. Yatırım aşamasında oluşabilecek sorunların, risklerin ve kârların belirlenmesi için daha derinlemesine bir analiz yapılması gereklidir. Bu tür detaylı çalışma yapmak için geliştiricilerin kullanabileceği birçok analiz tekniği bulunmaktadır [18]. Risk analizi kapsamında, duyarlılık, olasılık ve karar ağacı analizleri aşağıda anlatılmaktadır:

Duyarlılık Analizi: Bir yatırım projesinin getirilerini, değişkenlere bağlı olarak inceleyen bir analiz yaklaşımıdır. Fiyat, satış miktarı, iskonto oranı gibi değişkenlerdeki değişimin proje karlılığı üzerindeki etkisine bakılmaktadır. Yatırım için kritik olan değişkenler bulunarak, bu değişkenlere bağlı daha doğru tahminler yapılabilecektir. Böylece, gelecekteki muhtemel değişimlere karşın gerekli önlemlerin önceden alınabilmesini veya planlamasını mümkün kılacaktır [13]. Duyarlılık analizi, önceden bilinmeyen farklı etkenler kullanılarak nakit akışlarının bulunmasını sağlar ve bu etkenlerin doğru olmayan şekilde alınması halinde oluşabilecek sonuçları neler olabileceğini belirler. Bu analiz,

geliştiricinin doğru unsurları bulmasına yardımcı olur ve ileride oluşabilecek uygun olmayan sonuçları ortaya çıkarmasını sağlar [18].

Olasılık Analizi: Bir yatırım projesinin riski, kritik değişkenlerin muhtemel değişme aralığının genişliğine ve bu aralıktaki değerlerin ortaya çıkma olasılığına bağlıdır. Olasılık analizi, geliştiricilere farklı değişkenlerin tutarlı birleşimlerini görmelerini sağlar. Olasılık analizinin amacı, duyarlılık analizi ile belirlenen kritik değişkenlerin olasılık dağılımını belirlemektir. Olasılık analizi, duyarlılık analizini tamamlar, projenin riski ve kritik değişkenleri aralığı hakkında fikir verir [13], [18].

Karar Ağacı Analizi: Yatırım kararları, bir olayın gerçekleşmesi koşulu, diğerinin gerçekleşme olasılığına bağlı olan aşamalı bir hal almaktadır. Karar ağacı, alternatif ardışık kararların ve olası sonuçların bulunduğu bir analiz yöntemidir. Her aşamayı izleyen karar bir önceki olaya göre farklılık gösterecek ve böylece çeşitli olasılıklar sonucunda aşamalarda dallanma olacaktır. Bu karar sürecinin aşamaları, bir ağaç gibi olduğu için bu yöntem karar ağacı analizi olarak adlandırılmıştır. Bu yöntem ile net bugünkü değer, değişim katsayısı ve standart sapması hesaplanarak projenin riskliliği değerlendirilerek karar verilecektir [13], [18].

BÖLÜM 4

EĞİTİM SEKTÖRÜ YATIRIMLARI

Eğitim sisteminin ve yatırımlarının, Türkiye'nin genç nüfusunun nitelikli bir şekilde eğitilmesi, diğer ülkelerin gençleriyle rekabete hazırlanabilmesi ve rekabet halinde olduğu ülkelerin önüne geçebilmesi için önemi büyüktür. Eğitim yatırımları için gelişime açık alanların arasında bulunan okul öncesi eğitim yapıları, ilkokul ve ortaokul kademeleri ile okula başlama yaşının erkene çekilmesiyle pazardaki payı azalmış, fakat zorunlu hale getirilirse önemli yatırım fırsatları sunabilecek bir alandır. Lise kademesinde, Anadolu ve fen liseleri ile rekabet halinde olan özel okullarda ise pazarda eğitim kalitesi ile marka olabilmiş başarılı özel okullara talep devam edecektir [19].

Bulunduğu ortam ve mevcut pazar şartları doğrultusunda yatırım hedeflerini belirleyen yatırımcıların beklentilerini karşılayabilmek için pazardaki arz ve talep dengelerini ve rekabet ortamını göz önünde bulundurarak planlama yapması yatırımların başarısını etkileyen bir diğer önemli etkendir. Yapılacak yeni yatırımların yer seçimi bulunduğu bölgedeki diğer gelişmelere göre belirlenmekle birlikte, bu yeni yatırımların yakın çevrelerine sağlayacakları katkı ve o bölgede yaratacakları imkânlar da yeni yatırımların teşvik edilmesi açısından büyük önem teşkil etmektedirler.

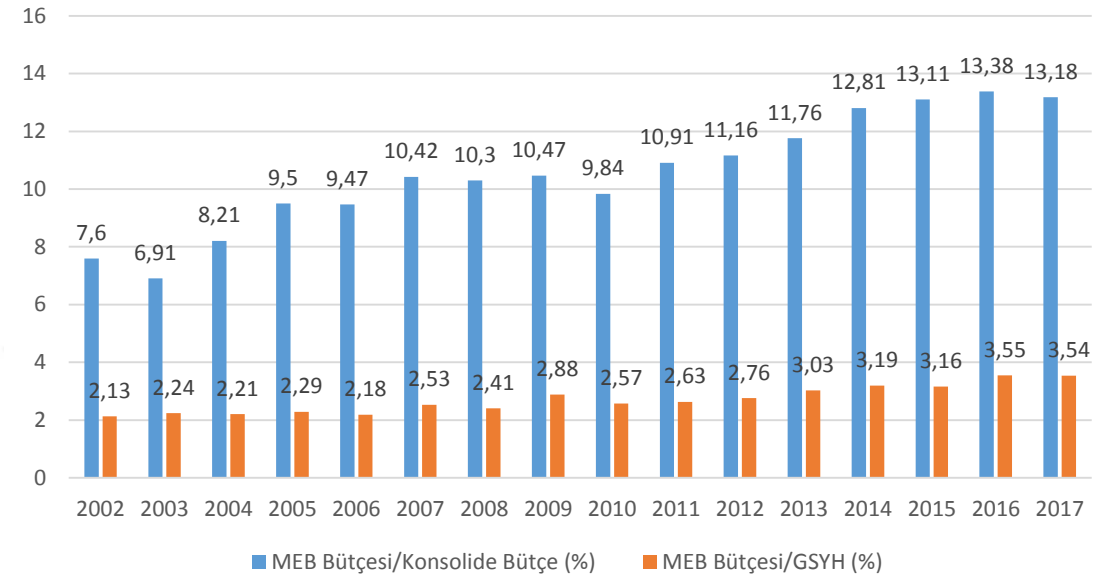
Bu bölümde, yatırım aracı olarak eğitim yatırımlarının geliştirilmesi ve Türkiye'de eğitim yatırımları, eğitim sektöründe kabul görmüş tanımlar, sektör oyuncuları arasındaki ilişkiler ve özel okul geliştirme sürecinin iç dinamikleri incelenecektir.

4.1 Türkiye'de Eğitim Yatırımları

Ülkemizin en önemli unsurlarından biri olan eğitim, beşeri sermayenin kaynağı olup bir ülkenin kalkınmasını sağlayan önemli bir araçtır. Eğitim sistemi, ülke kalkınmasına paralel olarak sosyoekonomik, siyasi koşullara ve eğitim modellerine göre değişebilmektedir. Eğitim yatırımı esasında insana yapılan bir yatırımdır. Eğitim yatırımları, insanların okur-yazarlık oranlarını, kabiliyetini, entelektüel seviyelerini yükseltir. Tüm dünyadaki gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ekonomiye bağlı olarak eğitim yatırımlarının değişimleri araştırılır [20]. 1923-1938 yılları arasında nitelik yönünden görülen önemli gelişme ve düzenlemeler ile Türk Milli Eğitim Sisteminin bugünkü temelini ve ana çatısını oluşturmuştur. Türkiye'de eğitimde neo-liberal yapılanma, 24 Ocak 1980 kararları ve sonrasında uygulamaya konulan yapısal uyum ve istikrar programlarıyla hız kazanmıştır. Kamu harcamalarının azaltılması ve kamu sektörünün özelleştirilmesi uygulamaları eğitim alanında ilk kez "kendi okulunu kendin yap" kampanyalarıyla başlamıştır. Bu uygulama, 1990'lı yıllardan itibaren küresel aktörler tarafından projelendirilmiştir. Dünya Bankası ve MEB ortaklığıyla yapılan Milli Eğitimi Geliştirme Projesi kapsamında, ilköğretim ve ortaöğretimin yerelleşmesi ve öğretmen eğitiminin yeniden düzenlenmesi hedeflemiştir. 1998'de yapısal uyum programı çerçevesinde gündeme gelen ve 2000 yılında Avrupa Konseyi ile imzalanan protokolle sürdürülen "Temel Eğitime Destek Projesi" ile ilköğretim ve yetişkin eğitimi/halk eğitimi alanı yeniden yapılandırılmaktadır. Türkiye, 1998 yılında imzalanan GATS (Hizmet Ticareti Genel Anlaşması) ile eğitimin piyasalaşmasının koşullarını kabul etmiştir [21].

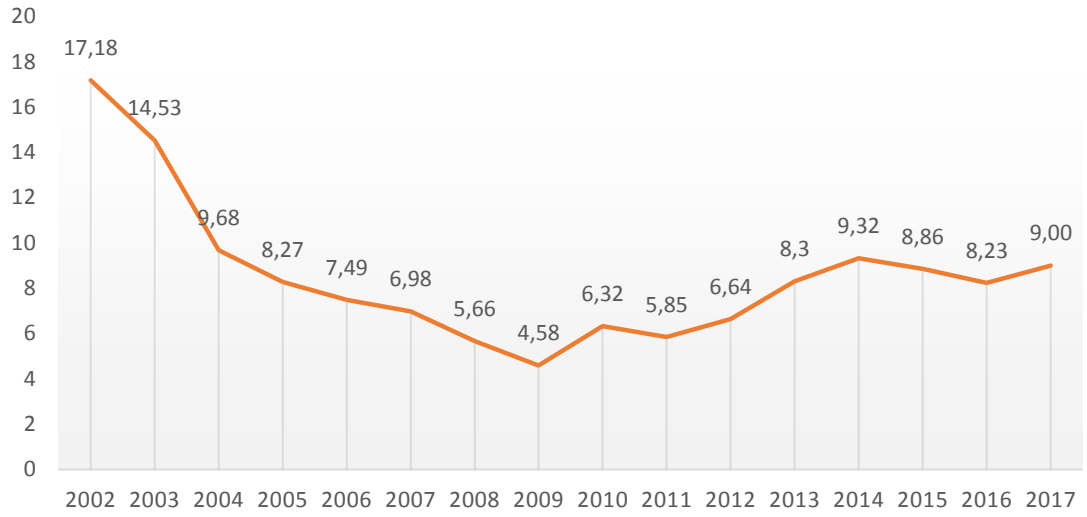
Son 15 yıl içinde MEB bütçesinde sayısal olarak bir artış yaşanmasına rağmen, MEB bütçesinin GSYH'ya oranında belirgin bir değişiklik görülmemiştir (Şekil 4.1). Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Kuruluşu'nun (OECD) Eğitime Bakış 2016 Raporu'na göre, 35 OECD ülkesi içinde Türkiye eğitimdeki kamu harcamaları bakımından sonuncu sıradadır. Benzer olarak, Türkiye'nin ilkokuldan yükseköğretime kadar eğitim kurumlarına yaptığı kamu ve özel sektör harcamaları, OECD ülkelerin harcamaları ile kıyaslandığında daha düşüktür. 2008-2013 yılları arasında, Türkiye'nin ilk, orta ve lise öğretimine yaptığı harcamalarda %63 oranında artış görülürken, yükseköğretime yapılan yıllık kamu harcamaları iki katına çıkmıştır. Buna rağmen Türkiye'de eğitim kurumlarına yapılan

kamu harcamalarının GSYH'ya oranı %4.6 ile %4.8'lik OECD ortalamasının altındadır. Kamu harcamaları bakımından, OECD üyesi ülkeler arasından Norveç, Danimarka, Finlandiya ve İzlanda gibi kuzey ülkeleri, eğitime bütçeden en fazla payı ayıran ülkeler olmuştur [27].



Şekil 4. 1 MEB bütçe payları ve GSYH oranı (TUİK, 2017)

MEB'in bütçesinden eğitim yatırımlarına ayrılan pay 2002 yılında yüzde 17,18 iken, 2009'da yüzde 4,58'e kadar düşürülmüştür. 2012-13 yılında yapılan 12 yıllık zorunlu eğitim sistemi (4+4+4) dönüşümünden sonra zorunlu olarak artışa geçen bu oran 2014 sonrasında yeniden azalmaya başlamıştır. 2017 yılı itibariyle MEB bütçesinden eğitim yatırımlarına ayrılması düşünülen pay, 2016'e göre artırılarak yüzde 9,00 olarak belirlenmiştir (Şekil 4.2). Bu bağlamda, devlet bütçe payını azaltarak özel sektörden destek beklemektedir. Piyasadaki eğitim yatırımı açığının özel sektör tarafından kapatılması beklenirken bu durum yatırımcı açısından da avantaja dönüşmektedir.



Şekil 4. 2 MEB bütçesinden eğitim yatırımlarına ayrılan yüzdelik pay (TUİK, 2017)

2013 yılında, Türkiye'nin öğrenci başına yapılan kamusal eğitim harcaması miktarı, OECD ortalamasının çok altında kalmıştır (Çizelge 4.1). 2008-2013 yılları arasında, Türkiye'nin ilk, orta ve lise seviyelerinde devlet okullarına kayıtlı öğrenci sayısı %7; öğrenci başına ayırdığı harcama ise %52 oranında artmıştır. Ancak buna rağmen Türkiye'nin ilk, orta, lise seviyelerinde öğrenci başına yaptığı yıllık harcama olan 3.327 dolar olup OECD ülkeleri arasında sondan ikinci sıradadır. Benzer şeklide, Türkiye ilkokuldan yükseköğrenime kadar olan tüm seviyelerde ve üniversitelerde öğrenci başına yaptığı harcamalarda, diğer OECD üyesi ülkeler arasında en düşük harcama oranına sahip ülkeler arasında yer almaktadır [27]. Tüm seviyelerin ortalamasına bakıldığında, Türkiye 1.095 dolar farkla Meksika'dan sonra ikinci sıradadır. OECD ortalaması Türkiye'den; ilkokulda ve ortaokulda 3 kat, lisede 2,5 kat, yükseköğretimde ise yaklaşık 2 kat daha fazladır. Türkiye'nin öğrenci başına yaptığı 2013 yılı eğitim harcamasına bakıldığında, kamu yatırımlarının eğitim harcamalarını desteklemediği ve piyasadaki açığın ancak özel sektörün yatırımlarıyla kapatılabileceği anlaşılmaktadır.

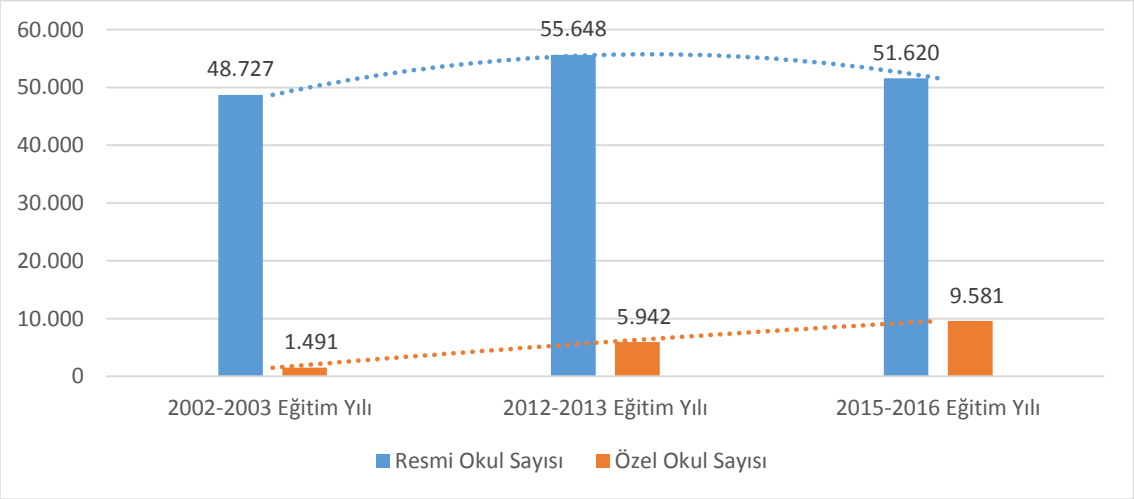
Çizelge 4. 1 Eğitimin farklı kademelerine öğrenci başına yapılan harcama[1] (2013)

Ülkeler	İlkokul ($)	Ortaokul ($)	Lise ($)	Yükseköğretim ($)	İlkokuldan Yükseköğrenime Kadar ($)
Avustralya	8.289	11.431	10.203	18.337	11.169
Avusturya	10.780	14.831	15.255	16.695	14.361
Belçika	9.957	12.267	13.020	15.911	12.407
Şili	4.021	4.099	4.141	7.642	5.092
Çek Cumhuriyeti	4.730	8.061	7.682	10.432	7.493
Danimarka	11.355	11.906	10.165	16.460	12.294
Estonya	7.138	7.009	5.909	11.607	8.107
Finlandiya	8.519	13.312	8.786	17.868	11.221
Fransa	7.201	9.947	13.643	16.194	10.907
Almanya	8.103	9.967	13.093	16.895	11.545
Macaristan	5.435	3.994	4.439	9.980	5.591
İzlanda	10.569	11.276	7.743	11.256	10.067
İrlanda	8.002	10.773	10.840	13.663	10.065
İtalya	8.392	8.797	9.174	11.172	9.238
Japonya	8.748	10.084	10.459	17.883	11.309
Kore	7.957	7.324	9.801	9.323	8.658
Letonya	5.974	6.016	6.005	8.193	6.526
Lüksemburg	17.959	20.076	19.473	40.933	21.320
Meksika	2.717	2.473	4.126	7.568	3.387
Hollanda	8.371	12.334	12.200	18.947	12.247
Yeni Zelanda	7.354	9.191	11.328	14.585	10.045
Norveç	13.274	14.103	16.153	20.379	15.466
Polonya	6.919	6.900	6.178	8.929	7.195
Portekiz	7.258	9.667	10.503	11.106	9.218
Slovak Cumhuriyeti	5.942	5.755	5.839	10.321	6.735
Slovenya	9.121	10.085	7.872	12.064	9.597
İspanya	6.956	8.303	8.729	12.604	8.755
İsveç	10.664	11.306	11.389	23.219	13.072
İsviçre	15.930	19.698	18.479	25.126	19.052
Türkiye	**2.894**	**3.337**	**3.914**	**10.637**	**4.482**
Birleşik Krallık	10.669	13.092	11.627	25.744	13.613
ABD	10.959	11.947	13.587	27.924	15.720
OECD Ortalaması	**8.477**	**9.980**	**9.990**	**15.772**	**10.493**
EU22 Ortalaması	**8.545**	**10.210**	**10.087**	**15.664**	**10.548**
Brezilya	3.826	3.802	3.852	13.540	4.318
Kolombiya	2.074	2.728	3.117	6.391	3.165
Endonezya	1.184	918	1.070	2.094	1.209
Litvanya	5.079	4.596	5.345	8.697	6.027

[1] Eğitimin farklı kademelerine öğrenci başına yapılan harcama verileri, OECD Education at a Glance, (Eğitime Bakış 2016) raporundan alınmıştır.

Özel Okul Sayıları ve Payları

MEB bütçesindeki yatırım paylarının azalması ve eğitim sistemindeki piyasalaşmayla beraber özel okul sayılarında artış yaşanmıştır. TUİK Eğitim İstatistiklerine göre, 2002-03 eğitim yılında özel okulların sayısı 1.491 iken; 2012-13 yılında eğitim sisteminin değişmesiyle 5.942'ye çıkmış; 2015-2016 eğitim yılında ise dershanelerin özel okullara dönüştürülmesiyle özel okulların sayısı 9.581'e yükselmiştir (Şekil 4.3). Son 14 senede özel okullaşma oranında yüzde 84,43 oranında artış olmuştur.



Şekil 4. 3 Son 14 yılda özel okul sayılarındaki değişim (TUİK, 2016)

Özdemir ve Tüysüz (2017) tarafından, Türkiye'de özel öğretim kurumları ve özel okul sektörü hakkında gri ilişkisel analiz yöntemi ile bir çalışma yapılmıştır. Bu çalışmanın amacı, yatırımcıların zarar etmesini önlemek ve eğitim yatırımları için doğru kararların alınmasını sağlamaktır. Özel okul yatırımları için kullanılan değerlendirme ölçütleri, literatür taranarak ve sektördeki uzmanların yorumları alınarak belirlenmiştir. Bu ölçütler ise şunlardır [22]:

- Eğitim endeksi,
- Genel yaşam endeksi,
- Özel okulların tüm okullara oranı,
- Özel okullarda okuyan öğrencilerin oranı,
- 3-17 yaş arası nüfusun toplam nüfus içindeki payı,
- 0-19 yaş alınan/verilen göç oranı,

- Derslik başına düşen ortalama öğrenci sayısı,
- Hane halkı eğitim harcaması oranı,
- Kişi başı ortalama mevduat miktarı.

Özel bir öğretim kurumu açmak için yatırım yapılabilirlik açısından 81 il, bu ölçütler temel alınarak ölçeklendirilmiştir. Buna göre, elde edilen sonuçlar kullanılarak yatırım açısından illerin öncelik sıralaması oluşturulmuştur. Yatırım için ilk sıradaki il Isparta çıkarken, en sonuncusu ise Ardahan olmuştur. İlk 15 il arasında yer alan illerden 5 tanesi (İstanbul, Balıkesir, Çanakkale, Yalova ve Bilecik), Marmara bölgesindendir. Bölgesel olarak da, sırası ile Marmara, Batı Karadeniz ve İç Anadolu yatırım için öncelikli bölgelerdir [22].

4.2 Gayrimenkul Geliştirme Projesi Olarak Eğitim Yatırımları

Gayrimenkul geliştirme sektöründe yatırımcılar genellikle kısa ve orta vadeli fonlar kullanırlar ve bu fonların maliyetleri de yatırımın kârlılığını belirler. Gayrimenkul yatırımlarındaki kârlılık ölçüsü banka faiz oranları, devlet tahvilleri ve yatırım riskleri gibi para piyasalarından alınan verilere göre tahminler yapılarak elde edilir. Bu yatırımlar, para piyasalarındaki yatırımlardan farklı olarak yalnızca bir değere bağlı değil aynı zamanda gayrimenkulün etkinliğine, verimliliğine, konumuna ve çevresindeki yatırımlara da bağlıdır [12].

Yatırım kararı, eğitim de dâhil olmak üzere bütün gayrimenkul yatırımlarında, likidite, enformasyon, sermaye, süre, bilgi birikimi, altyapı, arsa, yasalar ve izinler gibi birçok ölçütler altında verilir. Yatırımcı, mevcut ve gelecekteki ekonomik yapıyı, mülkiyet haklarını, yönetimsel gereklilikleri ve eğitim sektörünün kendi özel niteliğine göre değişen unsurları ayrı ayrı değerlendirmek zorundadır. Gayrimenkul geliştirme açısından özel amaçlı yapılar içinde yer alan eğitim yatırımları, konut, ticari ve endüstriyel yapılardan farklı bir yatırım değerlemesine ihtiyaç duymaktadır. Bu bağlamda, yatırımcının eğitim alanında sahip olması gereken bilgi birikimi; bu alana yatırım yapmak için gereken yasal süreç ve izinler; uzun süreli bir işletme sürecinin gerekmesi ve önemli bir marka değerinin oluşturulması gibi unsurlar eğitim yatırımlarını diğer ticari gayrimenkul yatırımlardan ayıran temel farklardır. Bunun yanı sıra eğitim yapısı

geliştirme sürecinde pek çok aktör rol almaktadır. Ayrıca, eğitim yatırımları, yasal-yönetsel izin sürecindeki farklılık açısından konut, ofis ya da alışveriş merkezi gibi diğer gayrimenkul yatırımlarından ayrılır. Bu açıdan eğitim yatırımları, sağlık yatırımlarına benzemektedir. Eğitim yatırımının, sağlık ve turizm yatırımlarına benzeyen belirgin özelliği, işletme sürecini yönetecek yatırımcının ve varlık yöneticilerinin de yatırım kararı alma aşamasında etkin rol almasıdır. Ancak, eğitim yatırımları terör gibi mücbir olaylardan daha az etkilenmesiyle turizm yatırımlarından ayrılmaktadır.

Eğitim yatırımlarının bir gayrimenkul projesi olarak geliştirilmesi sürecin planlamadan işletilmesine kadar olan zamanı kapsar. Uygun yatırım ortamının oluşması, mevcut küresel ve yerel ekonomik durumun yanı sıra gayrimenkul yatırım aracı olarak eğitim yapısı geliştirme projelerinin başarılı olmasını etkileyen başlıca faktörler arasında aşağıdakiler önem teşkil etmektedir:

- Yatırım hedeflerinin belirlenmesi,
- Yatırım ekiplerinin seçimi,
- Arsa seçimi,
- Marka seçimi,
- Proje finansmanı sağlanması,
- Tasarım ve inşaat ekiplerinin seçimi.

Gayrimenkul geliştirici ya da yatırımcı çalışmaları sırasında çeşitli profesyonel hizmetlerden ve uzmanların deneyimlerinden faydalanarak tüm geliştirme sürecini yönetir. Yatırımın başarılı sayılabilmesi için tüm sektör oyuncularının doğru zamanda projeye dâhil olması ve geliştirme sürecinde kendisinden beklenilen katkıyı sağlaması gereklidir. Yatırımcı belirlediği hedefler doğrultusunda, geliştirme süreci için gerekli ekipleri kurar, yaptığı araştırma ve fizibilitelere dayanarak projesi için uygun arazi ve finansmanı bulur, tasarım ve yapım süreci boyunca danışmanlar ve uzmanlar arasındaki koordinasyonu sağlar ve eğitim yatırımının istenen ölçütlerde gerçekleştirildiğini denetler. Yatırımcı profiline göre farklılık gösteren finansal hedefler, yatırımın büyüklüğünün, beklenen kârlılık oranlarının ve risklerin belirlenmesi olarak özetlenir. Sosyal içerikli bir yatırım türü olan eğitim yatırımları, mevcut yatırımlardan ayıran temel

farklar pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal analizler olmak üzere dört bölümde incelenecektir.

4.2.1 Pazar Analizi

Yatırımcının hedefleri doğrultusunda yatırım alanına uygun arsaların belirlenmesi, belirlenen arsalarla ilgili pazar araştırmaları ile ekonomik durum ve eğilimlerin tespit edilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda, seçilen hedef pazardaki talebin ve arzın araştırılması, tespit edilen arsaların yakın çevre analizi ve yatırım ortamı analizi yapılmalıdır. Yatırımcılar, proje fırsatlarına ilişkin büyüme hedeflerini ve marka stratejilerini belirler. Örneğin, özel okullar arasında çok eski ve köklü olup başarıyla hizmetlerini sürdüren kurumlar olduğu gibi alanda yeni faaliyete başlayan kurumlarda bulunmaktadır. Sektörün köklü eğitim kurumları isim hakkı vererek ya da bizzat kendi yatırımları ile daha fazla şube açarak Türkiye'nin her bölgesindeki ihtiyacı karşılamak üzere özel okul yatırımı yapmaktadır. Bayilik (franchising) şartları, okulun açılacağı bölgeye göre değerlendirilirken okul ücretleri de o bölgedeki ailelerin satın alma gücüne göre belirlenmektedir.

Eğitim yatırımları için pazar analizinde, fiziksel (coğrafi) ve doygunluk olmak üzere iki farklı faktör incelenmelidir. Fiziksel (coğrafi) faktörde, arz-talep dengesi, sosyolojik yapı (gelir düzeyi), demografik yapı (nüfus sayısı, yaş grubu dağılımı), konut bölgesine yakınlığı ve toplu ulaşım ağı ile entegrasyonu; doygunluk faktöründe ise o bölgedeki özel okullaşma oranı ve öğrenci nüfusu önem kazanmaktadır. Sunulan hizmet açısından özel okullar ile devlet okulları; kalite ve başarı açısından ise özel okullar kendi arasında yarışmaktadır. Pazar analizi kapsamında, konut yatırımlarında nüfus artışı, göç, faiz oranları; endüstri yatırımlarında ithalat, ihracat verileri; eğitim yatırımlarında ise özel okullaşma oranı, devletin eğitimde özel okulları teşvik politikaları, öğrenci nüfusu ve eğitim sistemindeki değişimler gibi konularda araştırma yapılır. Eğitim sektörü yatırımcıları, okul öncesinden üniversiteye kadar pazardaki eğilimleri dikkate alırlar. Yatırım öncesinde, hedef kitle olarak hangi gelir seviyesindeki ailelerin seçileceğinin iyi belirlenmesi gerekmektedir.

4.2.2 Teknik Analiz

Proje geliştirme aşamasında, yatırımcının ve işletmecinin beklentileri, proje için seçilen markanın ihtiyaç programları ile bina tasarımı için gerekli tasarım ve avan projelerinin hazırlanması gereklidir. Tasarım aşamasında görev alacak mimar ve mühendislerin seçimi ve ihtiyaç programının belirlenmesi gerekmektedir. Gelinen bu noktada geliştirme programını son haline getiren yatırımcı, proje için gerekli finansmanı da temin etmiş olmalıdır.

MEB'in 20.03.2012 tarihli Özel Öğretim Kurumları Yönetmeliği Madde 11 ve 12'de kurum binalarına ait şartlar ile kurum türüne göre belirtilen şartları taşıması gerekmektedir. MEB'in 06.01.2016 tarihli ve 162102 sayılı Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesi ile derslik kapıları, merdivenler, tavan yüksekliği, koridorlar vb. ölçütlerle eğitim yapı standartları ile kullanılacak araç gereçlerin standartlarını belirlemektir. Bu bağlamda, eğitim yatırımlarında teknik analiz bu yönetmelik ve yönergeler çerçevesinde yapılmalıdır. Eğitim yatırımları, diğer yatırımlardan farklı olarak bina ihtiyaç ve programları kapsamında, hangi eğitim kademesinde kullanılacağına göre yapı standartları bakımından farklılık göstermektedir. Okul öncesi, ilkokul, ortaokul, liseye göre farklı ihtiyaç programı gösterecek bina planlamasında, ihtiyaç programı açısından bakıldığında, yatırımcının doğru kararlar alması gerekmektedir. Çünkü eğitim yapıları, farklı bir amaca göre değişimi ve/ya dönüşümü mümkün olmayan kendine özgü tasarlanmış özel amaçlı yapılardır. Örneğin, bir konut yatırımı sonrasında yapılacak yenilemelerle ofis yapısına dönüştürülebilirken, eğitim yapılarında bu dönüşüm yapı standartları bakımından zor ve uğraştırıcıdır. Ayrıca, mevcut yapı stokunun analizi yapılarak ve bu binaların eğitim yatırımlarına dönüşümüne uygun olup olmadığı teknik analiz kapsamında değerlendirilmelidir.

4.2.3 Yasal-Yönetsel Analiz

Yatırımcı, tasarım ve yapım evresinin başlangıcında gayrimenkul geliştirme için uygun bulunan arsanın kiralanması, satın alınması veya devlet tarafından arazinin yatırım yeri olarak tahsis edilmesi ile inşaat yapabilmek için gerekli izinleri de almaya başlar.

Eğitim yatırımları diğer sektörlerdeki yatırım türleri ile karşılaştırıldığında, yasal-yönetsel izin süreçleri bakımından daha kapsamlı ve farklı süreçlere tabiidir. Eğitim yapıları inşa

edileceği yer bakımından da özellikli binalardır. Örneğin, meyhane, kahvehane, kıraathane, bar, elektronik oyun merkezleri gibi umuma açık yerler ile açık alkollü içki satılan yerlerin, (bazı özel hususlar haricinde) okul binalarından kapıdan kapıya en az yüz metre uzaklıkta bulunması zorunludur.

Bir kurumda öğretime başlayabilmek için kurum açma izni alınmalıdır. İzin başvuruları ilgili Millî Eğitim Müdürlüğüne yapılır. Valilikçe yapılan inceleme sonucunda açılması uygun görülen okullar dışındaki kurumlara kurum açma izni verilir. Valilikçe açılması uygun görülen okullara ilişkin başvurular ise kurum açma izni verilmek üzere Bakanlığa gönderilir. Yatırımcılara, Özel Eğitim Kurumu Açma İzni[1] verilmesi, binanın kullanılış amaçlarına ve Bakanlıkça belirlenen standartlara uygun ve yeterli bulunmasıyla birlikte aşağıdaki şartların yerine getirilmesine bağlıdır [28]:

- Ders araç-gerecinin kurumun amaç ve ihtiyaçları için yeterli olduğunun bir rapor ile tespit edilmesi.
- Kurumun; yönetici, öğretmen ve diğer personelinin sayı ve nitelikleri yönünden uygun bulunması ve bu kurumda çalışacaklarının belgelendirilmesi.
- Kurumun yönetmelikleriyle öğretim programının Bakanlıkça incelenip onanmış olması.

Bu bağlamda, eğitim yatırımları sadece gayrimenkul olarak değerlendirilmez bunun yanı sıra yatırım sonrası verilecek eğitim hizmetinin kapsamı ve niteliği de gayrimenkul yatırımının bir parçasıdır.

4.2.4 Finansal Analiz

Finansal fizibilite evresinde, eğitim yatırımlarının gayrimenkul pazarındaki, arz, talep ve büyüme oranlarına göre, yatırım maliyetleri, yapıya ait doluluk oranları ve gelirleri tahmin edilerek nakit akış tabloları oluşturulur. Eğitim yatırımları uzun vadeli bir yatırım olduğu için nakit akış tabloları da ona göre farklılık gösterecektir. Eğitim yatırımlarının getirisi konut veya ofis yatırımlarına göre daha uzun vadeli işletme sonucunda alınmaktadır. Öte yandan eğitim sektörü, turizm veya perakende gibi sektörlere oranla

[1] Özel Öğretim Kurumları Kanunu, Kanun Numarası: 5580, Madde 3'ten alıntı yapılmıştır.

makro ve mikro düzeydeki ekonomik hareketlenmelerden daha yavaş etkilenmektedir. Benzer şekilde, terör gibi mücbir olaylardan da diğer sektörlere göre daha az etkilenmektedir. Bu yatırımlarda, risk fazla olduğu gibi kâr beklentisi de daha yüksektir.

Özel öğretim kurumları, öğrenci ve kursiyer ücretlerini; veli veya kursiyerlere sağlayacaklarını belirttikleri eğitim ve öğretim imkânlarına, gelişmelerine imkân verecek yatırım ve hizmetler ile diğer işletme giderlerine göre tespit ederler[1]. Finansal analizler kapsamında, öğrenci sayısı, öğretmen sayısı ve maaşı, okul ücreti gibi unsurlar işletme maliyetini de belirlemektedir. Bu bağlamda, konut gibi ticari gayrimenkul yatırımlarında bu gibi unsurların göz önüne alınmasına gerek yoktur [29].

Finansal analiz kapsamında devlet teşvik paketlerinin eğitim yatırımlarında önemli bir payı vardır. Bu nedenle, yeni teşvik sistemi 07.09.2016 tarih 2016/9139 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile 31.12.2017 tarihine kadar yapılacak yatırımlara avantajlı tarifeler getirilmiştir. Yatırımlarda yer alan desteklerin uygulanması açısından iller, sosyo-ekonomik gelişmişlik seviyeleri dikkate alınarak altı bölgeye ayrılmıştır (Şekil 4.4).



Şekil 4. 4 İllere göre Türkiye yatırım teşvik haritası [30]

Yeni teşvik sistemine göre eğitim sektörü öncelikli (avantajlı) yatırımlar kapsamına alınmıştır. Böylece okul öncesi (kreş dâhil), ilköğretim, ortaokul, lise, engelliler için ilk ve orta öğretim, teknik ve mesleki liseler gibi eğitim kurumları, bölgesel yatırım teşviklerinden yararlanabilmektedirler. Buna göre 6. bölgedeki illerimiz, 6. bölge seviyesi

[1] 28239 sayılı MEB Özel Öğretim Kurumları Yönetmeliği çerçevesinde, Madde 53'ten alıntı yapılmıştır.

bölgesel yatırım teşviklerinden; 6. bölge dışındaki tüm illerimiz (1., 2., 3., 4. ve 5. bölgedeki iller) ise 5. bölge seviyesi bölgesel yatırım teşviklerinden faydalanabilmektedir. Eğitim sektörüne yönelik olarak verilen yatırım teşvik unsurları Çizelge 4.2'de gösterilmiştir. Üniversite ve yükseköğretim eğitim yatırımları ise genel teşvik düzeyinde desteklenmektedir.

Çizelge 4. 2 Eğitim sektörü bölgesel teşvik uygulamalarında sağlanan destek unsurları [31], [32]

Eğitim Yatırımlarında Bölgesel Yatırım Teşvik Unsurları							
Bölgeler	KDV İstisnası	Gümrük Vergisi Muafiyeti	Vergi İndirimi Yatırıma Katkı Oranı (%)	Sosyal Sigortalar Prim Desteği (İşveren Payı)	Arazi Tahsisi	Faiz Oranı Desteği (TL)	Gelir Vergisi Stopajı İndirimi
5	Var	Var	40	7 yıl	Var	5 puan	Yok
6	Var	Var	50	10 yıl	Var	7 puan	10 yıl

Yatırım teşvikleri kapsamında, yatırım yeri olmayan yatırımcılara, devlet arsası veya arazilerinden yatırım yeri de tahsis edilebilmektedir. 2015-16 eğitim yılında, dershanelerin özel okula dönüşümüyle, eğitim sektörü yatırım teşvikleri de önem kazanmıştır. Özel eğitim kurumları başta olmak üzere diğer eğitim kurumlarının da yatırım teşvik sisteminden yararlanmaları yatırım maliyetlerini önemli düzeyde azaltacaktır [33].

Eğitim yatırımları incelendiğinde, gayrimenkul geliştiriciler tarafından genellikle geleneksel finansal analiz yöntemlerinin (basit kârlılık oranları, geri ödeme süresi, net bugünkü değer, iç verimlilik oranı ve fayda/maliyet oranı) kullanıldığı görülmüştür. Genellikle eğitim yatırımlarında yapılan anlaşmalar 10-12 yıllık kira bedeli üzerinden yapıldığı için basit kârlılık oranı yöntemi kullanılarak finansal analiz yapılmaktadır. Ancak bunlara ek olacak şekilde oluşturulan eğitim yatırımlarına özgü bir model ile de çalışıldığı görülmüştür. Eğitim yatırımı için gerekli azami kira bedeli, öğrenci sayısı, doluluk oranı, genel giderler, enflasyon oranı, personel maaş gibi unsurlar kullanılarak bulunmaktadır.

BÖLÜM 5

METODOLOJİ

Dördüncü bölümde, Türkiye'deki eğitim yatırımları ve dinamikleri incelenmiş; eğitim yatırımlarının avantajlı yatırımlar arasında yer aldığı ve son 14 senede özel okul yatırımlarında hızlı bir artış olduğu tespit edilmiştir. Ancak yapılan bu yatırımlarda, ikinci, üçüncü ve dördüncü bölümler kapsamında literatürde anlatılan ideal şartlara göre, fizibilite çalışmalarının pratik hayatta ne kadar uygulanıp uygulanmadığına ilişkin bir çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışmada, Türkiye'deki eğitim kurumları ve yatırımcıların, sektördeki yatırımlarını ne ölçüde bilinçli yaptığının araştırılması amaçlanmıştır. Bu konuya yönelik bir çalışma yapılmadığı için, tez kapsamında yapılan alan çalışmasının pratik hayata ilişkin bilgi vereceği öngörülmüştür.

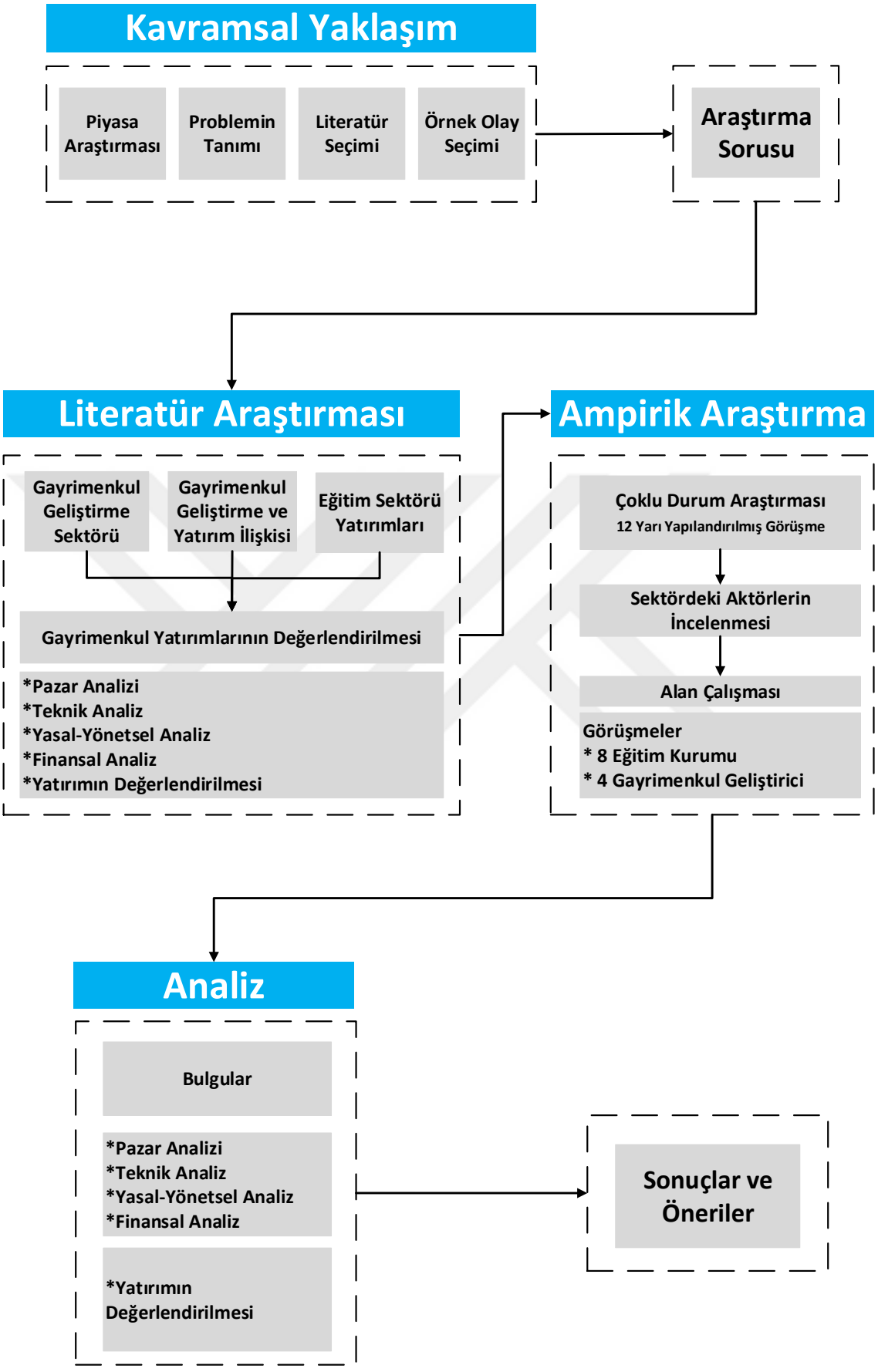
5.1 Çoklu Durum Araştırması

Tezin amacı ve araştırmanın niteliği doğrultusunda, nitel araştırma tekniği araştırmanın yöntemi olarak seçilmiştir. Araştırmanın konusu daha önceden irdelenmediği için, araştırma karakteri itibariyle açıklayıcı değil, betimleyici ve yorumlayıcı bir niteliğe sahip olup keşfedici bir çalışma özelliği göstermektedir. Keşfedici araştırmalar, genellikle nitel yöntem uygulamalarını gerektirmektedir. Nitel araştırma, gözlem, görüşme ve doküman analizi gibi nitel veri toplama yöntemlerinin kullanıldığı, algıların ve olayların doğal ortamda gerçekçi ve bütüncül bir biçimde ortaya konmasına yönelik bir araştırmadır. Nitel araştırma, kuram oluşturmayı temel alan bir anlayışla sosyal olguları, bağlı bulundukları çevre içerisinde araştırmayı ve anlamayı ön plana çıkarmaya çalışır. Nicel araştırmalarda ise parametrelerin kesin tanımları yapılarak sınırları belirlenebilir ve bu

parametreler arasındaki ilişkiler ölçülebilir [34]. Nicel araştırmalarda, görüşülenler “veri aktarıcısı” konumundayken; nitel araştırmalarda, görüşülenlerin “veri kaynağı” olma işlevi öne çıkmaktadır. Nicel görüşme tekniklerinde kullanılan “veri toplama” teriminin karşılığı olarak nitel görüşme tekniklerinde “veri yaratma” terimi tercih edilmektedir [35].

Nitel araştırma desenlerinden biri olan örnek olay incelemesi sosyal olgu ya da olayın bütüncül olarak anlaşılabilmesini sağlamak amacıyla olay ya da olguyla ilişkili bütün değişkenlerin karşılıklı etkileşiminin incelendiği bir araştırmadır [36]. Örnek olay incelemeleri, çağdaş olaylarla ve bu olayların ilgi odağı olan birtakım konuların nasıl ve niçin olduğu üzerine odaklanmaktadır. Yin’e göre örnek olay, ampirik (deneysel) bir incelemedir; çoklu delil kaynaklarının kullanıldığı ve gerçek hayatın içinde oluşan doğal bir olayı araştırmaktadır [37]. Bu çalışmada ise nitel araştırma yöntemlerinden örnek olay incelemesi kapsamında, araştırmanın amacına ve yöntemine uygun olarak “çoklu durum araştırması" yapılmıştır. Çoklu durum araştırması, zengin içerikli veri toplanmasına ve olguların gerçek yaşamdaki bağlantıları ile ilişkilerinin anlaşılmasına olanak vermektedir [38]. Araştırmacının yalnız bir olayı incelemeyi tercih etmemesinin nedeni, çoklu durum araştırması yöntemi ile elde edilen verilerin daha güvenilir olacağı düşüncesidir [39]. Çoklu durum araştırması sürecinde, derinlemesine inceleme yapılmış; nitel veri toplama tekniklerinden ise gözlem ve görüşme yöntemlerinden yararlanılmıştır. Nitel araştırmada, en sık kullanılan görüşme yöntemi, çalışmanın özelliğine göre açık uçlu, yapılandırılmış, yarı yapılandırılmış; araştırmacının konumuna göre ise katılımcı, katılımcı olmayan gibi alt gruplara ayrılmaktadır. Nitel yöntemlerden görüşme, insanların perspektiflerini, tecrübelerini, duygularını ve algılarını açığa çıkarmak için kullanılan oldukça etkili bir metottur [40].

Tezin metodolojisi (çalışmanın kavramsal yaklaşımı, literatür araştırması, ampirik araştırma, analiz, bulgular, sonuç ve öneriler) Şekil 5.1’de gösterilmiştir.



Şekil 5. 1 Çalışma sürecinin anlatılması (metodoloji)

5.2 Alan Çalışması

Türkiye'de gayrimenkul geliştirme açısından eğitim yatırımlarını konu alan bir çalışmanın henüz yapılmamış olması, hem yatırımcılar açısından bu alanının yeteri kadar bilinmemesine hem de bu alanda yatırımların bilinçli olarak yapılamamasına neden olmaktadır. Bu nedenle, alan çalışması ile ticari gayrimenkul geliştirme açısından eğitim yatırımlarının hangi ölçütler üzerinden yapıldığının; bu yatırımlarda hangi sorunlarla karşılaşıldığının ve sektördeki yatırım kararlarına yönelik bakış açılarının araştırılması amaçlanmaktadır. Graaskamp'ın gayrimenkul geliştirme modelinde yer alan ve karar verme sürecinin temelini oluşturan fizibilite (pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal) ölçütleri, alan çalışmasında kullanılmıştır [10]. Eğitim yatırımlarında izlenilen süreç, alınan kararlar, yatırımcıların beklentileri ve gerçekleşen yatırımların başarısında etkili olan fizibilite ölçütleri, eğitim kurumları ve gayrimenkul geliştiriciler açısından incelenmiştir.

Alan çalışması kapsamında, yarı yapılandırılmış görüşme tekniği ile eğitim kurumlarına ve gayrimenkul geliştiricilere sorular yöneltilmiştir. Bu tekniğe göre, önceden sorulması planlanan sorular, yarı açık, açık ve kapalı uçlu sorular olmak üzere hazırlanmıştır. Kapalı uçlu sorular için 6'li likert ölçeği sunulmuştur. Ayrıca, görüşmenin akışına bağlı olarak değişik, yan ya da alt sorularla görüşmenin akışını etkilemesine izin verilmiş ve kişinin yanıtlarını açması ve ayrıntılı açıklaması istenmiştir. Yarı yapılandırılmış görüşme tekniğinin, sahip olduğu belirli düzeyde standartlık ve aynı zamanda esneklik nedeniyle bu çalışmaya daha uygun bir teknik olduğu düşünülmüştür. Yarı yapılandırılmış görüşme tekniğinin sunduğu en önemli kolaylık ise, görüşmenin önceden hazırlanmış sorulara bağlı olarak sürdürülmesi nedeniyle daha sistematik ve karşılaştırılabilir bilgi sunmuş olmasıdır [34]. Hazırlanan sorular, öncelikli olarak gayrimenkul geliştirme sektöründe faaliyet gösteren, 5 kişiden oluşan küçük bir grup üzerinde denenmiş ve pilot uygulama yapılmıştır. Pilot uygulamadaki amaç, soruların herkes tarafından aynı biçimde anlaşılıp anlaşılmadığını; daha önce düşünülmeyen olası yanıtlarla karşılaşılıp karşılaşılmadığı; görüşmenin ortalama süresinin ne kadar olacağı; deneklerin sorular üzerindeki tutum ve davranışını ölçmektir. Pilot uygulamada görülen aksaklıklar giderilmiş ve görüşme soruları son haline getirilmiştir. 10 eğitim kurumu ve 4 gayrimenkul geliştirici firma olmak üzere toplam 14 kurumdan e-mail ve telefon yoluyla görüşme talep edilmiş ancak

8 eğitim kurumu ve 4 gayrimenkul geliştirici firma ile toplam 12 görüşme yapılmıştır. 2 eğitim kurumundan telefon veya e-mail yolu ile olumlu bir cevap alınamamıştır. Alan çalışması, 2017 yılının Şubat ve Mart aylarında gerçekleştirilmiştir. Alan çalışması sonucunda çıkan bulgular, eğitim kurumları ve gayrimenkul geliştiriciler olmak üzere iki ayrı grupta tartışılmıştır. Her iki grubun bulguları kendi içinde incelendiği gibi bulgular birbirileriyle de karşılaştırılmıştır.

Alan çalışmasının örneklemi ve içeriği detaylı olarak aşağıdaki bölümlerde anlatılmaktadır.

5.2.1 Alan Çalışmasının Örneklemi

Türkiye'de eğitim sektöründe faaliyet gösteren kurumsallaşmış eğitim kurumları ve bu sektörde faaliyet gösteren gayrimenkul geliştiriciler, alan çalışmasının örneklemini oluşturmuştur. Görüşme yapılan kurumların belirlenmesinde, "amaçlı örnekleme yöntemi[1]" kullanılmıştır. Bu yöntem, zengin bilgiye sahip olduğu düşünülen durumların derinlemesine çalışılmasına olanak vermektedir [41]. Bu anlamda, amaçlı örnekleme yöntemleri, pek çok durumda, olgu ve olayların keşfedilmesinde ve açıklanmasında kullanılmaktadır.

Alan çalışmasında, amaçlı örnekleme yöntemlerinden kolay erişilebilir durum ve maksimum çeşitlilik örnekleme tekniğinden yararlanılmıştır. Kolay erişilebilir durum örneklemesinde, erişilmesi görece kolay bireyler seçilmiştir. Bu örnekleme yöntemi, araştırmaya hız ve pratiklik kazandırmaktadır. Çünkü bu yöntemde araştırmacı, yakın olan ve erişilmesi kolay olan durumları seçmektedir. Maksimum çeşitlilik örneklemesinde ise aynı olgu farklı tarafların bakış açıları ile keşfedilmeye çalışılmaktadır. Azami düzeyde çeşitliliğe dayalı bir örneklem oluşturmadaki hedef, genelleme yapmak için bu çeşitliliği sağlamak değildir, tam aksine çeşitlilik gösteren olaylar arasında ortak bir olguların olup olmadığını tespit etmeye çalışmak ve bu çeşitliliğe göre problemin farklı boyutlarını açığa çıkarmaktır [31]. Alan çalışmasının örneklemi belirlenirken, çalışmanın amacına uygun olması için zincir okul olan (veya zincir okul olmayı hedefleyen) kurumsal eğitim kurumları seçilmiştir. Ayrıca, bu

[1] Amaçlı örnekleme yöntemi, İngilizce kaynaklarda "non-probabilistic sampling" olarak kullanılmaktadır.

kurumların kendi içinde büyüklük, hedef pazar ve kitle açısından çeşitlilik sağlaması istenmiştir.

Alan çalışmasının hedef kitlesini, Türkiye'de zincir okul kavramı ile okul açan; okul öncesi, ilköğretim ve ortaöğretim kademelerinde eğitim veren özel okullar oluşturmaktadır. Bu özel okullar, Türkiye Özel Okullar Derneğinin internet sitesinde yer alan ve eğitim sektöründe bilinirliği olan kurumsal firmalar tespit edilmiştir. Bu eğitim kurumlarının internet sayfalarından, kurumun üst düzey yöneticilerinin iletişim bilgilerine ulaşılmaya çalışılmıştır. Bir sonraki aşamada, bu yöneticilerden görüşme talep edilmiştir. Eğitim kurumları ile yapılan görüşmelerde, birlikte çalıştıkları gayrimenkul geliştiricilerinin iletişim bilgileri edinilmiştir. Eğitim kurumlarının vasıtasıyla gayrimenkul geliştirici firmalardan randevu talep edilmiş ve sektördeki diğer aktörlerle de görüşülmüştür. Böylece, özel okul geliştirme süreci evreleri daha iyi anlaşılmış; toplanan verilerin ışığında fizibilite analizleri ve yatırımın kârlığının hangi yöntemlerle ölçüldüğü araştırılmıştır.

Alan çalışmasında veriler, yüz yüze görüşülerek elde edilmiştir. Kurumların eğitim yatırım süreci ile ilgili alınan kararların, kurumdaki üst düzey çalışanları tarafından verilebilecek yönetimsel kararlar oluşu nedeni ile görüşme yapılan kişiler genel müdür, finans ve bütçe müdürü, genel koordinatör, yönetim kurulu başkanı ve kurucu ortak gibi üst düzey çalışanlar arasından seçilmiştir.

5.2.2 Alan Çalışmasının Kapsamı

Alan çalışması, yapısal olarak 3 ana bölümden oluşmaktadır:

1. Bölüm: Kurum ve kişi bilgileri
2. Bölüm: Pazar, Teknik, Yasal-Yönetsel ve Finansal Analizler
3. Bölüm: Yatırımın Değerlendirilmesi

Birinci bölümde, alan çalışmasına katılan kişilerin, sorulara verdikleri yanıtların yeterliliği ve konu hakkında yetkinlikleri hakkında bir ön değerlendirme yapabilmek adına, katılımcıların çalıştığı firmanın faaliyet alanını, faaliyet süresini, katılımcının görev tanımını ve kurum kapasitesini içeren bilgiler yer almaktadır.

İkinci bölümde, kurumun pazar (devlet politikalarının, talep ve tüketici analizinin, arz ve rekabet analizinin), teknik, yasal-yönetsel ve finansal analizler kapsamında ilgili ölçütlerin; eğitim yatırımlarını ve yatırım kararlarını ne ölçüde etkilediğinin tespit edilmeye çalışılmıştır. Bu anlamda, üçüncü ve dördüncü bölümlerde ayrıntılı olarak açıklanan gayrimenkul geliştirme sürecindeki değerlendirmeye girdi oluşturan analizler ve bunların alt başlıkları incelenerek, genel bir değerlendirme ve kıyaslama yapılmak istenmiştir. Toplam 4 alt bölümden ve 13 sorudan oluşan bu bölümde, sorular ifadeler biçiminde sunulmuş olup, katılımcılardan ilgili ifadelerin kendi eğitim yatırımlarını ne ölçüde etkilediğine göre 6'li likert ölçeğinde değerlendirmeleri istenmiştir. Buna göre, 1 en düşük değer iken, 6 ise en yüksek değerdir. 6'li likert ölçeği kullanmasındaki amaç, katılımcının sorulara cevap verirken karasızlık durumunda orta değeri seçmesindense, düşük ya da yüksek değerlere yönelmesini sağlamaktır.

Çalışmanın son bölümü olan üçüncü bölüm ise 4 sorudan oluşmaktadır. Bu bölümde, yatırımın geri dönüş süresi, yatırımın kârlılığı belirleyen unsurlar, pazar analizinde kullanılan yöntemler (duyarlılık, olasılık ve karar ağacı analizleri) ve yatırımların hangi yöntemlerle değerlendirildiğine ilişkin sorular sorulmuştur. Bu bölümde, açık uçlu bir soru olan yatırımların hangi yöntemlerle değerlendirildiği sorusunda katılımcıların yönlendirilmeden ve sınırlandırılmadan cevap verilmesi istenmiştir. Katılımcılara uygulanan görüşme formu Ek-A'da verilmektedir.

5.3 Alan Çalışmasının Bulguları

Alan çalışmasının bulguları, çoklu durum incelemelerinde olduğu üzere örneklerin tanıtımı; eğitim yatırımı yaparken benimsedikleri pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal analizler; yatırımlarının değerlendirilmesi olmak üzere 3 ana bölümden oluşmaktadır. Çalışmaya katılanların daha tarafsız ve samimi cevaplar verebilmesi için kurum isimlerinin anonimleştirileceği ifade edilmiştir.

5.3.1 Örneklerin Tanıtımı

5.3.1.1 Eğitim Kurumları

A Okulu

A Okulu, eğitim sektöründe bir yıldan beri hizmet vermektedir. Okulun kurucu müdürü, okulu uzun yıllardır eğitim sektöründen edindiği deneyimleriyle ve butik okul anlayışıyla kurmuştur. Ancak kurucu müdür, A Okul markasını zincir okul mantığıyla geliştirmeye karar vermiştir. Kurumun, eğitim sektörü dışında yatırımları bulunmamaktadır. Hâlihazırda ilkokul ve ortaokuldan oluşan 20 derslik kapasite ile 400 öğrenciye hizmet vermektedir. Kurum, önümüzdeki 5 yıl içinde zincir okul mantığıyla İstanbul, Ankara, İzmir ve Bursa illerinde 5 okul açmayı hedeflemektedir.

Okul, ortalama 1.500 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.500₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 2.250.000₺ 'dir.

B Okulu

B Okulu, eğitim sektöründe 6 yıldan beri hizmet vermektedir. 10 yılı aşkın zamandır dershanecilik ve eğitim sektöründen edindiği deneyimleriyle genç bir girişimci tarafından kurulmuş bir okuldur. Kurumun, eğitim sektörü dışında yatırımları bulunmamaktadır. Türkiye'deki zincir okullardan biri olan B Okulu, mevcutta 38 kampüs 110 okul ve yaklaşık 16.500 öğrenciye hizmet vermektedir. Kurum, 1 sene sonra franchising yöntemiyle kampüs sayısını 2 katına çıkarmayı; önümüzdeki 5 yıl içinde zincir okul mantığıyla 100 adet kampüse ulaşmayı hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen kampüs alanları ortalama 10.000 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.500₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 15 milyon₺ 'dir.

C Okulu

C Okulu, eğitim sektöründe 15 yıldan beri hizmet vermektedir. Uzun yıllardır gayrimenkul sektöründe faaliyet gösteren bir yatırımcı tarafından işletilmekte olan bir okuldur. Kurumun ayrıca ofis, konut, alış veriş merkezi gibi eğitim sektörü dışında yatırımları da bulunmaktadır. Türkiye'deki zincir okullardan biri olan C Okulu, mevcutta 106 kampüste yaklaşık 42.000 öğrenciye hizmet vermektedir. Kurum, zincir okul mantığıyla ve franchising yöntemiyle 20 yeni okul açmayı hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen eğitim yatırımları ortalama 9.500 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.350₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 13 milyon₺ 'dir.

D Okulu

D Okulu, eğitim sektöründe 23 yıldan beri hizmet vermektedir. Kurumun eğitim sektörü dışında yatırımları bulunmamaktadır. Türkiye'deki zincir okullardan biri olan D Okulu, mevcutta 72 kampüste yaklaşık 50.000 öğrenciye hizmet vermektedir. Kurum, zincir okul mantığıyla ve franchising yöntemiyle 1-5 yıl arasında 20 tane, 5-10 yıl arasında ise 50 tane yeni okul açmayı hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen eğitim yatırımları ortalama 14.000 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.500₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 21 milyon₺ 'dir. Görüşmelerde ifade edildiği üzere, 10-12.000 m2'lik bir kampüste, diğer donatı ve bilgi teknolojisi yatırımları yaklaşık 3 milyon₺ civarındadır.

E Okulu

E Okulu eğitim sektöründe 13 yıldan beri hizmet vermektedir. 1979 yılında dershanecilikle eğitim sektörüne giren öğretmen kökenli bir işletmecinin, uzun yıllar dershanecilik ve eğitim sektöründen edindiği deneyimleriyle kurmuş olduğu bir okuldur. Kurumun, eğitim sektörü dışında gayrimenkul geliştirme, lojistik, otomotiv sektörlerinde de yatırımları bulunmaktadır. Türkiye'deki zincir okullardan biri olan E Okulu, mevcutta 23 kampüste yaklaşık 16.000 öğrenciye hizmet vermektedir. Kurum, zincir okul mantığıyla ve franchising yöntemiyle 1-5 yıl arasında 17 tane yeni okul açmayı ve üniversite açmayı hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen eğitim yatırımları ortalama 10.000 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.500₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 15 milyon₺ 'dir.

F Okulu

F Okulu eğitim sektöründe 3 yıldan beri hizmet vermektedir. İnşaat sektöründen gelen bir holdingin yönetim kurulu başkanlarının ortak hayali olan F Okulu, franchising yöntemiyle eğitim sektörüne girmiştir. Kurumun, eğitim sektörü dışında üst yapı inşaat, gayrimenkul geliştirme, endüstri tesisleri, sağlık ve enerji yatırımları bulunmaktadır. F Okulu, 1 kampüste 483 öğrenciye hizmet vermektedir. Kurum, zincir okul mantığıyla 1-5 yıl arasında 1; 5-10 yıl arasında ise 5 yeni okul açmayı hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen eğitim yatırımları ortalama 22.000 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.500₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 33 milyon₺ 'dir. Kampüste, diğer donatı ve bilgi teknoloji yatırımı için yaklaşık 4 milyon₺ harcandığı belirtilmiştir.

G Okulu

G Okulu eğitim sektöründe 11 yıldan beri hizmet vermektedir. Uzun yıllardır eğitim sektöründe kazandıkları deneyimlerini hayata geçirmiş olan, 2 uzman psikolog tarafından kurulmuş bir okuldur. Kurumun eğitim sektörü dışında yatırımları bulunmamaktadır. Türkiye'deki zincir okullardan biri olan G Okulu, 8 kampüste 3.754 öğrenciye hizmet vermektedir. Kurum, zincir okul mantığıyla ve franchising yöntemiyle 1-5 yıl arasında 5, 5-10 yıl arasında ise 10 yeni okul açmayı hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen eğitim yatırımları, ortalama 8.000 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.250₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 10 milyon₺ 'dir.

H Okulu

H Okulu eğitim sektöründe 29 yıldan beri hizmet vermektedir. 1972 yılında eğitim sektörüne giren öğretmen kökenli bir girişimci tarafından kurulmuş olan bir okuldur. Aile şirketi olarak kurulan H Okulu, bir grup şirketi olup eğitim hizmetleri dışında bünyesinde başta gayrimenkul geliştirme olmak üzere, yiyecek-içecek hizmeti, matbaa ve yayıncılık, teknoloji ve eğitim araç ve gereç alanlarında da şirketleri bulunmaktadır. H Okullarının grup şirketlerinden olan inşaat şirketi mimari projelendirme dahil olmak üzere tüm inşaat işlerini kendi bünyesinde gerçekleştirmektedir.

Türkiye'deki zincir okullardan biri olan H Okulu, 15 kampüs, 78 okul ve yaklaşık 16.000 öğrenciye hizmet vermektedir. Kurum, yeni bir okul markası ile tüketici bağlamında mevcudun bir alt gelir grubuna yönelik eğitim zinciri oluşturmayı hedeflemektedir. Kurum, zincir okul mantığıyla ve franchising yöntemiyle 1-5 yıl arasında 40, 5-10 yıl arasında ise 50 yeni okul açmayı hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen eğitim yatırımları ortalama 15.000 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.500₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 22.500.000₺ 'dir.

Araştırmaya katılan katılımcıların ve kurumların özellikleri Çizelge 5.1'de yer almaktadır.

Çizelge 5. 1 Çoklu durum araştırması - eğitim kurumlarının özellikleri

Eğitim Kurumları	Kampüs[1] Sayısı	Okul Sayısı	Öğrenci Sayısı	Açılması Hedeflenen Okul Sayısı		Görüşme Yapılan Kişinin Görev Tanımı	Faaliyet Gösterdiği Alan	Faaliyet Yılı
				1-5 Yıl	5-10 Yıl			
A Okulu	-	2	400	5	-	Genel Müdür (Kurucu)	Eğitim Sektörü	1 yıl
B Okulu	38	110	16.500	50	50	Finans Koordinatörü	Eğitim Sektörü	6 yıl
C Okulu	74	106	42.000	50	50	İnşaat ve Yapı İşleri Koordinatörü	Eğitim Sektörü, Gayrimenkul Geliştirme Sektörü	15 yıl
D Okulu	72	141	50.000	20	50	Finans ve Bütçe Müdürü	Eğitim Sektörü	23 yıl
E Okulu	23	80	15.873	17	-	Finans ve Bütçe Müdürü	Eğitim Sektörü, Gayrimenkul Geliştirme Sektörü, Lojistik, Otomotiv	13 yıl
F Okulu	1	4	483	1	5	Mali ve İdari İşler Yöneticisi	Eğitim Sektörü, Üst Yapı İnşaat, Gayrimenkul Geliştirme, Endüstri Tesisleri, Sağlık ve Enerji	3 yıl
G Okulu	8	56	3.754	5	10	Marka Yönetim Genel Koordinatörü	Eğitim Sektörü	11 yıl
H Okulu	15	78	16.000	40	50	Mali İşlerden Sorumlu Genel Müdür Yardımcısı	Eğitim Sektörü, Gayrimenkul Geliştirme, Yeme-İçme, Matbaacılık, Yayıncılık, Teknoloji, Eğitim Araç Ve Gereç	29 yıl

[1] MEB, eğitim kampüsünü "değişik tür ve derecedeki birden fazla okul ve kurum ile bunlara bağlı pansiyon, yatakhane, yemekhane, laboratuvar, kütüphane, spor alanı, rehberlik ve sağlık ünitesi, konferans salonu, çok amaçlı salon vb. yerleri içerisinde bulunduran alan'' olarak tanımlamaktadır.

5.3.1.2 Gayrimenkul Geliştiriciler

1 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi

1 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, turizm, konut ve gayrimenkul geliştirme sektöründe 45 yıldan beri hizmet vermektedir. Bir aile şirketi olarak kurulan firma, Türkiye'deki zincir okullardan biri olan C Okulu ile yatırım ortaklığı yapmıştır ve kiracı-mal sahibi anlaşmasıyla kendi arsalarını değerlendirme suretiyle, 3 eğitim kampüsü ve 12 okul inşaatı yapmıştır. 1 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, gayrimenkul geliştirme projesi olarak 1-5 yıl arasında 8, 5-10 yıl arasında ise 10 adet özel okul geliştirmeyi hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen eğitim yatırımları, ortalama 10.000 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.400₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 14.000.000₺ 'dir.

2 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi

2 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, başta eğitim sektörü olmak üzere ticaret ve konut sektörü, film stüdyo kompleksi ve sigorta aracılığı gibi farklı alanlarda 4 yıldan beri hizmet vermektedir. Bir aile şirketi olarak kurulan 2 Nolu gayrimenkul geliştirme firması, grup şirketi olup bünyesinde gayrimenkul proje geliştirme, mimarlık, mühendislik ve inşaat şirketlerini de barındırmaktadır. Türkiye'deki zincir okullardan B, D, E, G ve H Okulları ile beraber gayrimenkul projeleri geliştirerek şuana kadar, anahtar teslim 26 kampüs ve 82 okul inşaatı ile özel okul sektörüne öncülük etmiştir.

Firmanın, film sektöründeki yatırımı olan Avrupa'nın en büyük film stüdyo kompleksinin inşaatına devam edilmektedir. Firmanın bu yatırımında film platosu, konaklama tesisleri, eğitim yatırımları, müzeler, restoranlar ve ofis blokları bulunmaktadır. Eğitim kampüsünde, (anaokulundan üniversiteye kadar) film platosu için potansiyel adayların yetiştirilmesi planlamıştır. Film stüdyo kompleksi içinde yer alan eğitim yatırımlarını ise H Okulu üstlenmiş ve anaokulundan liseye kadar farklı kademelerde öğrencilere hizmet verilebilecek yeni ve en büyük kampüsü için yaklaşık 50 milyon ₺ tutarında bir yatırım yapmayı öngörmüştür. 2 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, gayrimenkul geliştirme projesi olarak 1-5 yıl arasında 15, 5-10 yıl arasında ise 50 adet özel okul geliştirmeyi hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen eğitim yatırımları ortalama 10.000 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.450₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 14.500.000₺ 'dir.

3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi

2001 yılında eğitim sektörüne giren öğretmen kökenli bir girişimci tarafından kurulmuştur. Bir aile şirketi olarak kurulan firma, başta eğitim sektörü olmak üzere gayrimenkul geliştirme sektöründe 3 yıldan beri hizmet vermektedir. 3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, eğitim kurumlarının ihtiyacı olan arsa, bina, yatırımcı, kurum ve kuruluşlarını bir çatı altında birleştiren yeni bir model oluşturmuştur. Bu modelde, firma arsanın bulunmasından, binanın inşaatının yapılmasına, eğitim kurumunun tanıtımına, personel alımına ve öğrenci kabulüne kadar tüm süreçleri kendisi yürütmektedir. Firmanın sahibi ise bu modeli "anahtar teslim okul süreci" olarak adlandırılmaktadır.

3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, Türkiye'deki zincir okullardan D Okulları ve yatırımcılar ile birlikte gayrimenkul projeleri geliştirerek şuana kadar, anahtar teslim 46 okul inşaatı gerçekleştirmiş ve aynı zamanda bu okulların danışmanlığını da yapmıştır. 3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, gayrimenkul geliştirme projesi olarak 1-5 yıl arasında 4, 5-10 yıl arasında ise 20 adet özel okul geliştirmeyi hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen eğitim yatırımları ortalama 8.000 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.200₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 9.600.000₺ 'dir.

4 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi

4 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, başta eğitim sektörü olmak üzere konut ve gayrimenkul geliştirme sektöründe 17 yıldan beri hizmet vermektedir. Bir aile şirketi olarak kurulan firma, gayrimenkul geliştirme, projelendirme ve taahhüt işleri yapmaktadır. Türkiye'deki zincir okullardan biri olan B, C, D ve E Okulları ile birlikte gayrimenkul projeleri geliştirerek şuana kadar, 13 eğitim kampüsü ve anahtar teslim 52 okul inşaatı yapmıştır. 4 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, gayrimenkul geliştirme projesi olarak 1-5 yıl arasında 5, 5-10 yıl arasında ise 10 adet özel okul geliştirmeyi hedeflemektedir.

Kurum tarafından geliştirilen eğitim yatırımları ortalama 10.000 m2 inşaat alanına sahip olup m2 birim fiyatı 1.200₺ ve yaklaşık yapım maliyeti 12.000.000₺ 'dir.

Araştırmaya katılan gayrimenkul geliştiricilerin özellikleri Çizelge 5.2'de sıralanmaktadır.

Çizelge 5. 2 Çoklu durum araştırması, gayrimenkul geliştiricilerin özellikleri

Gayrimenkul Geliştiricileri	Okul Sayısı	Açılması Hedeflenen Okul Sayısı		Görüşme Yapılan Kişinin Görev Tanımı	Faaliyet Gösterdiği Alan	Faaliyet Yılı
		1-5 Yıl	5-10 Yıl			
1 Nolu Geliştiricisi	12	4	10	Gayrimenkul Geliştirme ve İnşaat Grubu Genel Koordinatörü	Gayrimenkul Geliştirme Sektörü, Turizm Sektörü	45 yıl
2 Nolu Geliştiricisi	82	15	50	Genel Müdür (Kurucu Ortak)	Eğitim Sektörü, Gayrimenkul Geliştirme Sektörü, Film Stüdyo Kompleksi, Sigorta Aracılığı	4 yıl
3 Nolu Geliştiricisi	46	4	20	Yönetim Kurulu Başkanı	Eğitim Sektörü, Gayrimenkul Geliştirme Sektörü	3 yıl
4 Nolu Geliştiricisi	52	5	10	Yönetim Kurulu Başkanı	Eğitim Sektörü, Gayrimenkul Geliştirme Sektörü, Konut Sektörü	17 yıl

Araştırmaya katılan tüm katılımcılar bağlamında projenin büyüklük ve metrekare maliyetleri Çizelge 5.3'de ifade edilmektedir.

Çizelge 5. 3 Eğitim yatırımlarının büyüklük ve maliyetleri

Açıklama	Eğitim Kurumları	Gayrimenkul Geliştiricileri	Ortalama
Minimum İnşaat Alanı (m2)	9.500	8.000	8.750
Maksimum İnşaat Alanı (m2)	22.000	10.000	16.000
Minimum Birim Fiyat (TL)	1.250	1.150	1.200
Maksimum Birim Fiyat (TL)	1.500	1.450	1.475
Minimum Bütçe (TL)	12.825.000	9.600.000	11.212.500
Maksimum Bütçe (TL)	33.000.000	14.500.000	23.750.000

5.3.2 Pazar, Teknik, Yasal-Yönetsel ve Finansal Analizler

Çalışmanın ikinci bölümünde, katılımcılara eğitim yatırımlarını geliştirirken dikkate aldıkları pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal unsurlar sorulmuştur. 6'li likert ölçeğine göre, hazırlanan sorularda katılımcılardan her bir parametre için 1-6 arası (çok düşükten çok yükseğe kadar) bir değer vermesi istenmiştir. Katılımcıların verdiği cevapların tablolaştırılmış hali Ek B'dir. Bulgular öncelikle eğitim kurumları ve gayrimenkul geliştiricileri bağlamında ayrı yarı değerlendirildikten sonra benzerlikler ve farklılıklar ortaya konmuştur.

5.3.2.1 Eğitim Kurumları

Pazar Analizi

Pazar analizi; devlet politikaları, talep ve tüketici analizi, arz ve rekabet analizi olmak üzere 3 alt başlık altında anlatılmaktadır. Eğitim kurumlarının verdiği cevaplara göre, devlet politikalarının ve devlet tarafından verilen teşvik unsurlarının eğitim yatırımlarına olan etkisi devlet politikaları kapsamında incelenmiştir:

- Kamu tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği, ağırlıklı olarak düşük bulunurken; sadece C Okulu tarafından orta düzeyde bulunmuştur. Özel sektör tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği, ağırlıklı olarak orta düzeyde bulunmuş ancak G Okulu tarafından düşük bulunmuştur. Özelleştirme politikalarının eğitim yatırımlarına katkısı, ağırlıklı olarak yüksek bulunurken; B, E ve G Okulları tarafından orta; C Okulu tarafından ise düşük bulunmuştur. Katılımcıların konuya ilişkin bakış açıları değerlendirildiğinde; kamu tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliğinin düşük; özel sektör tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliğinin orta; özelleştirme politikalarının katkısının ise yüksek olduğu söylenebilir. D Okulu, kamu eğitiminde sabahçı ve öğlenci sistemi kalktığı zaman MEB'in eğitim hizmetini karşılamakta zorlanacağını ve özel okul yatırımına ihtiyacın artacağını öngörmektedir.
- Devlet tarafından verilen teşvik unsurları kapsamına bakıldığında, eğitim kurumlarının genel olarak aynı fikirde olmadığı; yanıtların değişken olduğu görülmüştür. Ancak genel bakış açısına göre; eğitim yatırımlarına, devlet

tarafından verilen teşvik unsurlarından; gümrük vergisi muafiyeti ve faiz oranı desteğinin düşük; SGK prim desteği, gelir vergisi stopaj indirimi, öğrenci eğitim ve öğretim desteğinin orta; KDV istisnasının ise yüksek ölçüde etkilediği söylenebilir. Arazi tahsisinin ise eğitim yatırımlarını düşük ve orta ölçüde etkilediği görülmüştür.

B Okulu, devlet tarafından verilen teşviklerin önemini, *"Devletin zorunlu eğitim için yaptığı harcama, öğrenci başına yıllık 9.000₺ 'yi buluyor. Diğer taraftan, özel okullarda ortalama yıllık 13.000₺ olan eğitim ücretinden, devlet tarafından verilen 4.000₺'lik teşvik çıkarıldığında geriye kalan 9.000₺ ise eğitim kredisi alan aileler tarafından karşılanabiliyor"* şeklinde ifade etmiştir. Böylece, devletin özelleştirme politikası sayesinde, her öğrencinin özel eğitim hakkına ulaşabilir olmasını sağlamak amaçlanmaktadır.

Pazar analizi kapsamında devlet politikalarının, eğitim yatırımlarına olan etkisi aşağıda Çizelge 5.4'de gösterilmiştir.

Çizelge 5. 4 Devlet politikalarının ve devlet tarafından verilen teşvik unsurlarının eğitim yatırımlarına etkisi

Pazar Analizi (Devlet Politikaları)			**1 — 0 (Düşük)** / **6 — (Yüksek) 100**
1	**Devlet politikaları**	Kamu tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği	
		Özel sektör tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği	
		Özelleştirme politikalarının eğitimin yatırımlarına katkısı	
2	**Devlet tarafından verilen teşvik unsurları**	KDV istisnası sağlanması	
		Gümrük vergisi muafiyeti	
		SGK prim desteği	
		Arazi tahsisi	
		Faiz oranı desteği	
		Gelir vergisi stopaj indirimi	
		Öğrenci Eğitim ve Öğretim Desteği	

Eğitim kurumlarının, talep ve tüketici analizinin eğitim yatırımları üzerindeki etkisi; demografik ve coğrafik; sosyo-ekonomik faktörler olmak üzere iki alt başlık altında incelenmiştir:

- A Okulu, öğrencilerin ulaşımının servisle ve ailelerin özel araçlarıyla sağlandığını belirtilerek, eğitim yatırımının toplu ulaşım ağına yakınlığının düşük ölçüde önemli olduğunu ifade etmiştir. Benzer mantıkla B, C, E, F, G ve H Okulları da bölgenin toplu ulaşım ağına yakınlığının orta derecede önemli olduğunu belirtirken sadece D Okulu yüksek düzeyde önemli bulmuştur. Öte yandan, eğitim yatırımları üzerinde, bölgenin toplu ulaşım ağına yakınlığı orta derecede etkiliyken; bölgedeki öğrenci nüfus yoğunluğu, yaş grubu dağılımı ve konut bölgesine yakınlığının yüksek ölçüde etkili olduğu tespit edilmiştir. Yeni yapılan konut bölgelerinin, demografik faktörler bakımından yatırım yapmak için uygun olduğu ifade edilmiştir.
- D, E ve F Okulları, eğitim yatırımları üzerinde, hedef kitlenin siyasi görüşünün düşük derecede; A, B, C, G Okulları ise orta derecede etkili olduğunu vurgulamıştır. Buna karşılık, hedef kitlenin gelir düzeyinin, meslek dağılımının, eğitim düzeyinin, satın alma gücünün ve hedef bölgedeki konut fiyatlarının; eğitim yatırımları üzerinde yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir.

Talep ve tüketici analizi kapsamında demografik, coğrafik ve sosyo-ekonomik faktörlerin eğitim yatırımlarını ne ölçüde etkilediği konusunda, 8 eğitim kurumunun bakış açıları Çizelge 5.5’ de gösterilmiştir.

Çizelge 5. 5 Talep ve tüketici analizi kapsamında, demografik, coğrafik ve sosyo-ekonomik faktörlerin eğitim yatırımları üzerindeki etkisi

Pazar Analizi (Talep ve Tüketici Analizi)			1 0 (Düşük)		6 (Yüksek) 100
3	Demografik ve Coğrafik Faktörler	Bölgedeki öğrenci nüfus yoğunluğu			
		Bölgedeki öğrenci yaş grubu dağılımı			
		Konut bölgesine yakınlığı			
		Bölgenin toplu ulaşım ağına yakınlığı			
4	Sosyo-Ekonomik Faktörler	Hedef kitlenin gelir düzeyi			
		Hedef kitlenin meslek dağılımı			
		Hedef kitlenin eğitim düzeyi			
		Hedef kitlenin siyasi görüşü			
		Hedef kitlenin satın alma gücü			
		Hedef bölgedeki konut fiyatları			

Eğitim kurumlarının, arz ve rekabet analizinin eğitim yatırımları üzerindeki etkisi; pazar yapısı ve rekabet araçları olmak üzere iki alt başlık altında incelenmiştir:

- Pazar yapısına bakıldığında, hedeflenen yerde boş arazi ve kiralık bina bulunabilirliği, mevcut binaların eğitim yapılarına dönüştürülmesi konularında, eğitim kurumlarının genel olarak aynı fikirde olmadığı; yanıtların değişken olduğu görülmüştür. Buna göre, hedeflenen yerde boş arazi bulunabilirliği önemli iken; kiralık bina bulunabilirliği orta düzeyde; mevcut binaların eğitim yapılarına dönüştürülmesi ise yüksek düzeyde önemli olarak tespit edilmiştir.

C Okulu, mevcut binaların eğitim yapılarına dönüştürülmesinin önemini, *"Yeni okul binalarının haricinde büyük fabrika (örneğin halı fabrikası gibi) binaların da kiralayarak onarım/yenileme projesi sonrasında eğitim kampüslerine dönüştürüyoruz"* şeklinde ifade etmiştir.

- Yüksek sermaye ihtiyacının; B, C, E, G ve H Okulları tarafından bina yatırımı yapmadıkları ve kiracı oldukları için orta derecede; A, D, F Okulları için ayrıca bina

yatırım maliyeti de olduğu için eğitim yatırımı üzerinde yüksek derecede önemli olduğu ifade edilmiştir. Öte yandan, yakın çevrede benzer nitelikte okullaşma sayısının ve bu çevrede rakiplerin potansiyel okul açma ihtimalinin; illerin gelişmişlik düzeyinin, il düzeyinde hedeflenen pazar payının ve pazarın doygunluğunun; kurumun imajının (markaya bağlılığın); eğitim yatırımları üzerinde yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir.

- Rekabet araçları açısından bakıldığında; eğitim bedelinin; kurumun marka değerinin; eğitimin kalitesinin (CIS uluslararası okullar akreditasyonu); kurumun sunduğu olanakların (müfredat dışı faaliyetlerin); kurumun başarı oranının (TEOG, YGS, LYS, ABITUR, PISA); müşteri memnuniyetinin; eğitim yatırımı üzerinde yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir.
- A, E ve G Okulları, kurumun başarı oranın eğitim yatırımlarında orta derecede etkili olduğunu ifade ederken; B, C, D, F ve H Okulları ise yüksek derecede etkili olduğunu ifade etmiştir. Ek olarak, C, D, F, H Okulları, kurumdaki öğretmenlerin bilinirliliğinin, eğitim yatırımda çok önemli olduğunu ifade etmiştir.
- Arsa sahibinin eğitim binaları yaptırıp kiraya vermesinin ve eğitim kurumlarının arsayı kiralayarak/satın alarak eğitim binaları yaptırmasının, eğitim yatırımı üzerinde yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir. Ancak, eğitim kurumları, arsa sahibi tarafından eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırıp kiraya vermesinin daha çok tercih edildiğini belirtilmiştir. A, D ve E Okulları, eğitim kurumunun arsayı satın alarak eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırmasının pek tercih edilmediğini ve eğitim yatırımı üzerindeki etkisinin düşük olduğunu belirtmiştir.
- Eğitim yatırımının franchising (isim hakkı) yöntemiyle yapılmasının eğitim yatırımı üzerinde orta derecede etkili olduğu söylenebilir. A, C, D, E, G ve H Okulları, İstanbul başta olmak üzere İzmir, Ankara, Antalya, Bursa gibi gelişmiş illerde geliri paylaşmamak amacıyla franchising (isim hakkı) vermediklerini belirtmişlerdir. B, C, D, E, G, H Okulları ağırlıklı olarak Anadolu'daki illerde franchise yöntemi ile okul açıldığını ifade etmiştir. D Okulu, franchising verilirken talep eden kişinin/kurumun kiracı değil, özellikle yatırımcı/mal sahibi olmasının tercih edildiği belirtmiştir.

- H Okulu ise maliyetlerin iyi öğretmen, müfredat dışı aktiviteler (müzik, spor vb.) gibi sebeplerden dolayı yüksek çıktığını belirtmiş; İstanbul, Ankara ve İzmir dışındaki genelde zarar ettiklerini ancak marka değerini korumak için bu yatırımlarından vazgeçemediklerini vurgulamıştır.
- H Okulu, eğitim sektöründe özel okulların öğrenci sayısı bakımından %7,6 pay aldığını; okul ücreti 50.000₺'nin üzerinde olan özel okulların ise bu payın %2'lik kısmını oluşturduğunu belirtmiştir. Daha düşük ücrette olan okulların ise bu payın %70'ini oluşturduğunu; en düşük ücrette olanların ise sektörün %28'sinden pay aldığını belirtmiştir. Bu yüzden, H Okulu, Türkiye'nin her yerine hizmet ulaştırabilmek ve pastadan daha fazla pay alabilmek için daha alt kategoride, sosyal ve sportif alanlarda imkânları kısıtlı ve düşük ücretli ancak eğitim-öğretimde iddialı yeni markalar oluşturmuştur.

H Okulu, eğitim yatırımlarında franchising önemini, *"İstanbul'da 25-28 bin₺ hizmet bedeli olan özel okullar, Anadolu'da 20-22 bin₺ civarında olabiliyor. Yeni okullarımızda franchise verdiğimiz kişilerin, eğitimci olması ve eğitimci gözüyle işe bakması gerekiyor. Tüm hizmet içi eğitimler, personel alım süreci, eğitim-öğretimden, okulun teftişine kadar tüm sorumlulukları biz alıyoruz. İsim hakkı verdiğimiz bu kurumların tek işine karışmadığımız nokta muhasebe ve finansman yönetimi oluyor. Bu okul modeli, Türkiye'de eğitim öğretimde rekabeti arttıracak, rekabet ise kaliteyi arttıracak."* şeklinde ifade etmektedir.

Arz ve rekabet analizi kapsamında, 8 eğitim kurumunun eğitim yatırımları üzerinde, pazar yapısının ve rekabet araçlarının etkileri Çizelge 5.6'da gösterilmiştir.

Çizelge 5. 6 Arz ve rekabet analizi kapsamında, pazar yapısının ve rekabet araçlarının eğitim yatırımları üzerindeki etkisi

Pazar Analizi (Arz ve Rekabet Analizi)			1 0 (Düşük)	6 (Yüksek) 100
5	Pazar Yapısı	Yakın çevrede benzer nitelikte okullaşma sayısı		
		Yakın çevrede rakiplerin potansiyel okul açma ihtimali		
		İllerin gelişmişlik düzeyi		
		İl düzeyinde hedeflenen pazar payı		
		İl düzeyinde pazarın doygunluğu (özel okullaşmanın yüksek olması)		
		Hedeflenen yerdeki boş arazinin bulunabilirliği		
		Hedeflenen yerdeki kiralık bina bulunabilirliği		
		Hedeflenen yerdeki mevcut binaların eğitim yapılarına dönüştürülmesi		
		Yüksek sermaye ihtiyacı		
		Kurumun imajı (markaya bağlılık)		
6	Rekabet Araçları	Eğitim bedeli (fiyatı)		
		Kurumun marka değeri		
		Eğitimin kalitesi (CIS Uluslar arası okullar akreditasyonu)		
		Kurumun sunduğu olanaklar (müfredat dışı faaliyetler)		
		Kurumun başarı oranı (TEOG, YGS, LYS, ABITUR, PISA)		
		Müşteri memuniyeti		
		Arsa sahibinin eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırıp kiraya vermesi		
		Yatırımcının arsayı kiralayıp eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırması		
		Yatırımcının arsayı satın alıp eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırması		
		Eğitim yatırımının franchising yöntemiyle yapılması		

Teknik Analiz

Eğitim kurumlarının, teknik analiz kapsamında, yer seçimi ve eğitim yatırımı kararında; arsanın konumu ve teknik özelliklerinin; arsanın coğrafik (fiziksel) özelliklerinin; gayrimenkulün tasarım ve yapım ölçütlerinin etkisi üç alt başlık altında incelenmiştir:

- Yer seçimi kararında, arsanın topoğrafik özellikleri (eğim, arazi yüzey şekilleri vb.), arsanın şekli ve arsadaki mevcut alt yapı hizmetleri (su, elektrik, gaz, telefon, internet vb.) orta düzeyde etkiliyken; arsanın lokasyonunun (sağlık servislerine, alışveriş merkezine, şehir merkezine vb. olan uzaklığı) ise yüksek düzeyde etkili olduğu söylenebilir. Tüm okullar arsanın lokasyonunun önemini vurgularken arsanın teknik özelliklerini ise orta derecede önemli bulmuştur.
- Yer seçimi kararında, arsanın zemin yapısı (toprak cinsi, yer altı suları vb.) orta düzeyde etkiliyken; arsanın deprem riski (fay hattı, deprem risk derecesi vb.) ve imar haklarının ise yüksek düzeyde etkili olduğu söylenebilir.
- Gayrimenkulün tasarım ve yapım ölçütleri üzerinde, mimar ve yüklenici firma seçiminin yüksek derecede önemli olduğu söylenebilir.

C Okulu, gayrimenkulün tasarımının önemini, *"Eğitim yapıları özelinde gayrimenkulün tasarımı yapılırken, okul projelerinin genelde 6-10 m aks sistemine göre yapılıyor. Ancak bir arsa sahibimiz 12 yıl okul olarak işletildikten sonra binasının otele çevirmek istedi ve bu yüzden okul projesi 7-7 m aks sistemine göre inşa edildi."* şeklinde ifade etmiştir.

Teknik analiz kapsamında, 8 eğitim kurumunun, yer seçimi ve eğitim yatırımı kararında; arsanın konumu ve teknik özelliklerinin; arsanın coğrafik (fiziksel) özelliklerinin; gayrimenkulün tasarım ve yapım ölçütlerinin ektisi Çizelge 5.7'de gösterilmiştir.

Çizelge 5. 7 Teknik analizin, yer seçimi ve eğitim yatırımı kararına etkisi

Teknik Analiz			1 0 (Düşük)		6 (Yüksek) 100
1	Arsanın Konumu ve Teknik Özellikleri	Arsanın lokasyonu (sağlık servislerine, alışveriş merkezine, şehir merkezine vb. olan uzaklılığı)			
		Arsanın topoğrafik özellikleri (eğim, arazi yüzey şekilleri vb.)			
		Arsanın şekli			
		Arsadaki mevcut alt yapı hizmetleri (su, elektrik, gaz, telefon, internet vb.)			
2	Arsanın Fiziksel Özellikleri	Arsanın zemin yapısı (toprak cinsi, yer altı suları vb.)			
		Arsanın deprem riski (fay hattı, deprem risk derecesi vb.)			
		Arsanın imar hakları			
3	Tasarım ve Yapım Ölçütleri	Mimar seçimi			
		Yüklenici firmanın (müteahhit) seçimi			

Yasal-Yönetsel Analiz

Eğitim kurumlarının, yasal-yönetsel analiz kapsamında, eğitim yatırımı kararında; yasal-yönetsel ölçütlerin etkisi incelenmiştir:

- Eğitim yatırımı kararında, MEB Özel Öğretim Kurumları Yönetmeliğindeki kurum binalarına ve türüne göre belirtilen şartlar; MEB Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesindeki eğitim yapı standartları ve araç gereç standartları; MEB Özel Eğitim Kurumu 'kurum açma izni' için gerekli şartların; yüksek derecede önemli olduğu söylenebilir. Tüm okullar, yasal-yönetsel ölçütlerin olmazsa olmaz olduğunu iletmiş ve bu konunun önemini özellikle vurgulamışlardır.
- Eğitim yatırımı kararında, mevcut yapı stokunun eğitim yatırımı dönüşümüne uygunluğunun da yüksek derecede önemli olduğu söylenebilir. A, B, C, D, E, G ve H Okulları, özellikle İstanbul, Ankara ve İzmir gibi büyük şehirlerde kentsel dönüşüm projesi ile mevcutta kullanılmayan büyük fabrikaların okul yapısına dönüştürüldüğü belirtmiştir.

Yasal-yönetsel analiz kapsamında, 8 eğitim kurumunun eğitim yatırımı kararında; yasal-yönetsel ölçütlerin etkisi Çizelge 5.8'da gösterilmiştir.

Çizelge 5. 8 Eğitim yatırımı kararında, yasal-yönetsel ölçütlerin etkisi

Yasal-Yönetsel Analiz			1 0 (Düşük)		6 (Yüksek) 100
1	Yasal-Yönetsel Ölçütler	MEB Özel Öğretim Kurumları Yönetmeliğindeki kurum binalarına ve türüne göre belirtilen şartlar			
		MEB Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesindeki eğitim yapı standartları			
		MEB Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesinde belirtilen araç gereç standartları			
		Varsa mevcut yapı stokunun eğitim yatırımı dönüşümüne uygunluğu			
		MEB Özel Eğitim Kurumu 'kurum açma izni' için gerekli şartlar			

Finansal Analiz

Eğitim kurumlarının finansal analiz kapsamında, ilk yatırım maliyetinin, maliyet analizinin, finansman ve finansal analizin; eğitim yatırım kararına etkisi üç alt başlık altında incelenmiştir:

- B, C, D, E ve G Okulu, iş geliştirme sürecinde genellikle kiracı oldukları için yatırım kararında, ilk yatırım maliyetinin, bir yatırımcı (finansman sağlayan) firma kadar önemli olmadığını belirtmiştir. H firması ise iş geliştirme sürecinde, eğitim kurumu olmasının dışında yatırımcı (finansman sağlayan) bir kimliği de olduğu için ilk yatırım maliyetinin ve finansal analizlerin önemli olduğunu özellikle vurgulamıştır.
- Eğitim yatırım kararında, franchising (isim hakkı) ve beklenmeyen giderlerin orta derecede; ilk yatırım maliyetinin, satın alınacak/kiralanacak arsa bedelinin, inşa edilecek/kiralanacak binanın m2 maliyetinin, tahmini işletme gelirlerinin (eğitim, kıyafet, yemek, ulaşım vb.) ve giderlerinin (personel, enerji, bakım onarım vb.) yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir.
- B, C, D, E ve G Okulu, iş geliştirme sürecinde genellikle kiracı oldukları için yatırım kararında, finansal analiz ölçütlerinin, bir yatırımcı (finansman sağlayan) firma kadar önemli olmadığını belirtmiştir. F Okulu ise, inşaat kökenli bir firma olduğu için, finansal analiz sürecinde holding gücünde etkili olduğunu belirtmiştir. Eğitim

yatırım kararında, kredi geri ödeme süresinin ve amortisman bedelinin orta derecede; tahmini öz kaynak/borç oranının, finansman kaynağının (banka, kredi veren kurumlar, güvence şirketleri vb.), anapara ve geri ödenecek faiz miktarının, finansal kiralama ihtiyacının, nakit akış tablolarının, doluluk oranlarının, kurumlar vergisinin yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir.

Finansal analiz kapsamında, 8 eğitim kurumunun, ilk yatırım maliyetinin, maliyet analizinin, finansman ve finansal analizin; eğitim yatırım kararına etkisi Çizelge 5.9'da gösterilmiştir.

Çizelge 5. 9 Eğitim yatırımı kararında, finansal analizin etkisi

		Finansal Analiz	1 0 (Düşük)		6 (Yüksek) 100
1	İlk Yatırım Maliyeti	İlk yatırım maliyeti			
		Satın alınacak/kiralanacak arsa bedeli			
		İnşa edilecek/kiralanacak binanın m2 maliyeti			
		Varsa eğitim yatırımının franchising giderleri			
2	Maliyet Analizi	Beklenmeyen giderler			
		Tahmini işletme gelirleri (eğitim, kıyafet, yemek, ulaşım vb.)			
		Tahmini işletme giderleri (personel, enerji, bakım onarım vb.)			
3	Finansman ve Finansal Analiz	Eğitim yatırımının tahmini özkaynak/borç oranı			
		Finansman kaynağı (banka, kredi veren kurumlar, güvence şirketleri vb.)			
		Kredi geri ödeme süresi			
		Anapara ve geri ödenecek faiz miktarı			
		Varsa finansal kiralama ihtiyacı			
		Eğitim yatırımının nakit akış tabloları			
		Doluluk oranları			
		Amortisman bedeli			
		Kurumlar vergisi			

5.3.2.2 Gayrimenkul Geliştiriciler

Pazar Analizi

Bu bölümde, pazar analizi; devlet politikaları, talep ve tüketici analizi, arz ve rekabet analizi olmak üzere 3 alt başlık altında anlatılmaktadır.

Gayrimenkul geliştiricilerin verdiği cevaplara göre, devlet politikalarının ve devlet tarafından verilen teşvik unsurlarının eğitim yatırımlarına olan etkisi devlet politikaları kapsamında incelenmiştir:

- Kamu tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği, ağırlıklı olarak orta düzeyde bulunurken; sadece 1 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi tarafından düşük düzeyde bulunmuştur. Özel sektör tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği, ağırlıklı olarak yüksek düzeyde bulunurken; buna karşın 2 ve 4 Nolu Gayrimenkul Geliştiricileri tarafından orta düzeyde bulunmuştur. Özelleştirme politikalarının eğitim yatırımlarına katkısının yüksek olduğu, tüm Gayrimenkul Geliştiricileri tarafından önemle vurgulanmıştır.
- Gümrük vergisi muafiyeti için, gayrimenkul geliştiricilerin genel olarak aynı fikirde olmadığı; yanıtların değişken olduğu görülmüştür. Devlet tarafından verilen teşvik unsurlarından; KDV istisnasının sağlanması orta ölçüde; SGK prim desteği, arazi tahsisi, faiz oranı desteğinin, gelir vergisi stopaj indirimi, öğrenci eğitim ve öğretim desteğinin eğitim yatırımlarını yüksek ölçüde etkilediği söylenebilir. 2, 3 ve 4 Nolu Gayrimenkul Geliştiricileri, devlet politikaları ve devlet tarafından verilen teşviklerle özel okullaşma oranının katlanarak artacağını belirtmiştir.

Devlet politikaları kapsamında, 4 gayrimenkul geliştiricisinin, devlet politikalarının ve devlet tarafından verilen teşvik unsurlarının eğitimin yatırımlarına olan etkisi, Çizelge 5.10'da gösterilmiştir.

Çizelge 5. 10 Devlet politikalarının ve devlet tarafından verilen teşvik unsurlarının eğitim yatırımlarına etkisi

Pazar Analizi (Devlet Politikaları)			1 0 (Düşük)		6 (Yüksek) 100
1	Devlet politikaları	Kamu tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği			
		Özel sektör tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği			
		Özelleştirme politikalarının eğitimin yatırımlarına katkısı			
2	Devlet tarafından verilen teşvik unsurları	KDV istisnası sağlanması			
		Gümrük vergisi muafiyeti			
		SGK prim desteği			
		Arazi tahsisi			
		Faiz oranı desteği			
		Gelir vergisi stopaj indirimi			
		Öğrenci Eğitim ve Öğretim Desteği			

Gayrimenkul geliştiricilerin, talep ve tüketici analizinin eğitim yatırımları üzerindeki etkisi; demografik ve coğrafik; sosyo-ekonomik faktörler olmak üzere iki alt başlık altında incelenmiştir:

- Eğitim yatırımları üzerinde, bölgedeki öğrenci nüfus yoğunluğunun, yaş grubu dağılımının, konut bölgesine yakınlığının ve bölgenin toplu ulaşım ağına yakınlığının yüksek ölçüde etkili olduğu tespit edilmiştir. Gayrimenkul geliştiriciler, genç ailelerin yaşadığı konut bölgelerinin yatırım yapmak için uygun bölgeler olduğunu ifade etmiştir.
- Tüm Gayrimenkul Geliştiricileri, eğitim yatırımları üzerinde, hedef kitlenin siyasi görüşünün orta derecede etkili olduğunu belirtmiştir. Hedef kitlenin gelir düzeyinin, meslek dağılımının, eğitim düzeyinin, satın alma gücünün ve hedef bölgedeki konut fiyatlarının; eğitim yatırımları üzerinde yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir.

2 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, özel okul ücretinin hedef kitle tarafından karşılanmasını, *"C kategorisindeki (yıllık bedeli yaklaşık 12 bin ₺ olan) bir özel okula, çalışan anne-babanın çocuğunu eğitim-öğretim desteği ve bankaların düşük faizle sağladığı öğrenim kredisi ile 3, 6 ve 9 taksitle gönderebiliyor. Özel okul bedelinin, her gelir seviyesindeki ailenin yararlanabileceği bir ücret aralığında buluyor."* şeklinde ifade etmiştir.

Talep ve tüketici analizi kapsamında, 4 gayrimenkul geliştiricisinin, demografik, coğrafik ve sosyo-ekonomik faktörlerin eğitim yatırımlarını ne ölçüde etkilediği Çizelge 5.11'de gösterilmiştir.

Çizelge 5. 11 Talep ve tüketici analizi kapsamında, demografik, coğrafik ve sosyo-ekonomik faktörlerin eğitim yatırımları üzerindeki etkisi

Pazar Analizi (Talep ve Tüketici Analizi)			1 0 (Düşük)		6 (Yüksek) 100
3	Demografik ve Coğrafik Faktörler	Bölgedeki öğrenci nüfus yoğunluğu			
		Bölgedeki öğrenci yaş grubu dağılımı			
		Konut bölgesine yakınlığı			
		Bölgenin toplu ulaşım ağına yakınlığı			
4	Sosyo-Ekonomik Faktörler	Hedef kitlenin gelir düzeyi			
		Hedef kitlenin meslek dağılımı			
		Hedef kitlenin eğitim düzeyi			
		Hedef kitlenin siyasi görüşü			
		Hedef kitlenin satın alma gücü			
		Hedef bölgedeki konut fiyatları			

Gayrimenkul geliştiricilerin, arz ve rekabet analizinin eğitim yatırımları üzerindeki etkisi; pazar yapısı ve rekabet araçları olmak üzere iki alt başlık altında incelenmiştir:

- Pazar yapısına bakıldığında, hedeflenen yerde boş arazi ve kiralık bina bulunabilirliği, mevcut binaların eğitim yapılarına dönüştürülmesi ve yüksek sermaye ihtiyacı konularında, gayrimenkul geliştiricilerin genel olarak aynı fikirde olmadığı görülmüştür. Hedeflenen yerde boş arazi ve kiralık bina bulunabilirliğinin,

mevcut binaların eğitim yapılarına dönüştürülmesinin ve yüksek sermaye ihtiyacının, eğitim yatırımları üzerinde yüksek önemli olduğu söylenebilir. Gayrimenkul geliştiricileri, İstanbul gibi büyük şehirlerin merkezi bölgelerinde, boş arazi bunulmasının zor olduğunu bu yüzden genellikle yeni yatırımların gelişen konut bölgelerinde yapıldığını belirtmiştir.

- 2 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, eğitim kurumlarının nüfusu 200 bin ve üzeri olan tüm illerde okul açmak istediğini belirtmiştir. Yakın çevrede benzer nitelikte okullaşma sayısının ve bu çevrede rakiplerin potansiyel okul açma ihtimalinin; illerin gelişmişlik düzeyinin, il düzeyinde hedeflenen pazar payının ve pazarın doygunluğunun; kurumun imajının (markaya bağlılığın); eğitim yatırımları üzerinde yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir.

3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, *"Eğitim kurumunun, çalışan personeline tavrı, çalışan personelin memnuniyeti ve kurumdaki öğretmenlerin bilinirliliği çok önemli oluyor. Kurum içinde, yaşanacak olumsuz bir durum, kurumun imajını zedeleyebilir. Bu durum ise yatırımın değerini düşürebilir"* diyerek kurumun marka değerinin önemini vurgulamıştır.

3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, eğitim sektöründe aldıkları rolü, *"Yatırım sürecinde aktif rol oynayan kiracı (eğitim kurumu), eğitim kurumu veya diğer sektördeki yatırımcılar, gayrimenkul (arsa ve bina) sahibi ve yüklenici firmalar gibi aktörleri kazan-kazan mantığıyla ortak bir noktada buluşturuyoruz. Son yıllarda eğitim sektörünün en çok yatırım yapılan sektör haline gelmesi ile gerek yurt dışından gerekse yurt içinden zincir okul oluşturmak isteyen yatırımcılar bize başvuruyor."* şeklinde ifade etmiştir.

3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, pazar analizinin önemini, "*Okul açmak; okul lokasyonu belirlemek, bulduğunuz lokasyonda bir okulun sadece binadan ibaret olmadığını, çok uzun vadede getirilerini ön görmekle başlar, bu öngörüde ancak çok ciddi okulculuk tecrübesiyle mümkündür. Aslında bizim ilk olarak yaptığımız iş fikir üretmektir. Hangi lokasyonun uzun vade de okula ihtiyacı olduğunu, bu süreçte hangi tür okulun hangi lokasyon için uygun alacağını, çevre dinamiklerinin ihtiyacı gibi aslında çok da farkında olunmayan ama planlanan işin çok büyük bir dilimini oluşturan bu fikir önderliği yaptığımız en önemli iştir."* diye vurgulamıştır.

- 3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, eğitim sektörünün pazar yapısının emlakçılar tarafından yeterince bilinmediğini belirtmiştir.
- Rekabet araçları açısından verilen cevapların ortalamasına bakıldığında; eğitim bedelinin; kurumun marka değerinin; eğitimin kalitesinin (CIS uluslararası okullar akreditasyonu); kurumun sunduğu olanakların (müfredat dışı faaliyetlerin); kurumun başarı oranı (TEOG, YGS, LYS, ABITUR, PISA); müşteri memnuniyetinin; eğitim yatırımı üzerindeki yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir. Gayrimenkul geliştiricileri, kurumun marka değerinin rekabet araçları içinde en önemli faktör olduğunu belirtmiştir.
- Eğitim yatırımının franchising (isim hakkı) yöntemiyle yapılmasının orta ve yüksek derecede; arsa sahibinin eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırıp kiraya vermesinin; eğitim kurumlarının arsayı kiralayarak ya da satın alarak eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırmasının; eğitim yatırımı üzerindeki yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir. Gayrimenkul geliştiricileri, eğitim kurumlarının özellikle İzmir, Ankara, Antalya, Bursa gibi gelişmiş şehirlerde franchising vermek istemediklerini vurgulamıştır.

Gayrimenkul Geliştirme Açısından Eğitim Yatırımı Geliştirme Modelleri

1 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, gayrimenkul geliştirme açısından eğitim yatırımlarının, 3 ayrı yatırım modeli ile yapılacağını belirtmiştir:

- Birinci modelde, arsa yatırımcıya ait olmadığı için arsa ve bina yatırım maliyeti vardır. Kiracının istediği lokasyona ve ihtiyaç programına uygun olan arsa araştırılmaktadır. Yatırımcı ve kiracı anlaşarak, yatırıma uygun olan bir arsaya talip olmaktadır. Arsa sahibi, kiracı (eğitim kurumu) ve yatırımcı arasında sözleşme yapılmaktadır.
- İkinci modelde, arsa sahibi yatırımcı olduğu için sadece bina yatırım maliyeti vardır. Yatırımcı, arsasına uygun kiracı araştırmaktadır. Yatırımcı ve kiracı (eğitim kurumu) anlaşarak, kira sözleşmesi yapmaktadır. Yatırımcı tarafından kiracıya uygun bina inşaatı yapılmaktadır.
- Üçüncü modelde, kiracı (eğitim kurumu) yatırımcı olduğu için arsayı kiralayıp arsa sahibiyle kira sözleşmesi yapılmaktadır. Kiracı (eğitim kurumu), yüklenici firmayla

anlaşıp eğitim binasını yaptırmaktadır. Kiracı (eğitim kurumu) bina yatırım maliyetini karşılamak için kredi çekmektedir. Bu modelde arsaya ödenen kira bedeli düşük olmaktadır.

4 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisinin, ana hedefi yüksek değer artış potansiyeli bulunan ve düzenli kira geliri sağlayan bir ticari gayrimenkul portföyü oluşturmaktır. Yükselen bir ivmeye sahip eğitim sektöründe, zincir okulların büyüme stratejileri, ticari bazlı kira getirisi hedefleyen iş modelinin ana fikrini oluşturmaktadır. Özel bir gayrimenkul iş geliştirme modeline göre, 4 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisinin, ticari gayrimenkul portföyü oluştururken temel olarak zincir okullara kiralanmak üzere gayrimenkul geliştirme ve yatırım faaliyetlerinde bulunmaktadır. 4 Nolu Gayrimenkul Geliştirme firması ve yatırımcı (finansman temini sağlayan) firma arasında, nihai ürünün tesliminde ve alınacak kira bedeli ve bunun geri dönüşü üzerinden, anlaşma yapılmaktadır.

Arz ve rekabet analizi kapsamında, 4 gayrimenkul geliştiricisinin, eğitim yatırımları üzerinde, pazar yapısının ve rekabet araçlarının etkileri Çizelge 5.12'de gösterilmiştir.

Çizelge 5. 12 Arz ve rekabet analizi kapsamında, pazar yapısının ve rekabet araçlarının eğitim yatırımları üzerindeki etkisi

Pazar Analizi (Arz ve Rekabet Analizi)			1 0 (Düşük)	6 (Yüksek) 100
5	Pazar Yapısı	Yakın çevrede benzer nitelikte okullaşma sayısı		
		Yakın çevrede rakiplerin potansiyel okul açma ihtimali		
		İllerin gelişmişlik düzeyi		
		İl düzeyinde hedeflenen pazar payı		
		İl düzeyinde pazarın doygunluğu (özel okullaşmanın yüksek olması)		
		Hedeflenen yerdeki boş arazinin bulunabilirliği		
		Hedeflenen yerdeki kiralık bina bulunabilirliği		
		Hedeflenen yerdeki mevcut binaların eğitim yapılarına dönüştürülmesi		
		Yüksek sermaye ihtiyacı		
		Kurumun imajı (markaya bağlılık)		
6	Rekabet Araçları	Eğitim bedeli (fiyatı)		
		Kurumun marka değeri		
		Eğitimin kalitesi (CIS Uluslar arası okullar akreditasyonu)		
		Kurumun sunduğu olanaklar (müfredat dışı faaliyetler)		
		Kurumun başarı oranı (TEOG, YGS, LYS, ABITUR, PISA)		
		Müşteri memuniyeti		
		Arsa sahibinin eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırıp kiraya vermesi		
		Yatırımcının arsayı kiralayıp eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırması		
		Yatırımcının arsayı satın alıp eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırması		
		Eğitim yatırımının franchising yöntemiyle yapılması		

Teknik Analiz

Gayrimenkul geliştiricilerin, teknik analiz kapsamında, yer seçimi ve eğitim yatırımı kararında; arsanın konumu ve teknik özelliklerinin; arsanın coğrafik (fiziksel) özelliklerinin; gayrimenkulün tasarım ve yapım ölçütlerinin etkisi üç alt başlık altında incelenmiştir:

- Yer seçimi kararında, arsanın lokasyonunun (sağlık servislerine, alışveriş merkezine, şehir merkezine vb. olan uzaklığı), arsanın topoğrafik özellikleri (eğim, arazi yüzey şekilleri vb.), arsanın şekli ve arsadaki mevcut alt yapı hizmetleri (su, elektrik, gaz, telefon, internet vb.) yüksek düzeyde etkili olduğu söylenebilir. Tüm Gayrimenkul Geliştiricileri, arsanın lokasyonu kadar arsanın teknik özelliklerinin de önemli olduğunu belirtmiştir.
- Tüm Gayrimenkul Geliştiricileri, deprem riski yüksek olan yerlerde, bina yapmanın zemin iyileştirme gerektirdiği ve deprem derecesine göre belirlenen bina önem kat sayısının da yapım maliyetini yükselttiğini belirtmiştir. Yer seçimi kararında, arsanın zemin yapısı (toprak cinsi, yer altı suları vb.), deprem riski (fay hattı, deprem risk derecesi vb.) ve imar haklarının yüksek düzeyde etkili olduğu söylenebilir. Tüm Gayrimenkul Geliştiricileri, imar planına göre özel okul arsasının zor bulunduğunu; genellikle ticari imar planı olan arsalarda özel okul binalarının yapıldığını belirtmiştir. Yatırım yapılacak arsa, MEB okul alanı ise özel okul imarına çevrilmesinin, bürokratik sebeplerden dolayı en az 12 ay sürdüğü belirtilmiştir.
- Gayrimenkulün tasarım ve yapım ölçütleri üzerinde, mimar seçiminin ve yüklenici firmanın seçiminin yüksek derecede önemli olduğu söylenebilir.

Teknik analiz kapsamında, 4 gayrimenkul geliştiricisinin, yer seçimi ve eğitim yatırımı kararında; arsanın konumu ve teknik özelliklerinin; arsanın coğrafik (fiziksel) özelliklerinin; gayrimenkulün tasarım ve yapım ölçütlerinin ektisi Çizelge 5.13'de gösterilmiştir.

Çizelge 5. 13 Teknik analizin, yer seçimi ve eğitim yatırımı kararına etkisi

Teknik Analiz			1 0 (Düşük)		6 (Yüksek) 100
1	Arsanın Konumu ve Teknik Özellikleri	Arsanın lokasyonu (sağlık servislerine, alışveriş merkezine, şehir merkezine vb. olan uzaklılığı)			
		Arsanın topoğrafik özellikleri (eğim, arazi yüzey şekilleri vb.)			
		Arsanın şekli			
		Arsadaki mevcut alt yapı hizmetleri (su, elektrik, gaz, telefon, internet vb.)			
2	Arsanın Fiziksel Özellikleri	Arsanın zemin yapısı (toprak cinsi, yer altı suları vb.)			
		Arsanın deprem riski (fay hattı, deprem risk derecesi vb.)			
		Arsanın imar hakları			
3	Tasarım ve Yapım Ölçütleri	Mimar seçimi			
		Yüklenici firmanın (müteahhit) seçimi			

Yasal-Yönetsel Analiz

Gayrimenkul geliştiricilerin yasal-yönetsel analiz kapsamında, eğitim yatırımı kararında; yasal-yönetsel ölçütlerin etkisi incelenmiştir:

- MEB Özel Öğretim Kurumları Yönetmeliğindeki kurum binalarına ve türüne göre belirtilen şartlar; MEB Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesindeki eğitim yapı standartları ve araç gereç standartları; MEB Özel Eğitim Kurumu 'kurum açma izni' için gerekli şartların; eğitim yatırımı kararında, yüksek derecede önemli olduğu söylenebilir. Tüm Gayrimenkul Geliştiriciler, yasal-yönetsel ölçütlerin eğitim yatırımı geliştirmede başlıca koşul olduğunu ve bu konuya hassasiyetle yaklaşılması gerektiğini belirtmişlerdir. 3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, eğer yasal-yönetsel ölçütlere uyulmaz ve bina projesine uygun olarak inşa edilmezse, ruhsatın alınamayacağı; eğitim-öğretim takvimi ertelenemeyeceği için de okul açılış tarihinin en az bir sene ertelenmesine ve yatırımın ölü doğmasına sebep olacağını belirtmiştir.

- Eğitim yatırımı kararında, mevcut yapı stokunun eğitim yatırımı dönüşümüne uygunluğunun da yüksek derecede önemli olduğu söylenebilir. Tüm Gayrimenkul Geliştiricileri, özellikle İstanbul, Ankara ve İzmir gibi büyük şehirler başta olmak üzere kentsel dönüşüm projesi ile mevcutta kullanılmayan birçok yapının da okul yapısına dönüştürüldüğünü belirtmiştir.

Yasal-yönetsel analiz kapsamında, 4 gayrimenkul geliştiricisinin, eğitim yatırımı kararında; yasal-yönetsel ölçütlerin etkisi Çizelge 5.14'de gösterilmiştir.

Çizelge 5. 14 Eğitim yatırımı kararında, yasal-yönetsel ölçütlerin etkisi

Yasal-Yönetsel Analiz			1 0 (Düşük)		6 (Yüksek) 100
1	Yasal-Yönetsel Ölçütler	MEB Özel Öğretim Kurumları Yönetmeliğindeki kurum binalarına ve türüne göre belirtilen şartlar			
		MEB Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesindeki eğitim yapı standartları			
		MEB Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesinde belirtilen araç gereç standartları			
		Varsa mevcut yapı stokunun eğitim yatırımı dönüşümüne uygunluğu			
		MEB Özel Eğitim Kurumu 'kurum açma izni' için gerekli şartlar			

Finansal Analiz

Gayrimenkul geliştiricilerin, finansal analiz kapsamında, ilk yatırım maliyetinin, maliyet analizinin, finansman ve finansal analizin; eğitim yatırım kararına etkisi üç alt başlık altında incelenmiştir:

- Tüm Gayrimenkul Geliştiricileri, yatırımın yapılıp yapılmama kararı bu aşamadan sonra alındığı için, finansal analiz aşamasında kapsamlı bir çalışma yapılması gerektiğini vurgulamıştır. Eğitim yatırım kararında, ilk yatırım maliyetinin, satın alınacak/kiralanacak arsa bedelinin, inşa edilecek/kiralanacak binanın m2 maliyetinin, franchising (isim hakkı) giderlerinin, yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir.
- Eğitim yatırım kararında, tahmini işletme gelirlerinin (eğitim, kıyafet, yemek, ulaşım vb.) ve giderlerinin (personel, enerji, bakım onarım vb.) ve beklenmeyen

giderlerin orta derecede etkili olduğu söylenebilir. Bu konuların işletme aşamasında kiracı olacak eğitim kurumunun uhdesinde olacağını belirtmiştir.

- 2 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, eğitim yatırımlarında ilk sene yüzde otuzun üzerinde bir doluluk beklenemeyeceğini belirtmiştir. Yatırımcılarla eğitim kurumları arasında yapılan 10-12 yıllık kira sözleşmesinde, kira bedelinin belirlenen oranda katlamalı olarak arttığını belirtmiştir. Eğitim yatırım kararında, tahmini öz kaynak/borç oranının, finansman kaynağının (banka, kredi veren kurumlar, güvence şirketleri vb.), kredi geri ödeme süresinin, anapara ve geri ödenecek faiz miktarının, finansal kiralama ihtiyacının, nakit akış tablolarının, doluluk oranlarının, amortisman bedelinin ve kurumlar vergisinin, yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir.

Finansal analiz kapsamında, 4 gayrimenkul geliştiricisinin, ilk yatırım maliyetinin, maliyet analizinin, finansman ve finansal analizin; eğitim yatırım kararına etkisi Çizelge 5.15'de gösterilmiştir.

Çizelge 5. 15 Eğitim yatırımı kararında, finansal analizin etkisi

Finansal Analiz			1 0 (Düşük)		6 (Yüksek) 100
1	İlk Yatırım Maliyeti	İlk yatırım maliyeti			
		Satın alınacak/kiralanacak arsa bedeli			
		İnşa edilecek/kiralanacak binanın m2 maliyeti			
		Varsa eğitim yatırımının franchising giderleri			
2	Maliyet Analizi	Beklenmeyen giderler			
		Tahmini işletme gelirleri (eğitim, kıyafet, yemek, ulaşım vb.)			
		Tahmini işletme giderleri (personel, enerji, bakım onarım vb.)			
3	Finansman ve Finansal Analiz	Eğitim yatırımının tahmini özkaynak/borç oranı			
		Finansman kaynağı (banka, kredi veren kurumlar, güvence şirketleri vb.)			
		Kredi geri ödeme süresi			
		Anapara ve geri ödenecek faiz miktarı			
		Varsa finansal kiralama ihtiyacı			
		Eğitim yatırımının nakit akış tabloları			
		Doluluk oranları			
		Amortisman bedeli			
		Kurumlar vergisi			

5.3.3 Yatırımın Değerlendirilmesi

Araştırmanın bu bölümünde, eğitim kurumlarının ve gayrimenkul geliştiricilerin yatırım değerlemesinde kullandığı unsurlar ve yöntemler araştırılmıştır. Bu bölüm, katılımcıların cevaplarına göre, başta eğitim kurumları ve sonrasında gayrimenkul geliştiriciler olmak üzere iki farklı başlık altında tartışılmıştır.

5.3.3.1 Eğitim Kurumları

Eğitim kurumları, yatırımlarında ortalama geri dönüş süresinin (kiracı olarak yapılan yatırımlar için) İstanbul'da 2; İstanbul dışında ise 3 yıl olduğunu belirtmiştir. Yatırıma yapım maliyeti de eklenirse, bu sürenin İstanbul'da 6-8; İstanbul dışında ise 8-10 yıla kadar çıktığını vurgulamışlardır.

B, E ve H Okulu, banka faiz oranı ve piyasa risk oranının, yatırımlarında kârlılığı belirleyici en önemli etkenler olduğunu vurgulamıştır. Banka faiz ve piyasa risk oranlarına ek olarak; sektör ortalaması, arz-talep dengesi, hedeflenen bölgedeki rakiplerin potansiyeli, bölgenin lokasyonu, okulun başarısı, doluluk oranı ve stratejisi gibi unsurların da, yatırımın karlılığında belirleyici rol oynadığı dile getirilmiştir.

Eğitim kurumlarının çoğu, pazar araştırmasında duyarlılık, olasılık, karar ağacı gibi analizlerin kullanan yöntemler olduğunu ifade etmiştir. A Okulu, pazar araştırmasında bu yöntemlerin kullanılmadığını; sadece basit kârlılık analizinin yapıldığını belirtmiştir. Benzer şekilde, G Okulu yatırımlarını ticari kârlılık açısından değerlendirmek için toplam maliyetin, 12 yıla (144 ay) bölünerek azami düzeyde verilebilecek kira bedelinin bulunduğunu ifade etmiştir.

B okulu, yatırımlarını ticari kârlılık açısından sektördeki kâr oranına göre gelir-gider sabitleme yöntemi ile değerlendirdiklerini; yapılan yatırımların değerini korumak içinde kâr ve zarar sınırlarının belirlenmesi gerektiğini vurgulamıştır. D ve H Okulu, olasılık analizi yapılarak, öğrenci sayısı ve okulun lokasyonuna göre farklı olasılıklar değerlendirildiğini ve buna göre kârlılığın hesaplandığını ifade etmiştir.

C, D ve H Okulu, yatırımlarının ticari kârlılık açısından değerlendirilmesi için model geliştirmiştir. Geliştirilmiş bu model üzerinden öğrenci sayısı, doluluk oranı, genel giderler, enflasyon oranı, personel maaş giderleri vb. ölçütler girilerek azami düzeyde verilebilecek kira bedeli bulunmaktadır. Net bugünkü değer ve iç verimlilik oranı ile yatırımın kârlılığı ölçülmektedir.

E Okulu, yatırımlarını ticari kârlılık açısından sektördeki kâr oranına göre gelir-giderlerin yıllara dağılımı ve fayda/masraf oranı ile değerlendirdiklerini belirtmiştir. Net bugünkü değer ve iç verimlilik oranı ile yatırımın kârlılığı ölçülmektedir.

F Okulu, yatırımlarını ticari kârlılık açısından sektördeki kâr oranına göre gelir-giderlerin yıllara dağılımı ve fayda/masraf oranı ile değerlendirdiklerini belirtmiştir. Net bugünkü değer ve iç verimlilik oranı ile yatırımın kârlılığı ölçülmektedir. F Okulu yatırımcısının, şirketler gurubu olması nedeniyle faiz fiyatlarında ve kredi oranlarında avantajlı durumda olduğunu vurgulamıştır.

Çoklu durum araştırması kapsamında eğitim kurumları, yatırımın geri görüş süresi, yatırım kârlığını belirleyen unsurlar, yatırımların pazar analizinde ve ticari kârlılık analizinde kullanılan yöntemlere bakımından Çizelge 5.16'da sıralanmıştır.

Çizelge 5. 16 Eğitim kurumlarının yatırımın değerlendirilmesi için kullandığı unsurlar ve yöntemler

Eğitim Kurumları	Yatırımın Geri Dönüş Süresi		Yatırımın Karlılığını Belirleyen Unsurlar			Pazar Analizinde Kullanılan Yöntemler			Yatırımlarda Ticari Karlılık Açısından Kullanılan Yöntemler
	Kiracı	Yatırımcı	Banka Faiz Oranı	Piyasa Risk Oranı	Diğer	Duyarlılık Analizi	Olasılık Analizi	Karar Ağacı Analizi	
A Okulu	3 yıl		Hayır	Hayır	*Sektör ortalaması	Hayır	Hayır	Hayır	*Toplam gelir-giderlere göre basit kârlılık analizi
B Okulu	2- 3 yıl		Evet	Evet	*Rekabet *Arz-talep dengesi *Doğru fiyatlandırma	Evet	Evet	Evet	*Sektördeki kar oranına göre gelir gider sabitleme yöntemi *Kar ve zarar sınırı belirleme
C Okulu	2- 3 yıl	8-10 yıl	Evet	Hayır	*Geri dönüş süresi	Evet	Evet	Evet	*NBD ve İVO yöntemlerinin kullanıldığı yatırım analiz modeli *Öğrenci doluluk oranlarına göre maksimum verilebilecek kira bedeli
D Okulu	2- 3 yıl	8-10 yıl	Hayır	Hayır	*Bölgedeki rakipler *Bölgenin lokasyonu *Bölgedeki doluluk oranı *Okulun akademik başarısı *Sınavdaki başarılar	Hayır	Evet	Hayır	*NBD ve İVO yöntemlerinin kullanıldığı yatırım analizi modeli *Öğrenci doluluk oranlarına göre maksimum verilebilecek kira bedeli
E Okulu	2 yıl		Evet	Evet		Evet	Evet	Evet	*NBD ve İVO yöntemi *Gelir ve giderlerin yıllara dağılımı *Fayda/masraf oranı
F Okulu		10-12 yıl	Evet	Hayır	*Okul doluluk oranı *Bölgenin lokasyonu *Okul stratejisi	Evet	Hayır	Evet	*NBD ve İVO yöntemi
G Okulu	2- 3 yıl	8-10 yıl	Hayır	Hayır	*Okul doluluk oranı	Hayır	Hayır	Hayır	*Öğrenci doluluk oranlarına göre maksimum verilebilecek kira bedeli
H Okulu	2- 3 yıl	8-10 yıl	Evet	Evet	*Okul doluluk oranı *Bölgenin lokasyonu *Okul stratejisi *Okulun akademik başarısı	Evet	Evet	Evet	*NBD ve İVO yöntemlerinin kullanıldığı, yatırım analizi modeli *Öğrenci doluluk oranlarına göre maksimum verilebilecek kira bedeli

5.3.3.2 Gayrimenkul Geliştiriciler

Gayrimenkul geliştiriciler, yatırımlarında ortalama geri dönüş süresinin İstanbul'da 8-10; İstanbul dışında ise 10-12 yıl olduğunu belirtmiştir. Banka faiz oranı ve piyasa risk oranının, yatırımlarında kârlılığı belirleyici en önemli etkenler olduğunu vurgulamıştır. Banka faiz ve piyasa risk oranlarına ek olarak; kira ve işletme geliri, markanın bilinirliği, okulun başarısı gibi unsurların da, yatırımın karlılığında belirleyici rol oynadığı dile getirilmiştir.

Gayrimenkul geliştiricilerin çoğunluğu, pazar araştırmasında duyarlılık ve olasılık gibi analizlerin kullanıldığını ancak karar ağacı analizinin kullanılmadığını ifade etmiştir. Gayrimenkul geliştiricilerin tümü, yatırımın kârlılığını, ticari kârlılık analizi yöntemlerinden net bugünkü değer ve iç verimlilik oranı ile ölçülmektedir. 3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi, yatırımın kazancının EbitDA[1] (FAVÖK) ile finansal maliyetleri (genellikle faizler), vergileri, yıpranma payı ve amortisman giderleri gibi parametreleri hesaba katmadan ölçüldüğünü belirtmiştir.

3 Nolu Gayrimenkul Geliştiricisi yatırım değerlemesinin önemi, *"Finansal tabloyu uzun vadede çizemeyen yatırımcıların, eğitim sektöründen hızla geri çekildiğini de son yıllarda sıkça görmekteyiz. Bu süreçte yatırımcıların en büyük tedirginlikleri olan harcamayı kâra dönüştürme süreçlerinde mali güçlerinin yetersiz kalabilme riskine karşı, kısa vadede en az 3 senelik finansal tablonun yatırımcılara sunuyoruz."* şeklinde ifade etmiştir.

Çoklu durum araştırması kapsamında gayrimenkul geliştiricileri, yatırımın geri görüş süresi, yatırım kârlığını belirleyen unsurlar, yatırımların pazar analizinde ve ticari kârlılık analizinde kullanılan yöntemler bakımından Çizelge 5.17'de sıralanmıştır.

[1] EbitDA (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation), Türkçe kaynaklarda FAVÖK (Faiz Amortisman ve vergi Öncesi Kâr) olarak kullanılmaktadır.

Çizelge 5. 17 Gayrimenkul geliştiricilerin yatırım değerlendirilmesi için kullandığı unsurlar ve yöntemler

Gayrimenkul Geliştiricileri	Yatırımın Geri Dönüş Süresi	Yatırımın Kârlılığını Belirleyen Unsurlar			Pazar Analizinde Kullanılan Yöntemler			Yatırımlarda Ticari Kârlılık Açısından Kullanılan Yöntemler
		Banka Faiz Oranı	Piyasa Risk Oranı	Diğer	Duyarlılık Analizi	Olasılık Analizi	Karar Ağacı Analizi	
1 Nolu Geliştirici	8-10 yıl	Evet	Evet	Kira geliri, İşletme geliri	Evet	Evet	Evet	NBD ve İVO yöntemleri
2 Nolu Geliştirici	7-12 yıl	Evet	Evet	Markanın bilinirliği	Hayır	Evet	Hayır	NBD ve İVO yöntemleri
3 Nolu Geliştirici	10-12 yıl	Evet	Evet	Markanın bilinirliği, Okulun başarısı	Evet	Evet	Hayır	NBD ve İVO yöntemleri
4 Nolu Geliştirici	10-12 yıl	Evet	Evet	Markanın bilinirliği, Kira geliri	Evet	Evet	Hayır	NBD ve İVO yöntemleri

BÖLÜM 6

SONUÇ VE ÖNERİLER

1980'li yıllarda, sermaye birikiminin, yabancı sermaye girişinin artması ve sağlanan devlet teşvikleriyle, özel sektör de kamusal gayrimenkul yatırımlarına katılmaya başlamış ve özel gayrimenkul yatırım piyasalarının oluşması için ilk adımlar atılmıştır. Devlet politikalarıyla desteklenen eğitimin piyasalaşması ve ticarileşmesi kapsamında, eğitim yatırımlarına ayrılan bütçe, kademeli olarak düşürülmeye başlanmış, buna karşın eğitim sistemindeki dönüşümlerle ve devlet yatırım teşvikleriyle de özel sektörün eğitim yatırımlarındaki payını arttırması beklenmiştir. Ayrıca, başta yatırım yeri tahsisi olmak üzere finansman desteği, sigorta ve vergi muafiyetlerinin sağlandığı dolaylı veya doğrudan teşvikler Türkiye'deki eğitim sektörü yatırımlarına cazibe kazandırmaktadır. Ancak, Türkiye'de eğitim, sağlık ve lojistik gibi yatırım alanları günümüzde yeterince bilinmediği için yatırımcılar açısından öncelikli olarak tercih edilmemektedir.

Çalışmada, gayrimenkul geliştirme açısından eğitim yatırımlarının hangi ölçütler üzerinden yapıldığı değerlendirilmiştir. Türkiye'de zincir okul mantığı ile hizmet veren eğitim kurumları ve gayrimenkul geliştiricilerin, eğitim yatırım kararlarında etkili olan unsurlar incelenmiştir. İkinci bölümde, gayrimenkul geliştirme kavramı, türleri ve süreci anlatılmıştır. Gayrimenkul geliştirme ve yatırım ilişkisi ile gayrimenkul yatırımlarının değerlendirilmesi üçüncü bölümde incelenmiştir. Çalışmanın dördüncü bölümde, Türkiye'de eğitim yatırımlarının gelişimi anlatılmış, gayrimenkul geliştirme projesi olarak eğitim yatırımları pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal açıdan irdelenmiştir. Beşinci bölümde ise, çoklu durum araştırmasıyla, eğitim sektöründeki aktörlerin okul geliştirme aşamaları, bu aşamalardaki faaliyetleri ve bir gayrimenkul yatırım aracı olarak eğitim yatırımları için en etkin, verimli ve yüksek getiriyi sağlayacak fizibilite ölçütleri

incelenmiştir. Alan çalışması sonucunda çıkan bulgular, eğitim kurumları ve yatırımcılar olmak üzere iki farklı başlık altında tartışılmış ve sonrasında sektördeki bu iki aktörün bulguları karşılaştırılmıştır. Böylece eğitim sektöründe yatırımcılarının, gayrimenkul geliştirme sürecinde hangi unsurları dikkate alması gerektiği açıklığa kavuşturulmuştur.

Tezin giriş bölümünde, hipotez başlığı altında belirtilen varsayımların sonuçları aşağıda kısaca anlatılmaktadır. Alan çalışması sonuçlarının değerlendirilmesinde ise konu hakkında daha detaylı açıklamalar yapılmıştır.

- Gayrimenkul geliştirme açısından eğitim yatırımlarının, devlet teşvikleri, pazarın halen duygunluğa ulaşmamış olması, kapasite artışı, eğitim eşitliği ve kalite ihtiyacı gibi nedenlerle önümüzdeki on yıl içinde daha fazla önem kazanacağı düşünülmektedir.
- Alan çalışması sonucunda, eğitim yatırımlarında sistematik ve kapsamlı bir fizibilite çalışması yapılmadığı görülmüştür. Fizibilite analizi, eğitim yatırımlarını çok daha kârlı hale getirirken, yatırımcı açısından ise doğru yatırımların tercih edilmesini sağlayacaktır.
- Eğitim kurumlarının, gayrimenkul geliştiricilerin ve yatırımcıların, eğitim yatırımları alanındaki uzman veya profesyonel kişilerden yeterince yararlanmadığı tespit edilmiştir. Sektördeki aktörlere yön verebilecek uzmanların yetiştirilmesi ve ayrıca bu alandaki tecrübeli danışmanlardan (gayrimenkul uzmanları, akademisyenler, mimarlar, şehir plancıları, meslek odaları, eğitimciler vb.), eğitim yatırımı yapılırken daha çok faydalanılması gerektiği gözlemlenmiştir.
- Eğitim sektörüne girmek isteyen bir yatırımcının karar aşamasında, fizibilite yaparken birçok ölçüte (pazar, teknik, yasal-yönetsel, finansal ve yatırımın değerlemesi) dikkat etmesi gerektiği belirlenmiştir.

Hipotez oluşturulurken yatırım değerlemesi kapsamında, sektördeki aktörlerin paranın zaman değerini hesaba katan yatırım modellerini kullanmadığı düşünülmüştür. Ancak eğitim kurumlarının bazılarında finans birimlerinin, eğitim yatırımları için (paranın zaman değerini hesaba katan) bir yatırım modeli geliştirildiği görülmüştür. Bu durum ise hipotezin kısmen doğrulandığını göstermektedir.

Alan çalışmasının sonuçları ve konuya ilişkin öneriler aşağıda anlatılmaktadır:

- Pazar analizinin alt başlıklarından biri olan devlet politikalarının ve devlet tarafından verilen teşvik unsurlarının, eğitim yatırımlarına olan etkisine bakıldığında, kamu tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yetersiz olduğu eğitim kurumları ve gayrimenkul geliştiriciler tarafından genel bir görüş olarak ifade edilmektedir. Özel okullaşma oranının şuanda yeterli seviyede olmadığı ve bu sektördeki pazarın da halen doygunluğa ulaşmamış olduğu sonucuna varılmıştır. Özellikle de, eğitim sisteminde yapılacak değişiklikler örneğin (sabahçı ve öğlenci sisteminin kaldırılarak) tam gün sistemine geçilebilmesi için okullarda ihtiyaç duyulan fiziki şartlar sağlanmadan, MEB'in mevcut okullarının bu kapasite artışını kaldıramayacağı ve eğitim hizmetini karşılamakta zorlanacağı, bu sebepten dolayı özel okul yatırımına ihtiyaç duyulacağı öngörülebilir. Yapılan görüşmelerde belirtildiği üzere özel okullaşma oranının, önümüzdeki 1-5 yıl içinde hızla artacağı öngörülmektedir. Hem eğitim kurumları hem de gayrimenkul geliştiriciler, eğitim yatırımlarının artması için devlet desteğinin önemini vurgulamışlardır.
- Devlet tarafından verilen teşvik açısından bakıldığında, KDV istisnasının sağlanması ile öğrenci eğitim ve öğretim desteğinin, eğitim kurumları için yüksek derecede önemli olduğu görülmüştür. Gayrimenkul geliştiriciler açısındansa, tüm teşvik unsurlarının yüksek derecede önemli olduğu görülmüştür. Eğitim kurumları genellikle kiracı rolünde olduğu ve ilk yatırım maliyetini yatırımcılar karşıladığı için devlet teşviklerinden ağırlıklı olarak yatırımcıların faydalandığı görülmüştür. Özellikle yatırımcılar için arsa tahsisinin daha hızlı ve kolay hale getirilmesi ya da mevcut arsaların okula dönüştürülmesi için öncelik tanınması beklenmektedir.
- Eğitim yatırımları, bir inşa faaliyetinin ötesinde birbiri ile ilişkili birçok aktörün önemli rol aldığı kapsamlı bir gayrimenkul geliştirme işidir. Bu noktada, hem eğitim kurumlarına hem gayrimenkul geliştiricilere hem de devletin kendisine daha çok görev düşmektedir. Devlet, yatırımcılara arazi tahsisi ve faizsiz kredi sağlanması için teşvik olanaklarını arttırabilir. Yatırımcılar ile devlet arsasında kâr paylaşımı yapılarak arsaların uzun süreli olarak kiralanması ve örneğin yatırımcı arsa üzerine eğitim binası yaparken devlet için de binalar yapabilir.
- Devletin özel okula teşvik konusundaki yatırımları devam ettiği sürece, eğitim kurumları tarafından yatırım için ayrılan kaynağın artmasını sağlayacaktır. Bu

sayede de, eğitim kurumları tarafından öğrenci başına yapılan harcamanın artacağı ve hizmet kalitesinin yükselebileceği söylenebilir. Öteki taraftan özel okullaşma sayısının artması ile birlikte, devletin hizmet vereceği öğrenci sayısı da azalacağı için devlet tarafından verilen eğitim olanaklarının artmasına ve başarı oranının yükselmesine neden olacaktır.

- Pazar analizinin alt başlıklarından biri olan talep ve tüketici analizi kapsamında, demografik, coğrafik ve sosyo-ekonomik faktörlerin eğitim yatırımları üzerindeki etkisine bakıldığında, eğitim kurumları ve gayrimenkul geliştiriciler açısından genelde tüm faktörleri önemli bulunmuşken, toplu ulaşım ağına yakınlık ve hedef kitlenin siyasi görüşü orta derecede önemli bulunmuştur. Bunun sebebi, öğrencilerin ulaşımının genellikle servisle veya ailelerin özel araçla sağlanması olduğu söylenebilir. Eğitim kurumları, öğrencilerin ailelerinin siyasi görüşlerinden bağımsız olarak her öğrencinin eşit eğitim hakkı olduğu düşünmektedir. Kentsel dönüşüm projeleriyle eski okulların dönüşümü veya mevcut yapı stokunun eğitim binalarına dönüştürülmesi için devlet tarafından yatırımcılara kolaylık sağlanması yatırımları arttırabilir. Örneğin, büyük fabrika ve şehir içinde kalan sanayi binaları da kiralanarak yenileme projesi sonrasında eğitim kampüslerine dönüştürülebilir.
- Pazar analizinin alt başlıklarından biri olan arz ve rekabet analizi kapsamında, pazar yapısının ve rekabet araçlarının, eğitim yatırımları üzerindeki etkisine bakıldığında, okulların eğitim kalitesinin, sunduğu olanakların ve sınavlardaki başarı oranının pazar payının oluşmasında yüksek derecede önemli olduğu söylenebilir. Düşük fiyatlı özel okulların ortalama yıllık eğitim ücretinden, devlet tarafından verilen öğrenci teşvik bedeli çıkarıldığında, devletin öğrenci başına zorunlu eğitim için yaptığı yıllık harcama kadar aileler tarafından kredi kullanılarak özel okul ücretinin karşılanabilir. Böylece, devletin özelleştirme politikası sayesinde, her öğrencinin özel eğitim hakkına ulaşabilir olması sağlanabilir. Türkiye'de nüfusu 200 bin ve üzerinde olan her yerde özel okul açmayı planlayan eğitim kurumları ve yatırımcılar, devlet tarafından bu konuda destek beklemektedir. Özel okullaşma artıkça eğitim kalitesinin de artacağı ve devlet teşvikleriyle beraber okul ücretlerinin de düşeceği öngörülürse, özel okullar daha ulaşılabilir hale gelecektir.

Pastadaki aldığı dilimi arttırmak için yüksek fiyatlı olan özel okullar, daha ucuz ve kısıtlı aktivite içeren alt kategoride okul markalarının sayısını da arttırabilir.

- Özel okulların rakiplerini, yine kendi kategorisindeki eğitim veren özel okullar oluşturmaktadır. Özel okulların tercih edilmesi için ayrıştırıcı bir unsur olarak, okulun sağladığı fiziki unsurlar, okulun kurumsal kimliği ve tüketicinin gözündeki marka değeri sayılabilir.

- Yatırımcıların ana hedefi yüksek değer artış potansiyeli bulunan ve düzenli kira geliri sağlayan bir ticari gayrimenkul portföyü oluşturmaktır. Yükselen bir ivmeye sahip eğitim sektöründe, zincir okulların büyüme stratejileri, ticari bazlı kira getirisi hedefleyen iş modelinin ana fikrini oluşturmaktadır. Yatırımcılar, geliştirdikleri projelerde kurumsal kiracı ile uzun süreli sözleşme yapmayı tercih etmektedir. Yatırımcılar ile eğitim kurumları arasında yapılan en az 10-12 yıllık kira sözleşmesi, yatırımcılar için eğitim sektörünü avantajlı kılmaktadır. Gayrimenkul geliştirme açısından eğitim yatırımlarının, 3 ayrı yatırım modeli ile yapılmaktadır. Birinci modelde, arsa yatırımcıya ait olmadığı için arsa ve bina yatırım maliyeti vardır. Arsa sahibi, kiracı (eğitim kurumu) ve yatırımcı arasında sözleşme yapılmaktadır. İkinci modelde, arsa sahibi yatırımcı olduğu için sadece bina yatırım maliyeti vardır. Yatırımcı ve kiracı (eğitim kurumu) anlaşarak, kira sözleşmesi yapmaktadır. Yatırımcı tarafından kiracıya uygun bina inşaatı yapılmaktadır. Üçüncü modelde, kiracı (eğitim kurumu) yatırımcı olduğu için arsayı kiralayıp arsa sahibiyle kira sözleşmesi yapılmaktadır. Kiracı (eğitim kurumu), yüklenici firmayla anlaşıp eğitim binasını yaptırmaktadır. Bu üç yatırım modeline bakıldığında, eğitim kurumları kira bedeli düşük çıktığı ve ilk yatırım maliyeti olmadığı için genel olarak ikinci modeli tercih ettikleri söylenebilir.

- Türkiye'deki eğitim kurumları zincir okul mantığı ve franchising yöntemiyle büyümektedir. Özel okullaşma oranı genellikle gelişmiş illerde yüksektir çünkü bu şehirlerde hem nüfus yoğunluğu fazladır hem de gelir seviyesi yüksek olan aileler yaşamaktadır. Bu durumun, özel okul pazarının büyümesine ve talebin de artmasına sebep olduğunu söylenebilir. Eğitim kurumlarının, özellikle İstanbul, İzmir, Ankara, Antalya, Bursa gibi gelişmiş şehirlerde yatırım yapmaktadırlar. Ayrıca bu şehirlerde kar payının daha fazla olması ve yatırımın geri dönüş süresinin

daha kısa olması gibi nedenlerden dolayı franchising vermek istemedikleri görülmüştür. Eğitim kurumları kâr paylaşımı yapmak istemedikleri için ilk olarak tercih ettikleri bir yöntem olmasa da franchising yönteminin, başlangıç maliyetlerinin yüksekliğine ve kâra geçme süresinin uzunluğuna karşın risklere azami derecede kapalı olan güvenilir yapısı sayesinde yerel yatırımcılar için avantajlı bir yöntem olduğu söylenebilir. Franchise veren eğitim kurumlarının, sağladığı başlangıç eğitimi ile işletmeyi yürütecek yatırımcı temel bilgileri edinecektir. İlerleyen zaman içinde kazanacağı deneyimle hem kendi kârlılığını hem de eğitim kurumunun kârlılığını artıracaktır. Eğitim kurumlarının bu yöntemi yaygınlaştırmasının kendilerine sağlayacağı en büyük faydalardan biri yatırım maliyeti gerektirmemesidir. Bu sayede, eğitim kurumları Türkiye'de henüz yatırım yapmadıkları veya az yatırım yapılan bölgelerde hızlı bir şekilde özel okullaşma oranında artış sağlayabilir.

- Teknik analiz kapsamında, yer seçimi ve eğitim yatırımı kararında; arsanın teknik ve coğrafik (fiziksel) özelliklerinin; gayrimenkulün tasarım ve yapım ölçütlerinin etkisine bakıldığında; arsanın lokasyonu, topoğrafik özellikleri, şekli ve arsadaki mevcut alt yapı hizmetlerinin yüksek düzeyde etkili olduğu söylenebilir. Deprem riski yüksek olan yerlerde, bina yapmanın zemin iyileştirme gerektirdiği ve deprem derecesine göre belirlenen bina önem kat sayısının da yapım maliyetini yükselttiği söylenebilir. Yatırım yapılacak arsanın imarın özel okul imarına çevrilmesinin bir seneye yakın sürebilmektedir. Gayrimenkulün tasarım ve yapım ölçütleri üzerinde, mimar ve yüklenici firma seçiminin yüksek derecede önemli olduğu söylenebilir.
- Yasal-yönetsel analiz kapsamında, MEB Özel Öğretim Kurumları Yönetmeliğindeki kurum binalarına ve türüne göre belirtilen şartların, Standartlar Yönergesindeki eğitim yapı ve araç gereç standartların, 'kurum açma izni' için gerekli şartların eğitim yatırımı kararında yüksek derecede önemli olduğu söylenebilir. Yasal-yönetsel ölçütler konusunda emlakçıların yeteri kadar bilgi sahibi ve tecrübeli olmadığı görülmüştür. Eğitim kurumlarının ise emlakçıların yeterliliği ve pazar araştırmasından emin olamadıkları için eğitim sektöründen gelen bir danışmana ihtiyaç duydukları görülmüştür. Yasal-yönetsel ölçütlere uyulmaz ve bina projesine uygun olarak inşa edilmezse, ruhsat alınamayacağı için okul açılış tarihi en az bir

sene ertelenmek zorunda kalabilir. Erteleme olur ise yatırımın geri dönüşü süresi uzaması hem yatırımcıyı hem de eğitim kurumunu zor durumda bırakabilir.

- Finansal analiz kapsamında, ilk yatırım maliyetinin, maliyet analizinin, finansmanın ve finansal analizin; eğitim yatırım kararında, yüksek derecede etkili olduğu söylenebilir. Eğitim kurumları, iş geliştirme sürecinde genellikle kiracı oldukları için yatırım kararında, ilk yatırım maliyetinin (tahmini öz kaynak/borç oranının, finansman kaynağının, kredi geri ödeme süresinin, anapara ve geri ödenecek faiz miktarının) bir yatırımcı (finansman sağlayan) firma kadar önemli olmadığı görülmüştür. Eğitim yatırımlarında ilk sene yüzde otuzun üzerinde bir doluluk beklenmediği göz önüne alınarak nakit akış tabloları oluşturulmalıdır. Yatırımın yapılıp yapılmama kararı, finansal analiz sonrasında alındığı için bu aşama çok kapsamlı ve derinlemesine çalışma gerektirmektedir.
- Yatırım değerlendirilmesi kapsamında, yatırımın geri dönüş süresinin kiracı olarak yapılan yatırımlar için İstanbul'da 2 yıl; İstanbul dışında 3 yıl olduğu; yatırıma inşaat maliyeti de dâhil olursa İstanbul'da 6-8 yıl; İstanbul dışında 8-12 yıl olduğu söylenebilir. Eğitim kurumları açısından bakıldığında, banka faiz ve piyasa risk oranlarına ek olarak, yatırımın lokasyonu, okulunun doluluk oranı, okul stratejisi, okulun akademik ve sınavlardaki başarısı yatırımın kârlılığını belirlemektedir. Gayrimenkul geliştiriciler açısından ise, banka faiz oranı ve piyasa risk oranın dışında kira ve işletme geliri, markanın bilinirliği ve okulun başarısı yatırımın kârlılığını belirleyen unsurların başında sayılabilir. Eğitim kurumları, genellikle pazar analizi için duyarlılık, olasılık ve karar ağacı gibi analizlerin kullanıldığını ancak öğrenci sayısı ve okulun lokasyonuna göre farklı olasılıklar da değerlendirilerek kârlılığın hesaplandığını belirtmiştir. Eğitim kurumlarından bazıları yatırımlarını, ticari kârlılık açısından değerlendirilmesi için bir model geliştirilmiştir. Bu model ile maksimum kira bedeli hesaplanmaktadır. Gayrimenkul geliştirici firmalar ise genellikle pazar analizi için duyarlılık ve olasılık gibi analizleri kullanırken; karar ağacı analizini kullanmadıkları tespit edilmiştir. Gayrimenkul geliştiriciler, karar ağacı yöntemini pazar analizlerine dâhil ederlerse birden çok olasılığı değerlendirip bunların arasından en kârlı olanını seçme şansı olabilir. Hem eğitim kurumları ve

hem de gayrimenkul geliştiriciler, genellikle ticari kârlılık analizi yöntemlerinden net bugünkü değer ve iç verimlilik oranı ile yatırımın kârlılığını ölçmektedir.

- Firmaların sahip olduğu varlıklarla, esas faaliyet alanında elde ettiği karın hesaplanması olan EbitDA (FAVÖK) göstergesi, eğitim yatırımlarında da hesaplanmaktadır. Bu tekniğin tercih edilmesindeki önemli sebeplerden bir tanesi, firma hakkında çok detaylı bilgiye sahip olmadan gelir ve/veya para giriş-çıkış dokümanlarının hesaplanması için yeterli olmasıdır. Yatırımcıların en büyük tedirginlikleri harcamayı kâra dönüştürme süreçlerinde mali güçlerinin yetersiz kalabilme riskidir; finansal tabloyu uzun vadede çizemeyen yatırımcılar, eğitim sektöründen hızla geri çekilmektedir. Bu noktada ise 10-12 senelik finansal tablolar gayrimenkul geliştiriciler tarafından yatırımcılara sunulmalıdır.

Yapılan değerlendirmeler sonucunda, geliştirilecek gayrimenkul projesi, temelinde eğitim binası olduğu için; güvenli okul ortamı oluşturmak ve okul markasının sürekliliğini sağlamak gereklidir. Firmaların ürün ve hizmetleri dışında, tüketici ile samimi bağlar kurulması adına önemli bir fırsat olan sosyal sorumluluk proje ve stratejileri, sürdürülebilirlik konusunda da okul markasına önemli katkılar yapmaktadır. Aynı zamanda, çocuklarımızın ve ülkeminiz geleceği eğitim sektöründeki aktörlere emanet edildiği için tüm aktörlere büyük sosyal sorumluluk düşmektedir. Bu bağlamda, eğitimcilerin deneyimi, sektördeki gelişmeleri takibi ve dolayısıyla geleceği öngörme kabiliyetinin en önemli kıstaslar olduğu söylenebilir.

Eğitim sektörü dışında yatırımcıların da bu sektöründen pay alabilmesi için arsanın seçiminden projenin geliştirilmesine, kiracının bulunmasından inşaatın yapılmasına kadar birçok noktada gayrimenkul yatırım geliştiricisi ile eğitim kurumunun yakın temasta çalışması gayrimenkul projesinin sağlıklı bir şekilde geliştirilmesi için oldukça önemlidir. Bu yatırım danışmanlık hizmetini bazı okulların dışarıdan aldığı; bazılarının ise kendi bünyesinde bu işler için ekip bulundurduğu; bazılarınınsa eğitim sektöründeki deneyimleri sayesinde kendi içgüdüleriyle yaptığı söylenebilir. Türkiye'de zincir okul mantığıyla okul projesi geliştiren kurumlar ve yatırımcılar, kapsamlı bir fizibilite etüdüne ihtiyaç duymaktadır. Pazardaki bu ihtiyacı tespit eden gayrimenkul geliştiricilerinin hem yatırımcıya hem de eğitim kurumuna pazar, teknik, yasal-yönetsel ve finansal analizler kapsamında hizmet verdiği görülmüştür. Pazardaki bu ihtiyacı giderecek yeterli sayıda

ve bilinirlikte gayrimenkul geliştirici olmadığı ve daha fazla girişimci firmaya ihtiyaç duyulduğu görülmüştür.

Eğitim yatırımları uzmanlık gerektiren bir alan haline gelmiştir. Bu alanda, geleceğe yönelik dünyada ve Türkiye'de belirgin bir çalışma bulunmamaktadır. Bu çalışma, faktör, duyarlılık, en etkin ve en verimli kullanım analizi gibi analizler için finansal bir yatırım modeli olacak ve ileride gerçekleştirilecek eğitim yatırımları için bir altlık oluşturacaktır.

KAYNAKLAR

[1] Peiser R.B. ve Frej A.B., (2003). Professional Real Estate Development: The ULI Guide to the Business, Second Edition, Urban Land Institute, Washington DC.

[2] Miles, E.M., Haney, R.L., Berens, G., (1996). Real Estate Development: Principles and Process, Second Edition, Urban Land Institute, Washington DC.

[3] Graaskamp, J.A., (1981). Fundamentals of Real Estate Development, 0-87420-601-4, Third Printing, Urban Land Institute, Washington DC.

[4] Diederichs, C.J., (1996). Grundkonzeption der Projektentwicklung, In: Schulte, Karl-Werner (Hrsg), Handbuch der Immobilien-Projektentwicklung, Rudolf Müller Verlag, Karlsruhe.

[5] Zuckerman, H.A. ve Blevins, G.D., (1991). Real Estate Development: Workbook and Manuel, First Edition, Prentice Hall Trade, New Jersey.

[6] Dasso, J. ve Ring, A., (1989). Real Estate: Principles and Practises, 11th Edition, Prentice Hall College, Indiana.

[7] Wiedemer, J.P., (1994). Real Estate Investment, 5th Edition, Prentice Hall Trade, New Jersey.

[8] Kodal, H., (2003). Stratejik Planlama I Ders Notları, İ.T.Ü. Gayrimenkul Geliştirme Bölümü, İstanbul.

[9] Bostancı, B., (2008). Taşınmaz Geliştirmede Değer Kestirim Analizleri ve İstanbul Konut Alanı Örneğinde Bir Uygulama, Doktora Tezi, YTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

[10] Geltner, D.M., Miller, N.G., Clayton J., Eichholtz P., (2007). Commercial Real Estate Analysis and Investments, Second Edition, Cengage Learnin, Connecticut.

[11] Berk, C., (2012). Gayrimenkul Yatırımlarının Yönetimi, 2678, 1. Baskı, Beta Yayıncılık, İstanbul.

[12] Başdoğan, S., (2013). Yapı Üretiminde Tasarım Odaklı Gayrimenkul (Taşınmaz) Yatırım Değerleme Model Önerisi, Doktora Tezi, YTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

[13] Sarıaslan H., (2002). Yatırım Projelerinin Hazırlanması ve Değerlendirilmesi, 7. Baskı, Siyasal Yayın Dağıtım, Ankara.

[14] Schmitz, A., ve Brett, D.L., (2001). Real Estate Market Analysis: A Case Study Approach, First Edition, Urban Land Institute, Washington D.C.

[15] Yılmaz, D., (2006). Gayrimenkul Geliştirme Projelerinde Fizibilite Analizi, Yüksek Lisans Tezi, İTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

[16] Ülger, N.E., (2010). Türkiye'de Arsa Düzenlemeleri ve Kentsel Dönüşüm, 1. Basım, Nobel Yayınları, Ankara.

[17] Eray, G., (2003). Taşınmaz Geliştirmenin Kurumsal Temelleri, Yüksek Lisans Tezi, YTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul.

[18] Brealey, A.R., Myers S.C., Marcus A.J., (2007). İşletme Finansının Temelleri, 5. Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul.

[19] Ay, D., (2014), TSKB (Türkiye Sınai Kalkınma Bankası) Ekonomik Araştırmalar, Eğitim Sektörü Raporu, http://www.tskb.com.tr/i/content/731_1_Egitim%20Sektoru%20Raporu_Haziran%202014.pdf, 9 Mayıs 2017.

[20] Afşar, M., (2009). "Türkiye'de Eğitim Yatırımları ve Ekonomik Büyüme İlişkisi", Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 9 (1):85-98.

[21] Timur, T., (2007). Küreselleşme Söylemleri ve Gerçekler: Küreselleşme ve Eğitim, 1. Baskı, Dipnot Yayınları, Ankara.

[22] Özdemir, A. ve Tüysüz, F., (2017). "Özel Okul Yatırımları İçin Türkiye'deki 81 İlin Çok Kriterli Karar Verme Yöntemleri İle Stratejik Analizi", Marmara Üniversitesi Atatürk Eğitim Fakültesi Eğitim Bilimleri Dergisi, 45: 93-114.

[23] Appraisal Institute, (2001). Gayrimenkul Değerlemesi, (çev., Töre, E.), İstanbul Üniversitesi Basım ve Yayınevi, İstanbul.

[24] Tapu Sicili Uygulamaları, (2014). Tapu ve Kadastro Genel Müdürlüğü, 1. Baskı, Karametre Tasarım Yayıncılık, Ankara.

[25] Ülger, N.E., Eray, G., (2003). "Arazi Geliştirmenin Kuramsal Temelleri", İ.Ü. Mühendislik Fakültesi Yerbilimleri Dergisi, 16 (1):55-65.

[26] Çıracı, M., (2002). Yapımda Maliyet Yönetimi Ders Notları, İ.T.Ü. Proje ve Yapım Yönetimi Yüksek Lisans Programı, İstanbul.

[27] Karluk, S.R., (2017), OECD Eğitime Bakış 2016 Raporu ve Türkiye'de Eğitim, http://www.turkishnews.com/tr/content/2016/10/10/oecd-egitime-bakis-2016-raporu-ve-turkiyede-egitim/, 09 Mayıs 2017.

[28] T.C. Resmi Gazete, 5580 Nolu Özel Öğretim Kurumları Kanunu. (26434), 14.02.2007, 10015-10022-4. http://www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.5580.pdf, 9 Mayıs 2017.

[29] T.C. Resmi Gazete, Milli Eğitim Bakanlığı Özel Öğretim Kurumları Yönetmeliği. (28239), 20.03.2012,1-51. https://ookgm.meb.gov.tr/meb_iys_dosyalar/2015_08/10044119_zel_retm_ynet.pdf, 9 Mayıs 2017.

[30] T.C. Başbakanlık Yatırım Destek ve Tanıtım Ajansı, Teşvikler, http://www.invest.gov.tr/tr-TR/investmentguide/investorsguide/Pages/Incentives.aspx, 9 Mayıs 2017.

[31] T.C. Resmi Gazete, Yatırım Teşvik Mevzuatı, 2012/3305 Sayılı Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Karar. (28328), 15.06.2012. http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/06/20120619-1.htm, 9 Mayıs 2017.

[32] T.C. Resmi Gazete, Yatırım Teşvik Mevzuatı, 2012/1 Sayılı Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Tebliğ (28329), 15.06.2012. http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2012/06/20120620-8.htm, 9 Mayıs 2017.

[33] Denge Müşavirlik, Eğitim Sektörü Yatırım Teşvikleri, http://dengemusavirlik.com/egitim-sektoru-yatirim-tesvikleri.htm, 9 Mayıs 2017.

[34] Şimşek, H. ve Yıldırım, A., (2005). Sosyal Bilimlerde Nitel Araştırma Yöntemleri, 5. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara.

[35] Mason, J., (2004). Qulitative Researching, Second Edition, Sage Publications, London.

[36] Walliman, N., (2006). Social Research Methods, Second Edition, Sage Publications, London.

[37] Anderson, G., (1990). Fundamentals of Educational Research, The Felmer Press, London.

[38] Yin, R.K., (2009). Case Study Research: Design and Methods, 4th Edition, Sage Publications, Thousand Oaks.

[39] Weerd-Nederhof, D., (2001). “Qualitative Case Study Research. The Case of A Phd Research Project On Organising and Managing New Product Development Systems”, Management Decision, 39 (7): 513-538.

[40] Bogdan, R.C. ve Biklen, S.K., (1992). Qualitative Research for Education to Theory and Methods, Second Edition, Allyn and Bacon A Division of Simon & Schuster Inc., Boston.

[41] Patton, M.Q., (1987). How to Use Qualitative Methods in Evaluation, Second Edition, Sage Publications, London.

EK-A

KATILIMCILARA UYGULANAN GÖRÜŞME FORMU

Yıldız Teknik Üniversitesi
Fen Bilimleri Enstitüsü Mimarlık Anabilim Dalı
Konut Üretimi Ve Yapım Yönetimi Tezli Yüksek Lisans Programı
Gayrimenkul Geliştirme Açısından Eğitim Yatırımlarının Fizibilite Analizi
Anket Çalışması

Sayın Yetkili,

Ekteki anket Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Konut Üretimi ve Yapım Yönetimi programı kapsamında yürütülmekte olan yüksek lisans araştırma projesidir. Bu anketin amacı, ticari gayrimenkul geliştirme açısından eğitim yatırımlarının hangi ölçütler üzerinden yapıldığını, bu yatırımlarda hangi sorunlarla karşılaşıldığını ve sektördeki yatırım kararlarına yönelik bakış açılarını araştırmayı hedeflemektedir.

Bu çalışmaya sizin tecrübeniz ve konuya tarafsız bakış açınız büyük katkı sağlayacaktır. Ayırdığınız zaman ve ilginiz için teşekkür ederiz.

Saygılarımızla.

Yüksek Lisans Öğrencisi:
Mimar Burcu Ülker
YTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü
Konut Üretimi ve Yapım Yönetimi

E-mail: bu.bulker@gmail.com
Gsm: 0 506 560 8920

Tez Danışmanı:
Doç. Dr. Almula Köksal Işıkkaya
YTÜ Mimarlık Fakültesi

Eş Danışman:
Arş. Gör. Dr. Serhat Başdoğan
YTÜ Mimarlık Fakültesi

Katılımcı Bilgileri

Adınız ve Soyadınız:	
E-mail Adresiniz:	
Telefon:	
Çalıştığınız Kurumun Adı:	

Not: Bilimsel araştırma etiği gereğince, ankette verdiğiniz kişisel bilgileriniz ve kurum bilgileri, tez danışmanlarının haricinde üçüncü şahısların bilgisine ve kullanımına sunulmayacaktır. Araştırmanın yayınlanması durumunda, katılımcı ve kurum isimleri yayın içeriğinde yer almayacaktır. Katılımcının isteğine bağlı olarak, anket sonuçları katılımcıya gönderilecektir.

Yıldız Teknik Üniversitesi
Fen Bilimleri Enstitüsü Mimarlık Anabilim Dalı
Konut Üretimi Ve Yapım Yönetimi Tezli Yüksek Lisans Programı
Gayrimenkul Geliştirme Açısından Eğitim Yatırımlarının Fizibilite Analizi Anket Çalışması

1. Bölüm: Kurum Bilgileri

1. Çalışmakta olduğunuz kurum hangi alanda faaliyet göstermektedir?
   - ☐ Eğitim Sektörü
   - ☐ Gayrimenkul Yatırım / Geliştirme Sektörü
   - ☐ Diğer (Lütfen Belirtiniz) _____

2. Çalışmakta olduğunuz kurumun eğitim sektörü dışında yatırımları var mı?
   - ☐ Evet ☐ Hayır
   - Var ise lütfen belirtiniz. _____

3. Kurumdaki görev tanımınız nedir?
   - ☐ Genel Müdür
   - ☐ Finans ve Bütçe Müdürü
   - ☐ Mali İşler Müdürü
   - ☐ Diğer (Lütfen Belirtiniz) _____

4. Kurumunuz kaç yıldır eğitim sektöründe faaliyet göstermektedir?
   - ☐ < 5 yıl
   - ☐ 5 - 10 yıl
   - ☐ 11 - 15 yıl
   - ☐ 16 - 20 yıl
   - ☐ 21 - 25 yıl
   - ☐ >26 yıl

5. Kurumunuz bünyesinde mevcut kaç okul bulunmaktadır?

Anaokulu Sayısı:		Lise Sayısı:	
İlkokul Sayısı:		Kampüs Sayısı:	
Ortaokul Sayısı:			

6. Kurumunuz bünyesindeki kaç öğrenci bulunmaktadır?

Anaokulu:		Lise:	
İlkokul:		Toplam:	
Ortaokul:			

7. Kurumunuz gelecekte kaç tane yeni okul açmayı hedeflemektedir?

1 - 5 yıl arası:		5 - 10 yıl arası:	

8. Kurumunuz tarafından yapılan eğitim yatırımlarının/projelerinin ortalama inşaat alanı, m2 birim fiyatı ve bütçesi nedir?

	İnşaat Alanı (m2)	Birim Fiyat (m2)	Bütçe (TL)
Minimum			
Maksimum			

2. Bölüm: Pazar, Teknik, Yasal-Yönetsel ve Finansal Analizler

PAZAR ANALİZİ			Ölçeklendirme					
Devlet Politikaları			Çok Düşük					Çok Yüksek
1	Devlet politikalarının, eğitim yatırımlarını ne ölçüde etkilediğini değerlendiriniz.	Kamu tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği	1	2	3	4	5	6
		Özel sektör tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği	1	2	3	4	5	6
		Özelleştirme politikalarının eğitimin yatırımlarına katkısı	1	2	3	4	5	6
2	Devlet tarafından verilen teşvik unsurlarının, eğitim yatırımlarını ne ölçüde etkilediğini değerlendiriniz.	KDV istisnası sağlanması	1	2	3	4	5	6
		Gümrük vergisi muafiyeti	1	2	3	4	5	6
		SGK prim desteği	1	2	3	4	5	6
		Arazi tahsisi	1	2	3	4	5	6
		Faiz oranı desteği	1	2	3	4	5	6
		Gelir vergisi stopaj indirimi	1	2	3	4	5	6
		Öğrenci Eğitim ve Öğretim Desteği	1	2	3	4	5	6
Talep ve Tüketici Analizi			Ölçeklendirme					
3	Eğitim yatırımları üzerinde, demografik ve coğrafik faktörlerin etkisini değerlendiriniz.	Bölgedeki öğrenci nüfus yoğunluğu	1	2	3	4	5	6
		Bölgedeki öğrenci yaş grubu dağılımı	1	2	3	4	5	6
		Konut bölgesine yakınlığı	1	2	3	4	5	6
		Bölgenin toplu ulaşım ağına yakınlığı	1	2	3	4	5	6
4	Eğitim yatırımları üzerinde, sosyo-ekonomik faktörlerin etkisini değerlendiriniz.	Hedef kitlenin gelir düzeyi	1	2	3	4	5	6
		Hedef kitlenin meslek dağılımı	1	2	3	4	5	6
		Hedef kitlenin eğitim düzeyi	1	2	3	4	5	6
		Hedef kitlenin siyasi görüşü	1	2	3	4	5	6
		Hedef kitlenin satın alma gücü	1	2	3	4	5	6
		Hedef bölgedeki konut fiyatları	1	2	3	4	5	6
Arz ve Rekabet Analizi			Ölçeklendirme					
5	Eğitim yatırımları üzerinde, pazar yapısının etkilerini değerlendiriniz.	Yakın çevrede benzer nitelikte okullaşma sayısı	1	2	3	4	5	6
		Yakın çevrede rakiplerin potansiyel okul açma ihtimali	1	2	3	4	5	6
		İllerin gelişmişlik düzeyi	1	2	3	4	5	6
		İl düzeyinde hedeflenen pazar payı	1	2	3	4	5	6
		İl düzeyinde pazarın doygunluğu (özel okullaşmanın yüksek olması)	1	2	3	4	5	6
		Hedeflenen yerdeki boş arazinin bulunabilirliği	1	2	3	4	5	6
		Hedeflenen yerdeki kiralık bina bulunabilirliği	1	2	3	4	5	6
		Hedeflenen yerdeki mevcut binaların eğitim yapılarına dönüştürülmesi	1	2	3	4	5	6
		Yüksek sermaye ihtiyacı	1	2	3	4	5	6
		Kurumun imajı (markaya bağlılık)	1	2	3	4	5	6

6	Eğitim yatırımları üzerinde, rekabet araçlarının etkisini değerlendiriniz.	Eğitim bedeli (fiyatı)	1	2	3	4	5	6
		Kurumun marka değeri	1	2	3	4	5	6
		Eğitimin kalitesi (CIS Uluslararası okullar akreditasyonu)	1	2	3	4	5	6
		Kurumun sunduğu olanaklar (müfredat dışı faaliyetler)	1	2	3	4	5	6
		Kurumun başarı oranı (TEOG, YGS, LYS, ABITUR, PISA)	1	2	3	4	5	6
		Müşteri memnuniyeti	1	2	3	4	5	6
		Arsa sahibinin eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırıp kiraya vermesi	1	2	3	4	5	6
		Yatırımcının arsayı kiralayıp eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırması	1	2	3	4	5	6
		Yatırımcının arsayı satın alıp eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırması	1	2	3	4	5	6
		Eğitim yatırımının franchising (giderlerin tamamı yatırımcıya, gelirlerin bir kısmı eğitim kurumuna aittir) yöntemiyle yapılması	1	2	3	4	5	6
TEKNİK ANALİZ			Ölçeklendirme					
1	Yer seçimi kararında, arsanın konumu ve teknik özelliklerinin etkisini değerlendiriniz.	Arsanın lokasyonu (sağlık servislerine, alışveriş merkezine, şehir merkezine vb. olan uzaklığı)	1	2	3	4	5	6
		Arsanın topoğrafik özellikleri (eğim, arazi yüzey şekilleri vb.)	1	2	3	4	5	6
		Arsanın şekli	1	2	3	4	5	6
		Arsadaki mevcut alt yapı hizmetleri (su, elektrik, gaz, telefon, internet vb.)	1	2	3	4	5	6
2	Yer seçimi kararında, arsanın coğrafik (fiziksel) özelliklerinin etkisini değerlendiriniz.	Arsanın zemin yapısı (toprak cinsi, yer altı suları vb.)	1	2	3	4	5	6
		Arsanın deprem riski (fay hattı, deprem risk derecesi vb.)	1	2	3	4	5	6
		Arsanın imar hakları	1	2	3	4	5	6
3	Eğitim yatırımı kararında, gayrimenkulün tasarım ve yapım ölçütlerinin etkisini değerlendiriniz.	Mimar seçimi	1	2	3	4	5	6
		Yüklenici firmanın (müteahhit) seçimi	1	2	3	4	5	6
YASAL-YÖNETSEL ANALİZ			Ölçeklendirme					
1	Eğitim yatırımı kararında, yasal-yönetsel ölçütlerin etkisini değerlendiriniz.	MEB Özel Öğretim Kurumları Yönetmeliğindeki kurum binalarına ve türüne göre belirtilen şartlar	1	2	3	4	5	6
		MEB Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesindeki eğitim yapı standartları	1	2	3	4	5	6
		MEB Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesinde belirtilen araç gereç standartları	1	2	3	4	5	6
		Varsa mevcut yapı stokunun eğitim yatırımı dönüşümüne uygunluğu	1	2	3	4	5	6
		MEB Özel Eğitim Kurumu 'kurum açma izni' için gerekli şartlar	1	2	3	4	5	6

FİNANSAL ANALİZ			Ölçeklendirme					
1	Eğitim yatırımlarında, ilk yatırım maliyetinin yatırım kararına etkisini değerlendiriniz.	İlk yatırım maliyeti	1	2	3	4	5	6
		Satın alınacak/kiralanacak arsa bedeli	1	2	3	4	5	6
		İnşa edilecek/kiralanacak binanın m2 maliyeti	1	2	3	4	5	6
		Varsa eğitim yatırımının franchising giderleri	1	2	3	4	5	6
2	Eğitim yatırımlarında, maliyet analizinin yatırım kararına etkisini değerlendiriniz.	Beklenmeyen giderler	1	2	3	4	5	6
		Tahmini işletme gelirleri (eğitim, kıyafet, yemek, ulaşım vb.)	1	2	3	4	5	6
		Tahmini işletme giderleri (personel, enerji, bakım onarım vb.)	1	2	3	4	5	6
3	Eğitim yatırımlarında, finansal analizinin yatırım kararına etkisini değerlendiriniz.	Eğitim yatırımının tahmini öz kaynak/borç oranı	1	2	3	4	5	6
		Finansman kaynağı (banka, kredi veren kurumlar, güvence şirketleri vb.)	1	2	3	4	5	6
		Kredi geri ödeme süresi	1	2	3	4	5	6
		Anapara ve geri ödenecek faiz miktarı	1	2	3	4	5	6
		Varsa finansal kiralama ihtiyacı	1	2	3	4	5	6
		Eğitim yatırımının nakit akış tabloları	1	2	3	4	5	6
		Doluluk oranları	1	2	3	4	5	6
		Amortisman bedeli	1	2	3	4	5	6
		Kurumlar vergisi	1	2	3	4	5	6

3. Bölüm: Yatırımın Değerlendirilmesi

1. Yatırımınızın geri dönüş süresini hesaplıyor musunuz?
   ☐ Evet ☐ Hayır
   Evet ise ortalama süre kaç yıl lütfen belirtiniz. _____

2. Yatırımınızın karlılığını belirleyen unsurlar nelerdir?
   ☐ Banka Faiz Oranı ☐ Piyasa Risk Oranı
   ☐ Diğer (Lütfen Belirtiniz) _____

3. Yatırımlarınızda pazar analizi için aşağıdaki yöntemleri kullanıyor musunuz?
   Duyarlılık Analizi ☐ Evet ☐ Hayır
   Olasılık Analizi ☐ Evet ☐ Hayır
   Karar Ağacı Analizi ☐ Evet ☐ Hayır

4. Yatırımlarınızı ticari karlılık açısından hangi yöntemlerle değerlendiriyorsunuz?
   _____

EK-B

KATILIMCILARIN VERDİĞİ CEVAPLARA GÖRE HAZIRLANMIŞ TABLO

PAZAR, TEKNİK, YASAL-YÖNETSEL VE FİNANSAL ANALİZLER			EĞİTİM KURUMLARI									GAYRİMENKUL GELİŞTİRİCİLER				
			EĞİTİM KURUMLARININ GENEL TABLOSU	A OKULU	B OKULU	C OKULU	D OKULU	E OKULU	F OKULU	G OKULU	H OKULU	GAYRİMENKUL GELİŞTİRİCİLERİN GENEL TABLOSU	1 NOLU GAYRİMENKUL GELİŞTİRİCİ	2 NOLU GAYRİMENKUL GELİŞTİRİCİ	3 NOLU GAYRİMENKUL GELİŞTİRİCİ	4 NOLU GAYRİMENKUL GELİŞTİRİCİ
			1 Düşük 0 — 6 Yüksek 100													
Pazar Analizi (Devlet Politikaları)																
1	Devlet politikaları	Kamu tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği														
		Özel sektör tarafından yapılan eğitim yatırımlarının yeterliliği														
		Özelleştirme politikalarının eğitimin yatırımlarına katkısı														
2	Devlet tarafından verilen teşvik unsurları	KDV istisnası sağlanması														
		Gümrük vergisi muafiyeti														
		SGK prim desteği														
		Arazi tahsisi														
		Faiz oranı desteği														
		Gelir vergisi stopaj indirimi														
		Öğrenci Eğitim ve Öğretim Desteği														
Pazar Analizi (Talep ve Tüketici Analizi)																
3	Demografik ve Coğrafik Faktörler	Bölgedeki öğrenci nüfus yoğunluğu														
		Bölgedeki öğrenci yaş grubu dağılımı														
		Konut bölgesine yakınlığı														
		Bölgenin toplu ulaşım ağına yakınlığı														
4	Sosyo-Ekonomik Faktörler	Hedef kitlenin gelir düzeyi														
		Hedef kitlenin meslek dağılımı														
		Hedef kitlenin eğitim düzeyi														
		Hedef kitlenin siyasi görüşü														
		Hedef kitlenin satın alma gücü														
		Hedef bölgedeki konut fiyatları														
Pazar Analizi (Arz ve Rekabet Analizi)																
5	Pazar Yapısı	Yakın çevrede benzer nitelikte okullaşma sayısı														
		Yakın çevrede rakiplerin potansiyel okul açma ihtimali														
		İllerin gelişmişlik düzeyi														
		İl düzeyinde hedeflenen pazar payı														
		İl düzeyinde pazarın doygunluğu (özel okullaşmanın yüksek olması)														
		Hedeflenen yerdeki boş arazinin bulunabilirliği														
		Hedeflenen yerdeki kiralık bina bulunabilirliği														
		Hedeflenen yerdeki mevcut binaların eğitim yapılarına dönüştürülmesi														
		Yüksek sermaye ihtiyacı														
		Kurumun imajı (markaya bağlılık)														
6	Rekabet Araçları	Eğitim bedeli (fiyatı)														
		Kurumun marka değeri														
		Eğitimin kalitesi (CIS Uluslar arası okullar akreditasyonu)														
		Kurumun sunduğu olanaklar (müfredat dışı faaliyetler)														
		Kurumun başarı oranı (TEOG, YGS, LYS, ABITUR, PISA)														
		Müşteri memuniyeti														
		Arsa sahibinin eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırıp kiraya vermesi														
		Yatırımcının arsayı kiralayıp eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırması														
		Yatırımcının arsayı satın alıp eğitim yatırımı için gerekli binaları yaptırması														
		Eğitim yatırımının franchising yöntemiyle yapılması														
Teknik Analiz																
1	Arsanın Konumu ve Teknik Özellikleri	Arsanın lokasyonu (sağlık servislerine, alışveriş merkezine, şehir merkezine vb. olan uzaklılığı)														
		Arsanın topoğrafik özellikleri (eğim, arazi yüzey şekilleri vb.)														
		Arsanın şekli														
		Arsadaki mevcut alt yapı hizmetleri (su, elektrik, gaz, telefon, internet vb.)														
2	Arsanın Fiziksel Özellikleri	Arsanın zemin yapısı (toprak cinsi, yer altı suları vb.)														
		Arsanın deprem riski (fay hattı, deprem risk derecesi vb.)														
		Arsanın imar hakları														
3	Tasarım ve Yapım Ölçütleri	Mimar seçimi														
		Yüklenici firmanın (müteahhit) seçimi														
Yasal-Yönetsel Analiz																
1	Yasal-Yönetsel Ölçütler	MEB Özel Öğretim Kurumları Yönetmeliğindeki kurum binalarına ve türüne göre belirtilen şartlar														
		MEB Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesindeki eğitim yapı standartları														
		MEB Özel Öğretim Kurumları Standartlar Yönergesinde belirtilen araç gereç standartları														
		Varsa mevcut yapı stokunun eğitim yatırımı dönüşümüne uygunluğu														
		MEB Özel Eğitim Kurumu 'kurum açma izni' için gerekli şartlar														
Finansal Analiz																
1	İlk Yatırım Maliyeti	İlk yatırım maliyeti														
		Satın alınacak/kiralanacak arsa bedeli														
		İnşa edilecek/kiralanacak binanın m2 maliyeti														
		Varsa eğitim yatırımının franchising giderleri														
2	Maliyet Analizi	Beklenmeyen giderler														
		Tahmini işletme gelirleri (eğitim, kıyafet, yemek, ulaşım vb.)														
		Tahmini işletme giderleri (personel, enerji, bakım onarım vb.)														
3	Finansman ve Finansal Analiz	Eğitim yatırımının tahmini özkaynak/borç oranı														
		Finansman kaynağı (banka, kredi veren kurumlar, güvence şirketleri vb.)														
		Kredi geri ödeme süresi														
		Anapara ve geri ödenecek faiz miktarı														
		Varsa finansal kiralama ihtiyacı														
		Eğitim yatırımının nakit akış tabloları														
		Doluluk oranları														
		Amortisman bedeli														
		Kurumlar vergisi														

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Burcu ÜLKER
Doğum Tarihi ve Yeri : 08.07.1988 / Kayseri
Yabancı Dili : İngilizce
E-posta : bu.bulker@gmail.com

ÖĞRENİM DURUMU

Derece	Alan	Okul/Üniversite	Mezuniyet Yılı
Y. Lisans	Mimarlık	Yıldız Teknik Üniversitesi	2017
Lisans	Mimarlık	Erciyes Üniversitesi	2011
Lise	Fen	N.M. Küçükçalık Anadolu Lisesi	2006

İŞ TECRÜBESİ

Yıl	Firma/Kurum	Görevi
2012 – …….	Pro^GE Ticari Yapılar	Mimar
2011 – 2012	Karamercan Yapı ve Dekorasyon	Mimar

YAYINLARI

Bildiri

1. Köksal, A., Başdoğan, S., Ülker, B., (2016). “Gayrimenkul Geliştirme Açısından Eğitim Sektörü Yatırımlarının Değerlendirilmesi”, 4. Proje ve Yapım Yönetimi Kongresi Bildiriler Kitabı, Anadolu Üniversitesi, 3-5 Kasım 2016, Eskişehir, 942-953.