

**İSTANBUL TEKNİK ÜNİVERSİTESİ ★ FEN BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**

**GAYRİMENKUL YATIRIMLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE  
ATYRAU ŞEHİRİ DEĞERLENDİRMESİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**İnşaat Müh. Ali Hakan YILDIZCI**

**Anabilim Dalı: Disiplinler Arası**

**Programı: Gayrimenkul Geliştirme**

**OCAK 2007**

**GAYRİMENKUL YATIRIMLARINI ETKİLEYEN FAKTÖRLER VE  
ATYRAU ŞEHİRİ DEĞERLENDİRMESİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ  
İnşaat Müh. Ali Hakan YILDIZCI  
(516031001)**

**Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 25 Aralık 2006**

**Tezin Savunulduğu Tarih : 29 Ocak 2007**

**Tez Danışmanı : Yrd.Doç.Dr. Azime TEZER**

**Diğer Jüri Üyeleri : Prof.Dr. Vedia DÖKMECİ**

**Prof.Dr. Şule ÖZÜEKREN**

**OCAK 2007**

## İÇİNDEKİLER

<b>TABLO LİSTESİ</b>	<b>3</b>
<b>ŞEKİL LİSTESİ</b>	<b>4</b>
<b>ÖZET</b>	<b>6</b>
<b>SUMMARY</b>	<b>7</b>
<b>1. GİRİŞ</b>	<b>1</b>
1.1 Problemin Tanımlanması	1
1.2 Çalışmanın Amacı	1
1.3 Çalışmada İzlenen Yol	1
<b>2. GAYRİMENKUL GELİŞTİRME SÜRECİ VE BİLEŞENLERİ</b>	<b>3</b>
2.1 Gayrimenkul Geliştirme	3
2.2 Gayrimenkul Geliştirme Sürecinde Yer Alan Unsurlar	4
2.3 Gayrimenkul Geliştirme Modeli	6
<b>3. DÜNYADA GAYRİMENKUL YATIRIMLARINA GENEL BAKIŞ</b>	<b>11</b>
3.1 Gayrimenkul Yatırımları ve Trendler	11
3.1.1 Avrupa	14
3.1.2 Asya-Pasifik	16
3.1.3 Kuzey Amerika	18
3.2 Gayrimenkul Yatırım Stratejilerinin Değerlendirilmesi	19
3.2.1 Çekirdek (Core)	19
3.2.2 Katma Değer (Value-added)	20
3.2.3 Fırsatçı (Opportunist)	20
3.3 Gayrimenkul Yatırımlarını Etkileyen Temel Faktörler	23
3.3.1 Ekonomik / Coğrafi	26
3.3.2 İdari / Politik	28
3.3.3 Sosyal / Demografik	30
3.3.4 Yapısal	30
3.3.5 Küresel	32
3.4 Faktörlerin Farklı Ülke/Şehir Örneklerine Göre Analizi	34
3.4.1 Rusya / Moskova	35
3.4.2 Türkiye / İstanbul	48
<b>4. ATYRAU ŞEHRİNDE GAYRİMENKUL YATIRIMLARINI ETKİLEYECEK FAKTÖRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ</b>	<b>59</b>
4.1 Atyrau Şehri	59
4.2 Faktörlere Göre Değerlendirme	60
<b>5. SONUÇ</b>	<b>69</b>
<b>KAYNAKLAR</b>	<b>72</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ</b>	<b>75</b>

## TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
<b>Tablo 3.2.1</b>	Bölgelere Göre Uygulanacak Yatırım Stratejileri..... 22
<b>Tablo 3.3.1</b>	Gayrimenkul Yatırımlarını Etkileyen Başlıca Faktörlerin Farklı Kaynaklara Göre Karşılaştırılması..... 23
<b>Tablo 3.4.1.1</b>	Rusya, Moskova Nüfus Değişim Tablosu..... 40
<b>Tablo 3.4.1.2</b>	Moskova Değerlendirme Tablosu..... 47
<b>Tablo 3.4.2.1</b>	Türkiye, İstanbul Nüfus Değişim Tablosu..... 52
<b>Tablo 3.4.2.2</b>	İstanbul Değerlendirme Tablosu..... 58
<b>Tablo 4.2.1</b>	Kazakistan, Atyrau Nüfus Değişim Tablosu..... 63
<b>Tablo 4.2.2</b>	Atyrau Değerlendirme Tablosu..... 68

## ŞEKİL LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Şekil 2.2.1 : Gayrimenkul Geliştirme Süreci Unsurları.....	4
Şekil 2.2.2 : Tasarım/Yapım Ekibini Oluşturan Elemanlar.....	5
Şekil 2.2.3 : Gayrimenkul Servis Firmalarını Oluşturan Elemanlar.....	6
Şekil 2.3.1 : Gayrimenkul Geliştirme Süreci.....	7
Şekil 2.3.2 : Karar Alma Süreci.....	8
Şekil 2.3.3 : Gayrimenkul Geliştirme Süreci Örneği.....	10
Şekil 3.1.1 : Uluslararası Gayrimenkul Yatırımcılarının 2005 Yılı Yatırım Dağılışı.....	11
Şekil 3.1.2 : Avrupa Bölgesi'ne Yatırım Yapan Ülkeler / 2005.....	14
Şekil 3.1.3 : Asya-Pasifik Bölgesi'ne Yatırım Yapan Ülkeler / 2005.....	16
Şekil 3.1.4 : Kuzey Amerika Bölgesi'ne Yatırım Yapan Ülkeler / 2005.....	18
Şekil 3.2.1 : Yatırım Stratejileri Getiri/Risk Karşılaştırması.....	21
Şekil 3.2.2 : Ekonomik Yapı Değişimine Göre Uygulanacak Yatırım Stratejileri.....	21
Şekil 3.3.1 : Gayrimenkul Yatırımlarını Etkileyen Temel Faktörler.....	24
Şekil 3.3.2 : Gayrimenkul Yatırımlarını Etkileyen Faktörler.....	25
Şekil 3.4 : Doğu Avrupa-Orta Asya'da İncelenen Şehirlerin Konumları.....	34
Şekil 3.4.1 : Rusya Federasyonu.....	35
Şekil 3.4.1.1 : Gayrisafi Yurt içi Hasıla Değişimi.....	36
Şekil 3.4.1.2 : Enflasyon Değişimi.....	36
Şekil 3.4.1.3 : Depolama Alanı Stoğu.....	37
Şekil 3.4.1.4 : Doğrudan Yapılan Yabancı Yatırım Miktarı.....	38
Şekil 3.4.1.5 : Rusya ve Moskova Nüfus Değişim Oranları Dağılımı.....	40
Şekil 3.4.1.6 : Alışveriş Merkezi Stoğu.....	41
Şekil 3.4.1.7 : Alışveriş Merkezi Boşluk Oranı.....	42
Şekil 3.4.1.8 : Alışveriş Merkezi Kira Değeri.....	41
Şekil 3.4.1.9 : Alışveriş Merkezi Dağılımı.....	43
Şekil 3.4.1.10 : Ofis Stoğu.....	44
Şekil 3.4.1.11 : Ofis Boşluk Oranı.....	45
Şekil 3.4.1.12 : Ofis Kira Değeri.....	45
Şekil 3.4.2 : Türkiye.....	48
Şekil 3.4.2.1 : Gayrisafi Yurt içi Hasıla Değişimi.....	48
Şekil 3.4.2.2 : Enflasyon Değişimi.....	49
Şekil 3.4.2.3 : Depolama Alanı Stoğu.....	50
Şekil 3.4.2.4 : Doğrudan Yapılan Yabancı Yatırım Miktarı.....	51
Şekil 3.4.2.5 : Türkiye ve İstanbul Nüfus Değişim Oranları Dağılımı.....	53
Şekil 3.4.2.6 : Alışveriş Merkezi Stoğu.....	53
Şekil 3.4.2.7 : Alışveriş Merkezi Boşluk Oranı.....	54
Şekil 3.4.2.8 : Alışveriş Merkezi Kira Değeri.....	54
Şekil 3.4.2.9 : Alışveriş Merkezi Dağılımı.....	55
Şekil 3.4.2.10 : Ofis Stoğu.....	56
Şekil 3.4.2.11 : Ofis Kira Değeri.....	56
Şekil 4.1.1 : Kazakistan.....	59
Şekil 4.2.1 : Gayrisafi Yurt içi Hasıla Değişimi.....	60
Şekil 4.2.2 : Enflasyon Değişimi.....	60
Şekil 4.2.3 : Depolama Alanı Stoğu.....	61

<b>Şekil 4.2.4</b>	<b>: Doğrudan Yapılan Yabancı Yatırım Miktarı.....</b>	<b>62</b>
<b>Şekil 4.2.5</b>	<b>: Kazakistan ve Atyrau Nüfus Değişim Oranları .....</b>	<b>63</b>
<b>Şekil 4.2.6</b>	<b>: Alışveriş Merkezi Stoğu.....</b>	<b>63</b>
<b>Şekil 4.2.7</b>	<b>: Alışveriş Merkezi Boşluk Oranı.....</b>	<b>64</b>
<b>Şekil 4.2.8</b>	<b>: Alışveriş Merkezi Kira Değeri.....</b>	<b>64</b>
<b>Şekil 4.2.9</b>	<b>: Alışveriş Merkezi Dağılımı.....</b>	<b>65</b>
<b>Şekil 4.2.10</b>	<b>: Ofis Stoğu.....</b>	<b>65</b>
<b>Şekil 4.2.11</b>	<b>: Ofis Boşluk Oranı.....</b>	<b>66</b>
<b>Şekil 4.2.12</b>	<b>: Ofis Kira Değeri.....</b>	<b>67</b>
<b>Şekil 5.1</b>	<b>: Faktör Karşılaştırma Sonuç Tablosu.....</b>	<b>69</b>

## ÖZET

Gayrimenkul uzun yıllardan beri Türkiye’de ve dünyanın gelişmekte olan birçok ülkesinde en güvenilir yatırım aracı olarak algılanmıştır. Alternatif yatırım araçlarının geliştiği ülkelerde ise gayrimenkulü çekici kılan en temel özelliği daha düşük risk ile yüksek getiri sağlayabilmesidir, ancak bu durum yatırımın özelliklerine göre değişebilmektedir.

Gayrimenkul, boyutu, kapsamı, yatırım miktarına ve yatırımı yapan kişi ya da kuruluşa göre değişkenlik gösterse de amaç orta ve uzun vadede düşük risk ile yüksek getiri sağlamaktadır. Geliştirme süreci ve ortaya konulan ürün bakımından farklılık gösteren konut, alışveriş merkezi, endüstriyel tesis, iş merkezi gibi gayrimenkul projeleri büyük miktarda sermaye sahibi olan gerçek ve tüzel kişiler için önemli bir yatırım aracıdır. Bu tür projeleri ortaya koyabilecek yapıya sahip kişi ve kuruluşların sayısının sınırlı olması, dikkatli, detaylı ve geniş kapsamlı çalışma gerektirmesi nedeniyle bu tür yatırımların getirisi diğer yatırım araçlarına göre nispeten daha yüksek olmaktadır. Tek bir amaca yönelik yatırımlar ya da birden çok amaç için planlanmış yatırımlar temelde yatırımcının hedeflediği getiriyi sağlaması ve kullanıcının da ihtiyaçlarını karşılayacak bir ürüne sahip olması ana unsurlarını içerirler. Kullanıcı talebine uygun ve piyasa şartlarına göre fiyatlandırılan ürünün ekonomik değeri ve ömrü bu nedenle daha fazla olacaktır.

Bu çalışma 2 farklı özellikteki şehrin incelenmesi ve bu incelemelerden elde edilen faktörlerin diğer şehir için geçerli olup olmadığını test etmiş, elde edilen sonuç ışığında ise Atyrau şehrinde yapılabilecek bir gayrimenkul yatırımı için öneri getirmiştir. Gayrimenkul yatırımlarını etkileyen faktörlerin 5 ana başlık altında toplanabileceği görülmüştür, bunlar; ekonomik/coğrafi, idari/politik, sosyal/demografik, yapısal ve küresel faktörlerdir.

Doğru zamanda, doğru yerde doğru ürüne yatırım yapmak ancak bu faktörlerin dikkatlice incelenmesi ve projenin buna göre yapılması ya da yeniden düzenlenmesi sayesinde mümkün olacaktır.

## **SUMMARY**

Real estate has been perceived as the most reliable means of investment for many years in Turkey as well as in many developing countries in the world. On the other hand, in the countries with a broader range of alternative investment means, the most important reason for real estate preference is higher earning yield in return of a lower rate of risk though changing according to the characteristics of the investment.

The purpose in real estate –while varying according to its size, scope, amount of investment and investor person/organization- is earning higher yield in the long run in return of a lower rate of risk. Real estate projects like residential estate, shopping mall, industrial facility, business centre which differ according to development process and output are important means of investment for real and legal persons with high capitals. Due to the fact that the number of these investors (either persons or organizations) is rather limited and that these investments require diligent, detailed and comprehensive works, the earning yields are higher when compared to other investment means. The main characteristics of single or multi-purpose investments are basically their endurance for obtaining the target yield and their serving to client satisfaction. The economical value of the product which satisfies the client needs and which is priced according to market conditions will therefore be higher along with a longer life-span.

This study is based on the analysis of 2 provinces different in character and it tested whether the factors determined from this analysis are also valid for the third province. In the light of the findings, a real estate investment has been proposed in Atyrau province. The factors affecting real estate investments can basically be categorized through a five-fold classification as; economical/geographic, administrative/political, social/demographic, structural and global factors.

Investment to the right product at the right place in the right time will only be possible after a rigorous review of these factors and developing or re-organizing the Project on the basis of these factors.



## **1. GİRİŞ**

### **1.1 Problemin Tanımlanması**

Gayrimenkul yatırımları genelde yatırımcı tarafından potansiyel talebin diğer anlamda piyasada eksik olan ya da yetersiz olan ürünü fark etmesi ile başlayan bir süreçtir. Yatırım, yeni bir projenin inşa edilmesi, mevcut bir projenin yeniden düzenlenmesi ya da sadece satın alma olarak gerçekleşmekte, son yıllarda ise artan rekabet koşulları nedeniyle çeşitlenen ve farklılaşan bir çok şekilde karşımıza çıkmaktadır. Dünyanın birçok farklı bölgesinde yapılması planlanan gayrimenkul yatırımlarının gerçekleşmesinde etkili olan faktörlerin bilinmesi ve yatırım stratejilerinin bu faktörlere bağlı olarak geliştirilmesi yatırımdan hedeflenen getirinin elde edilmesi sürecinin temeli ve en önemli aşamasıdır.

### **1.2 Çalışmanın Amacı**

Gayrimenkul yatırımlarını etkileyen temel öğelerin belirlenmesi ve hangi parametrelere bağlı olarak değiştiğinin incelenmesi, elde edilen sonuçlar ışığında Kazakistan'ın petrol başkenti olarak bilinen ve 1991 yılında ülkenin bağımsızlığını elde etmesinden günümüze kadar olan dönemde çok hızlı değişim gösteren Atyrau şehri örneği üzerinde mevcut yatırımların değerlendirilmesi ve yeni yatırımlar için öneriler ortaya konulması amaç edinilmiştir.

### **1.3 Çalışmada İzlenen Yol**

Çalışmada gayrimenkul yatırımları ile ilgili temel kavram ve açıklamalar verilmiş sonrasında gayrimenkul yatırımlarına genel bakış kapsamında dünya genelindeki yatırım trendleri, yatırım kararı alınması ve yatırımları etkileyen başlıca faktörlerin farklı kaynaklara göre neler olduğu açıklanmıştır. Faktörlerin etkilerinin daha net bir şekilde görülmesi için Atyrau ile birlikte son yıllarda yatırımcı ilgisinin yoğun olarak görüldüğü İstanbul ve Moskova şehirleri incelenmiş, faktörlerin, geçerliliği, değişkenliği ve yapısı hakkında değerlendirme yapılmıştır. İstanbul ve Moskova

örneklerinin seçilmesindeki başlıca neden bölgede gayrimenkul yatırımları ve yatırımcılar ile ilgili düzenli, güvenilir ve de en önemlisi ulaşılabilir kaynaklara sahip olmalarıdır, her iki şehrin de Atyrau'dan çok büyük olmasına rağmen üç şehirde de hızla gelişen gayrimenkul yatırımları ortak noktalarıdır. Coğrafi konum açısından da birbirlerine yakın olan inceleme konusu şehirler kendilerine özgü ve yatırımcıyı çeken yapıları nedeniyle de benzerlik göstermektedirler.

Faktörlerinin örnek şehirler üzerindeki etkilerinin karşılaştırılması ve değerlendirmesi sonrasında elde edilen sonuçlar ile Atyrau şehrinde gelecekte yapılacak yatırımları için öneriler sunulmuş, uygulanması gereken yatırım stratejileri ve en uygun yatırım alanları belirtilmiştir.

## 2. GAYRİMENKUL GELİŞTİRME SÜRECİ VE BİLEŞENLERİ

### 2.1 Gayrimenkul Geliştirme

Gayrimenkul geliştirme, rekabetçi ve hızla değişen ekonomik şartlar altında ihtiyaç duyulan arazilerin bulunması, alt yapısının geliştirilmesi, bina yapımı, pazarlanması, yönetimi ve daha birçok aktiviteyi bünyesinde barındıran bir süreçtir. Diğer bir anlamda insanların yaşadığı çevreyi şekillendiren, politik, ekonomik, sosyal, yasal ve fiziksel birçok bileşene bağlı organik ve döngüsel yapı gösterir. Bir çok parametreye bağlı olması nedeniyle oldukça detaylı ve dikkatli bir takım çalışması gerektirmektedir. Genelde takımı oluşturan elemanlar farklı disiplinlerden farklı tecrübeleri bir araya getirecek şekilde seçilirler. Bu sayede ortaya konulacak ürünün rekabet edebilirliğinin artması ve ekonomik ömrünün uzaması sağlanır (**Gülsün, 2002; Kodal, 2003; <http://www.wikipedia.org/wiki>**).

Gayrimenkul geliştirme süreci kapsamındaki işlerin genel koordinatörlüğünü yapan, fikirleri kağıt üzerine aktarabilen ve sonrasında gerçek birer varlık haline getiren kişi ya da kişiler topluluğuna gayrimenkul geliştirici denmektedir. Gayrimenkul geliştirme sürecinin başından sonuna kadar üretir, tasarlar, kaynak bulur ve sürecin doğru bir şekilde ilerlemesini sağlamak için gerekli olan düzenlemeleri yapar. Yeni bir ürünün ortaya konulması ya da mevcut bir yapının yenilenmesi işinde en büyük riski ve bunun karşılığında en büyük kazancı sağlar. En basit anlamda gayrimenkul geliştirici bir toprak parçası satın alır, hedef kitlesini belirler, iş programı ve dizaynı yapar, gerekli yasal izinleri ve finansal kaynağı sağlar, yapıyı inşa eder, kiraya verir, işletir ve en sonunda satar (**Peiser&Anne, 2003; Kodal, 2003; <http://www.wikipedia.org/wiki>; <http://www.propertydeveloper.us>**).

Birçok gayrimenkul geliştirici bu alana başka alanlardan geçiş yapar, son yıllarda bu alanda eğitim veren programların artmasına rağmen özellikle bu alanda kendini yetiştirmiş kişilerin sayısı çok da fazla değildir.

Mühendislik, mimarlık, hukuk ve işletme alanlarında eğitim almış olan kişiler, giderek gelişmekte olan bu sektörde yakaladıkları fırsatları değerlendirerek ile bu alanda kariyerlerine devam ederler. Finans bilgisi gayrimenkul geliştirme için en

önemli unsur olmasına rağmen gayrimenkul geliştiricilerin daha çok mühendislik ve mimarlık eğitimi almış olan kişiler arasından çıktığı görülmektedir. Mühendislik/mimarlık eğitimine ek olarak yapılan yüksek lisans ile genelde finansal bilgi eksikliği kapatılmaya çalışılmaktadır (<http://www.wikipedia.org/wiki>; <http://www.propertydeveloper.us>).

## 2.2 Gayrimenkul Geliştirme Sürecinde Yer Alan Unsurlar

Gayrimenkul geliştirme sürecinde ürünün ortaya konulması, işletilmesi ve satılması aşamalarında birçok farklı disiplinden ayrı uzmanlıklara sahip kişiler ya da kurumlar birlikte çalışmaktadır. Bu sonuçta elde edilecek ürünün kalitesi ve başarısı için bir anlamda zorunludur. Farklı disiplin ve yapıdaki kişilerin birlikte çalışması koordinasyon gerektiren ve birbirini etkileyen dinamik bir süreci kapsar. Bu süreci yöneten gayrimenkul geliştirici dışında kalan elemanlar genelde konularında uzman ve yeterli bilgi donanımına sahip danışmanlık, mühendislik-mimarlık ve servis şirketleridir.

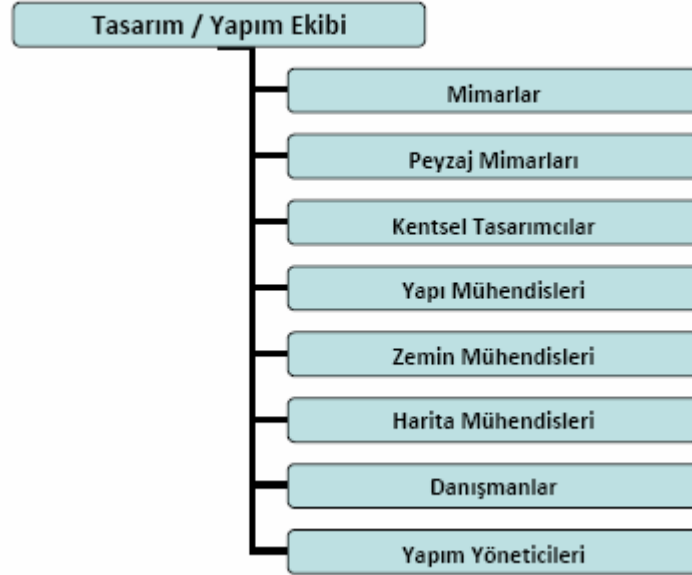
Aşağıda verilen şekilde ürünün ortaya konulması için birlikte çalışan unsurlar gösterilmektedir (Peiser&Anne, 2003; Gülsün, 2002; Kodal, 2003) .



Şekil 2.2.1 : Gayrimenkul Geliştirme Süreci Unsurları (Kodal, 2003)

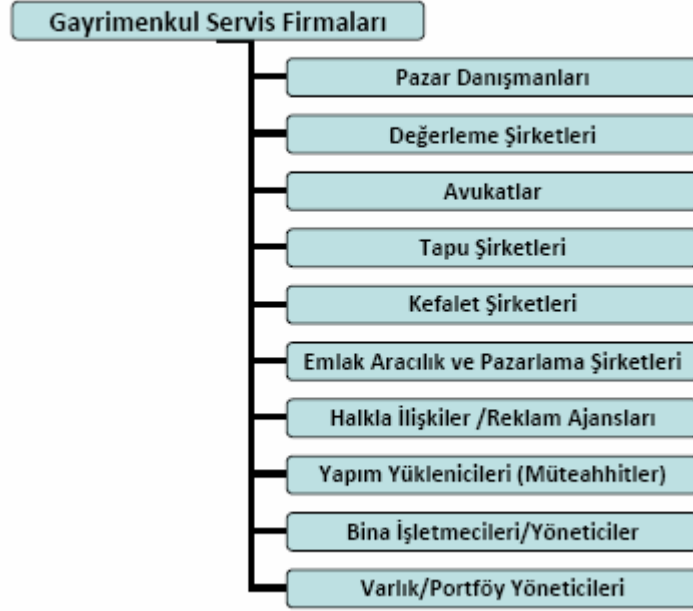
Gayrimenkul geliştirici yönetimindeki projeye farklı aşamalarda dahil olan ve birlikte çalışan unsurların görevleri çoğu zaman birbirlerine paralel ve örtüşen yapıdadır. Tasarım/Yapım ekibinin çalışması ise başlayan süreç Gayrimenkul Servis firmalarının desteğiyle devam eder, bu iki unsurun geliştirici yönetimde yaptığı çalışmanın sonucu ise Finansörlerin desteği sayesinde uygulamaya konulur. Ürünün istenilen şekilde ve hedeflenen zamanda tamamlanması için gayrimenkul geliştiriciye en büyük katkıyı proje yönetim şirketleri yapmaktadır. Proje yönetim şirketinin rolü teknik uzmanlık gerektiren uygulamaların kontrolü, belirlenen bütçenin aşılmaması ve işin zamanında bitirilmesi olarak özetlenebilir, bu rol projenin yapısına bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir. Ürünün geliştiricinin hedefine bağlı olarak işletilmesi ya da satılması aşamasına kadar bu unsurlar bir arada çalışmaya devam eder (Gülsün, 2002; Kodal, 2003; <http://www.wikipedia.org/wiki>) .

Tasarım/Yapım ekibi, arazi analizi ve planlamadan, bina tasarımı ve yapım yönetimine kadar çeşitlilik gösteren birçok alanda hizmet vermektedir. Projenin toplam maliyetinin büyük bir kısmını bu ekiplerin gerçekleştirdiği ve yönettiği işler oluşturmaktadır. Ekibi oluşturan elemanlar aşağıdaki şekilde verilmiştir.(Kodal, 2003)



**Şekil 2.2.2 : Tasarım Yapım Ekibini Oluşturan Elemanlar (Kodal, 2003)**

Gayrimenkul servis firmaları fizibilite analizi, değerleme raporları, hukuki problemlerin çözümü, tapu işlemlerinin yapılması, ürünün satış ve pazarlanması, işletilmesi gibi çok geniş bir alanda hizmet sağlamaktadırlar. Servis firmalarını oluşturan elemanlar aşağıdaki şekilde verilmiştir (Kodal, 2003) .



Şekil 2.2.3 : Gayrimenkul Servis Firmalarını Oluşturan Elemanlar (Kodal, 2003)

### 2.3 Gayrimenkul Geliştirme Modeli

Gayrimenkul geliştirmenin temelinde ilk ve en önemli unsur nakit akışıdır. Taşınmaz doğası gereği anında nakde çevrilebilir özellikte olmayan pahalı bir kıymettir. Satın almak için yüklü miktarda para gerektirmekte ve satmak istenildiğinde bazen zorluklarla karşılaşmaktadır. Geliştirme süreci içinde geliştiricinin yaptığı ana masraflar ve satın aldığı hizmetleri kapsayan yan masraflar bulunmaktadır. Yapılan masraflar, geliştirme sürecinin uzun olması, yatırımın getirisinin uzun vadede alınması gayrimenkul geliştirmeyi riskli kılan unsurlardır. Çoğu zaman gayrimenkul geliştirme riski yönetmekle aynı anlama gelmektedir.

Riskin büyüklüğü ve yatırım için gerekli para miktarı dikkate alındığında bu projelerin büyük finansal kuruluşlar tarafından desteklenmesi gerektiği görülmektedir. Uygun finansal desteğin sağlanması durumunda ise gayrimenkul geliştirici tahmini kazanç miktarını arttırabilmektedir. Gayrimenkul projeleri

başlangıçta kullanılan nakit miktarının minimum seviyede olması ve projenin kısa sürede pozitif nakit akışı geçmesine bağlı olarak karlılık seviyesi de artmaktadır (Peiser&Anne, 2003; Geltner & Miller, 2001; <http://www.wikipedia.org/wiki>) .

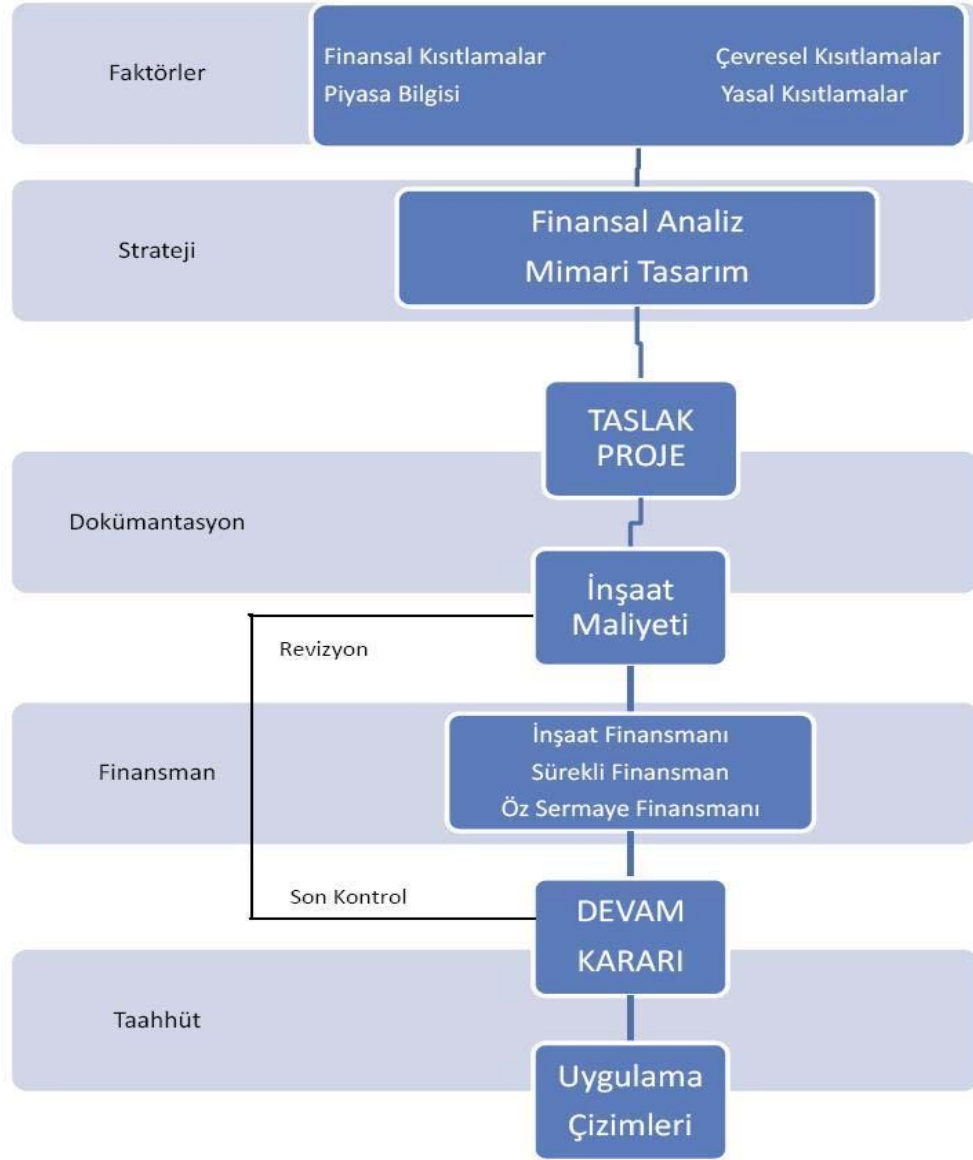
Gayrimenkulün geliştirmede izlenen yol projenin yapısına, geliştiricinin beklentilerine ve diğer birçok unsura bağlı olarak değişse de genelde aşağıdaki verilen şekilde de görüldüğü üzere 6 temel aşamadan oluşmaktadır (Peiser&Anne, 2003; Gülsün, 2002; <http://www.wikipedia.org/wiki>);



**Şekil 2.3.1 : Gayrimenkul Geliştirme Süreci**

Geliştiricinin bilgi ve tecrübesine bağlı olarak mevcut gayrimenkul piyasasında gördüğü fırsatı değerlendirmek ve bundan gelir sağlamak amacıyla projenin inşa edilmesi için bir arsa seçilmesi ile gayrimenkul süreci başlar. Arsanın fiziki ve hukuki açıdan kısıtlamaları incelenir, bu işleme paralel olarak ön dizayn ile projenin inceleme konusu arsa üzerindeki kısıtlamalara bağlı olarak finansal getirisi kontrol edilir.

Finansal hesaplarda kullanılan bilgiler mevcut piyasa koşullarını yansıtan ve her yönüyle hedeflenen nicelik ve nitelikteki ürün ile ilgili detayları, muhtemel rakipleri içeren bir piyasa araştırma raporundan elde edilir. Ayrıca seçilen arsanın satış bedelinin gerçekçi olup olmadığı da bağımsız uzmanlar tarafından yapılan değerlendirme çalışması ile kontrol edilir (Peiser&Anne, 2003; Gülsün, 2002; Yılmaz, 2006; Kodal, 2003) .



Şekil 2.3.2 : Karar Alma Süreci (Peiser&Anne, 2003)



Yukarıda verilen şema birçok gayrimenkul geliştirme projesi için geçerli olan karar alma sürecini özetlemektedir. Bu aşamalardan herhangi birinde geliştiricinin olumsuz bir sonuçla karşılaşması sonuçta alınacak projenin geliştirilmesi kararını doğrudan etkilemektedir.

Yapılan kaba finansal hesaplamalar sonucunda geliştirici projenin başarılı olabileceğini gördüğü takdirde bir sonraki aşamaya geçer. Bunun aksi bir durum söz konusu olduğunda ise başka bir arsa aranmaya başlanır ya da arsa konum olarak çok iyi bir yerde ise projenin yapısında değişikliğe gidilebilir, en son seçenek ise bu projeden tamamen vazgeçmektir.

Kaba finansal hesaplar doğrultusunda projenin yapılmasına karar verildiği takdirde ise taslak halinde olan projenin detaylı şekilde mimari çizimler yapılmaya başlanır buna paralel olarak yapısal ve diğer hesaplara geçilir. Projenin tipine göre bu aşamada eğer ofis ya da alışveriş merkezi ise pazarlama çalışmalarına başlanabilir **(Peiser&Anne, 2003; Yılmaz, 2006)**.

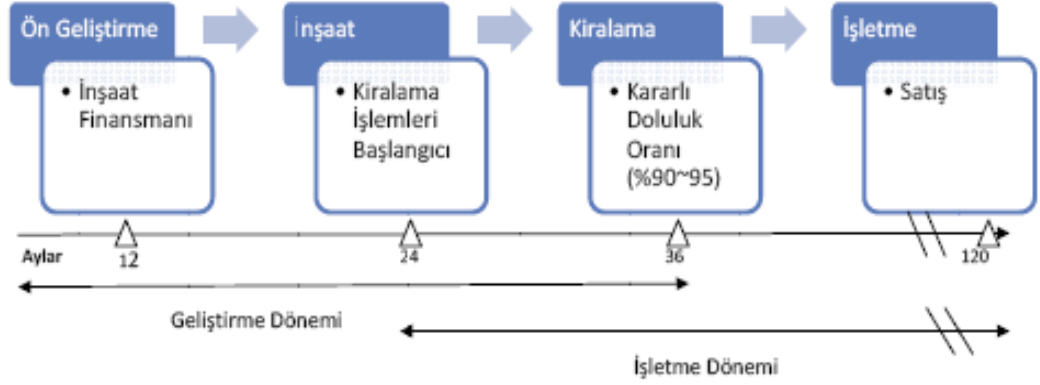
Detaylı olarak yapılan tasarımın ardından kesin finansal hesaplamalar yapılarak projenin nakit akışı, karı, getiri oranı gibi unsurları hesaplanır. Sonrasında bu bilgiler ve projeye ait diğer bilgiler ile projenin finansman ihtiyacının karşılanacağı yatırımcı ya da kredi sağlayan kuruluşlarla görüşmeler yapılarak, projenin yapısına en uygun olan finansman sağlayıcısı ile anlaşılır **(Esquivel, 2006; Yılmaz, 2006)**.

Gerekli bileşenlerin bir araya gelmesinden sonra projeyi istenilen sürede hedeflenen kalitede bitirebilecek bir inşaat firması tarafından projeye başlanır. Bu aşamada dizayn ekibi de yer alır ve ürünün son halinin nasıl olacağı konusunda geliştiricinin kontrolünde proje yönetim firması ile birlikte çalışırlar.

Projenin yapısına bağlı olarak inşaat öncesi ya da inşaat işleri başladıktan sonra hedef kitleye en uygun yöntemler kullanılarak ulaşılır ve ürünün finansal hesaplarda öngörüldüğü şekilde nakit akışını sağlaması hedeflenir. Erken ve uzun vadeli yapılan kira sözleşmeleri ya da satış projeye finansman sağlanması aşamasında oldukça olumlu etkiye bulunur.

Geliştiricinin hedefleri doğrultusunda inşaat tamamlandıktan sonra ürün belirli bir süre geliştirici tarafından işletilebilir ya da uygun bir yatırımcı bulunması durumunda tamamen satışı söz konusu olabilir. Konut projelerinde ise finansal hesaplar satış temeline dayandığı için geliştiricinin tüm üniteler satıldıktan sonra proje ile bağlantısı kalmaz **(Peiser&Anne, 2003; Kodal, 2003)**.

Aşağıda verilen çizimde ise küçük boyutlu bir ofis binasının geliştirilmesinde yer alan unsurların kronolojik sırası örnek olarak verilmiştir. Geliştirme süresi arsanın satın alınması ile başlayıp ofislerin kiraya verilmesine kadar geçen 36 aydan oluşmaktadır. Geliştirme dönemi başlıca piyasa riskleri olan finansman, inşaat ve pazarlama unsurlarını kapsamaktadır (Peiser&Anne, 2003) .



Şekil 2.3.3 : Gayrimenkul Geliştirme Süreci Örneği (Peiser&Anne, 2003)

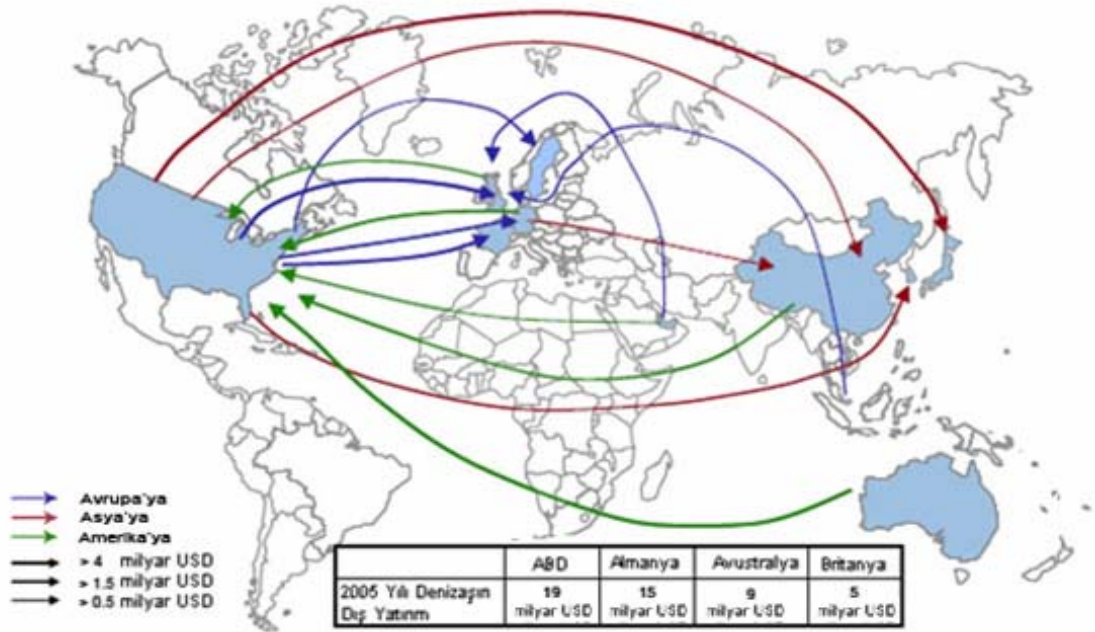
Geliştirmenin 6 aşamasının 4'ü geliştirme öncesi dönem içinde gerçekleştirilir: fizibilite çalışması, dizayn, finansman bulunması, pazarlama. Genelde hiç bir geliştirici hedefledikleri projeyi buldukları arsa üzerinde gerekli izinleri ve kaynakları sağladığından emin olmadan arsa satın alma işlemini tamamlamaz. Bu nedenle geliştirme öncesi dönem temel olarak geliştiricinin ileriye doğru adım atmadan önce kendisinden ve projenin geleceğinden emin olmasına yardımcı olan dönemdir.

Bu altı aşama kendi aralarında gerçekleşme zamanı dikkate alındığında örtüşen aşamaları içermektedir. Geliştirme öncesi dönem muhtemel projenin gerçekleştirileceği arsanın bulunması ile başlar ve inşaat işlerinin başlamasına kadar olan süreyi kapsar. Her ne kadar örnekte yer alan bu dönem 12 ay olarak gösterilmiş olsa da 4-6 ay arası bir sürede geliştiriciye arsanın satın alınmasından hemen sonra inşaat işlerine başlamasını sağlayacak şekilde yapılması mümkündür. Tecrübeli geliştiriciler için bu dönem genelde kısadır. Geliştirme öncesi bu dönemin uzaması masrafların artması ve daha büyük risklerin ortaya çıkmasına neden olur (Peiser&Anne, 2003; Kodal, 2003) .

### 3. DÜNYADA GAYRİMENKUL YATIRIMLARINA GENEL BAKIŞ

#### 3.1 Gayrimenkul Yatırımları ve Trendler

Son 10 yıl içerisinde Avrupa ve Asya’da yaşanan ekonomik ve politik gelişmelerin de katkısıyla, dünya genelinde gayrimenkule olan ilgi artmıştır. Bu ilginin en temel sebebi gayrimenkule yapılan yatırımların yüksek performans göstermesi ve diğer yatırım araçlarına göre daha fazla kazanç sağlamasıdır. Bu hareketli ve pozitif dönem, özellikle birbirlerine sınırı olan ülkeler için faydalı olmuş, komşu ülkelerde yapmış oldukları yatırım miktarlarında kayda değer artış görülmüştür. Özellikle Almanya’nın Doğu Avrupa ülkelerine yapmış olduğu yatırımlar ve Çin’e Güney Kore, Hong Kong ve Singapur tarafından yapılan yatırımlar en dikkate değer olanlarıdır (ULI, 2005; ULI, 2006a; ULI, 2006b; ULI, 2006c; RREEF, 2006a; CBRE, 2005).



Şekil 3.1.1 : Uluslararası Gayrimenkul Yatırımcılarının 2005 Yılı Yatırım Dağılışı (RREEF, 2006a)

Dünya genelinde yapmış oldukları toplam yatırım miktarları dikkate alındığında gayrimenkul piyasasının başlıca yatırımcı ülkeleri olarak karşımıza çıkan Kanada, Almanya, İrlanda, Hollanda ve A.B.D. geride kalan dönem içerisinde yeni ülkelerin de katılımıyla zorlu rakipler edinmişlerdir. İskandinav ve Orta Doğu ülkeleri,

Avustralya, Hong Kong, Japonya, Güney Kore, İspanya ve Britanya gayrimenkul piyasasındaki bu olumlu gidişi değerlendirmek için dünya genelinde yatırımlarını arttıran ülkelerdendir. 2005 yılında gerçekleşen yatırım miktarlarına bakıldığında Asya Pasifik bölgesine yatırım yapan ülkelerin başında A.B.D. ve Almanya'nın geldiği, Avustralya'nın ise ağırlıklı olarak yatırımlarını A.B.D ve Britanya'da yaptığı ancak yatırımcılar tarafından ilgi görmediği anlaşılmaktadır (**RREEF, 2006a**) . Yeni yatırımcı ülkelerin gayrimenkul piyasasına girmesi ve daha sıkı bir rekabet ortamının oluşması nedeniyle, dünya genelinde gayrimenkul fiyatları üzerinde oldukça sert etkileri olmuş, iyi konumda ve yüksek kalitede olan gayrimenkullerin fiyatları hızla artmış diğer, yandan yatırımcıların hedefledikleri getiri oranlarında düşüş gerçekleşmiştir (**RREEF, 2006a; ULI, 2006c**) .

Son 5 yıllık ortalama getiri oranlarına bakıldığında dünya genelinde gayrimenkule yapılan direkt ve dolaylı yatırımların %10 getiri sağladığı, diğer yandan hisse senedi piyasasında bu oranın %3 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Ayrıca gayrimenkule yapılan yatırımların getiri performansı bakımından hisse senetlerine göre daha az değişken ve nispeten daha istikrarlı olduğu söylenebilir.

Düzenli, istikrarlı ve yüksek getiri oranı dünya genelinde gayrimenkul yatırım ortaklıklarını hızlandırmış ve çok sayıda yeni GYO'lar kurulmuştur. Buna paralel olarak halka arzlar da artış görülmüştür. 2002 yılında 300 milyar USD olan halka arz 2006 yılına gelindiğinde 700 milyar USD tutarına ulaşmıştır. Bu hızlı artışın yaşandığı başlıca ülkeler ise Japonya, Singapur ve Hong Kong'dur. Çin şeffaf olmayan gayrimenkul piyasa yapısı ve uygun yasal düzenlemelerin eksikliği nedeniyle, GYO kurulumu konusunda diğer ülkelerin gerisindedir (**ULI, 2006c; RREEF, 2006a**) .

Halka açık sermaye piyasalarına paralel olarak ipotek (mortgage) dayalı menkul kıymet piyasasında da büyüme güçlü bir şekilde devam etmiştir. Bu miktar 2005 yılında A.B.D.'de 160 milyar USD ve Avrupa'da 80 milyar USD olmuştur. 2006 yılında ise bu seviyelerden artmaya devam etmektedir. Benzer büyüme özel sektör yatırımlarının oluşturduğu piyasalarda 2005 yılı için 450 milyar USD rekor değerle gerçekleşerek önceki iki yıla göre yaklaşık 2 kat artmıştır. Özel sektör borçlarında da, finansal piyasalarda artan nakit miktarı ve kredi veren bireysel girişimcilerin piyasada daha fazla pay kapma yarışı nedeniyle yüksek artış görülmüştür (**ULI, 2005; ULI, 2006a; ULI, 2006b; RREEF, 2006a**) .

Güçlü sermaye desteği gayrimenkul yatırım araçlarının piyasanın boyutundaki büyüme ve nakit artışına bağlı olarak olgunlaşmasını sağlamış, bu sayede olgunlaşan

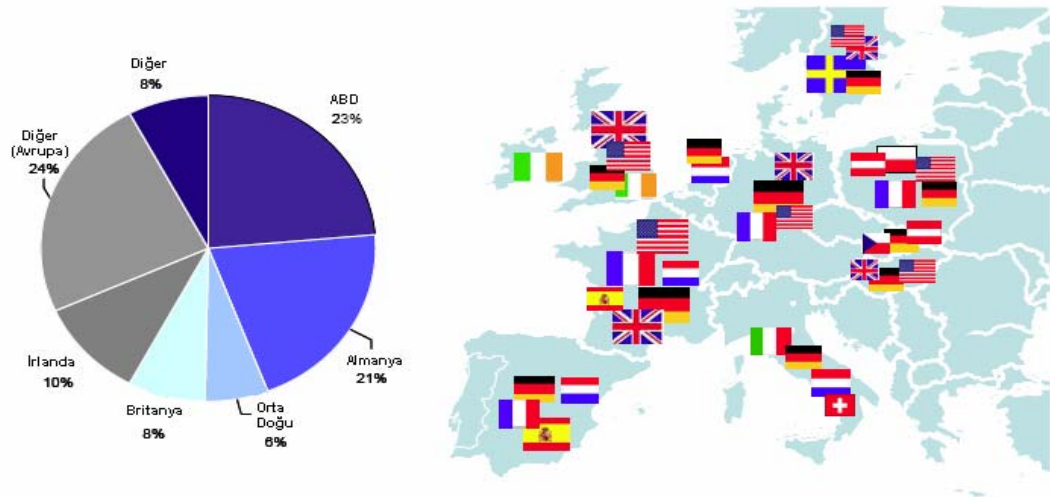
gayrimenkul piyasaları yatırımcılar için birçok farklı seçenekler sunabilir hale gelmiştir. Bu durum aynı zamanda yatırımcıların gayrimenkule ve kendi yatırımlarına olan güvenlerini de arttırmıştır. Ancak bu olumlu tablonun temelinde yatan gayrimenkule yatırım isteği gayrimenkul yatırımlarının getirileri üzerinde aşırı bir baskı oluşmasına neden olmuştur. Çok daha düşük getiri oranlarına razı olan yatırımcılar önce A.B.D’de sonra da Avrupa’da çok sıkı rekabet içine girmişlerdir. Bu sıkı rekabet ve getiri oranları üzerindeki baskı gayrimenkul piyasalarının performansını belirleyen en önemli etken olmuştur. Ancak son zamanlarda en çok sorulan soru getiri oranları üzerindeki bu baskının çok ağır olması nedeniyle gayrimenkul yatırımlarının düşük performans gösterdiği bir döneme girilip girilmediğidir. Bu konunun daha iyi anlaşılabilmesi için dünya genelindeki başlıca gayrimenkul piyasalarındaki durumunun incelenmesi gerekmektedir (ULI, 2005; ULI, 2006a; ULI, 2006b; RREEF, 2006a) .

Dünyadaki ekonomik güç merkezlerine bağlı olarak gayrimenkul piyasaları da bu ana noktalar çevresinde gelişmişlerdir. Bu nedenle gayrimenkul sektöründe genelde 3 ana bölgelendirme söz konusudur, bunlar; Kuzey Amerika, Avrupa ve Asya-Pasifik’tir. Bu 3 bölge aynı zamanda gayrimenkul yatırımlarına en uygun siyasi ve coğrafi koşullara da sahiptir. Bu bölgelendirme içinde Türkiye ve İstanbul genelde Avrupa’ya dahil edilmekte, ancak “Asya-Pasifik” yerine “Asya” isimlendirmesi yapıldığında ise bu bölgeye de dahil edildiği görülmektedir. Rusya’nın büyük bir bölümünün Asya kıtasında olmasına rağmen Moskova’nın Avrupa kıtasında yer alması ve diğer önemli şehirlerinin de bu bölgede olması nedeniyle Avrupa’ya dahil edilmektedir. Kazakistan ise bu bölgelerin hiçbirinde yer almamakta olup coğrafi olarak ise Orta Asya’da yer almaktadır. Bu durumun gelecek yıllarda Kazakistan’daki ekonomik yapının petrol kaynakları sayesinde gelişmesine bağlı olarak artacak yatırımcı ilgisi nedeniyle değişmesi, Asya kıtasında yer almasına rağmen Avrupa ülkeleri ile aynı bölgeye dahil edilmesi beklenmektedir. Benzer bir durumun ekonomik reformlara ağırlık verilmesi durumunda Özbekistan ve nispeten daha iyi konumda olan Azerbaycan için de geçerli olduğu görülmektedir (<http://www.propertyeu.info>).

### 3.1.1 Avrupa

Geçtiğimiz on yıl içinde Avrupa gayrimenkul piyasası hem mutlak hem de bağıl olarak doğrudan ve kote edilmiş gayrimenkul varlıkları açısından güçlü bir performans sergilemiştir. Bu güçlü performansın yanında düşük oynaklık düzeyi ve birim getiri başına düşen risk oranı da oldukça etkili olmuştur.

Ancak bu güçlü performansın altında çok farklı unsurlar yer almaktadır, örneğin Britanya’da son 5 yılda gerçekleşen ortalama getiri oranı %12,9 olurken bu rakam Almanya için %3 civarındadır. Geçen bu süre içinde getirinin başlıca kaynağı yoğun sermaye ve kapitalizasyon oranı baskısı nedeniyle gayrimenkulün değerindeki artış sayesinde olmuştur. Artan faiz oranları ve kapitalizasyon oranının tarihinin en düşük seviyelerine gerilemesi nedeniyle daha ileri bir baskının olması için tek yol baskının gayrimenkul getirileri üzerinde yoğunlaşması olacaktır (**RREEF, 2006a**) .



**Şekil 3.1.2 : Avrupa Bölgesi’ne Yatırım Yapan Ülkeler / 2005 (RREEF, 2006a)**

Faiz oranlarındaki yükseliş, global büyümedeki yavaşlama ve yerel vergilendirme oranlarındaki artış toparlanmaya çalışan piyasaları tekrar kötü günlere sürükleyecek gibi görünmektedir. Avrupa kıtasındaki büyüme 2007 yılı için %1,6 olarak tahmin edilmektedir. Bu kötü günleri ilk görecek ülke ise yüksek faiz oranı, iç piyasadaki durgunluk ve artan mali yükler nedeniyle Avrupa kıtasının en büyük ekonomisi olan Almanya olarak tahmin edilmektedir. 2007 yılında Almanya için yapılan büyüme oranı tahmini bu nedenle %0,6 ile sınırlı kalmaktadır (**ULI, 2006b; RREEF, 2006a**) .

Avrupa gayrimenkul piyasası, kurumsal yatırımların artan sert rekabetine rağmen diğer yatırımcılar için yeni fırsatlar yaratan bir çok yapısal değişim tarafından beslenmeye devam etmektedir. Doğu Avrupa’da gelişmekte olan ülkelerin artan gelir seviyesi, tüketim oranları ve diğer taraftan kısıtlı seviyede olan kaliteli gayrimenkul varlığı, birçok yatırımcı için yeni ofis, konut, alışveriş merkezi yatırımı anlamına gelmektedir. Batı Avrupa’da ise en büyük yapısal fırsat satış ve geri kiralama alanında görülmektedir. 2005 yılında gerçekleşen satış-geri kiralama işlem hacminin yaklaşık 75 milyar USD civarında olduğu ve bu işlemlerin %90’ının Almanya, Britanya ve Hollanda’da gerçekleştiği tahmin edilmektedir. Halen mülk sahibi kullanımında olan gayrimenkul oranı Britanya’da %40 ve Doğu Avrupa’ya gidildikçe %90 civarına yaklaşmaktadır (**RREEF, 2006a**) .

Global gayrimenkul piyasasının %37’si Avrupa tarafından oluşturulmasına rağmen kote olmuş varlıklar bakımından %20 ve GYO piyasası bakımından ise %15 paya sahiptir. Belçika, Fransa, Hollanda, İtalya ve Yunanistan Avrupa’da gayrimenkul yatırım ortaklığı yapısına sahip olan ülkelerdir. Britanya’da ise 2007 yılı başında yeni yürürlüğe girecek kanun ile gayrimenkul yatırım ortaklıkları kurulması sağlanacaktır (**RREEF, 2006a**) .

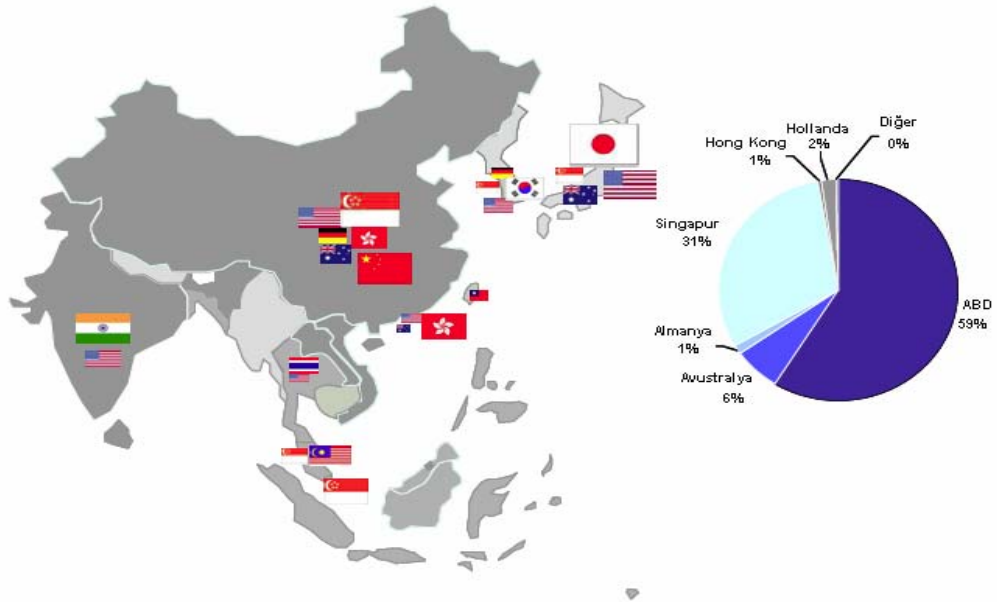
Avrupa’nın en büyük gayrimenkul piyasasına sahip olmasına rağmen Almanya kote olmuş varlıklar açısından en küçüklerden biridir. Alman açık fonlarının son dönemde yaşadığı sorunlar ve Britanya GYO’larının kurulumundaki hızlı ilerleme Alman GYO kurulumundaki süreci de hızlandırmış ve 2007 yılı başında yasanın kabulü gündeme gelmiştir (**ULI, 2006b**) .

Ekonomik durgunluk ve oldukça düşük getiri oranları nedeniyle Avrupa kıtasının yatırımlar açısından çekiciliğini kaybettiği ancak düşük getiri ve buna bağlı olarak düşük risk tercih eden yatırımcılar için ise uygun bir seçenek olarak kalacağı görülmektedir. Amerika ve Avrupa kıtasında yer alan nüfusun hızla yaşlanması ve bu nedenle emeklilik fonları ve buna bağlı diğer fonların daha büyük getiri sağlayacak yatırım fırsatları aramasına sebep olmuştur. Bu fırsatların bir kısmı Avrupa Birliği’ne yeni katılan ya da katılacak ülkelerde, ama büyük bir kısmı ise daha büyük ekonomi ve nüfusa sahip olan Asya ülkelerinde yer almaktadır. Avrupa kıtasının uzun bir süre daha yalnızca çekirdek yatırım tipindeki fırsatlar sağlayacağı tahmin edilmektedir (**ULI, 2006b**) .

### 3.1.2 Asya-Pasifik

Asya-Pasifik ülke ekonomilerindeki büyümeye paralel olarak gayrimenkul piyasaları da henüz düşük olgunluk seviyesinde olmasına rağmen gelişmektedir. Klasik olgunlaşma döneminde olan gayrimenkul piyasasının büyüme potansiyeli oldukça yüksektir ancak diğer yandan istikrarsız yapısı aşırı risk barındırmaktadır. 1990 yılı itibariyle birçok Asya ülkesi etkili yapısal değişikliklere gitmiş ve bu sayede mevcut risklerin düşürülmesi ve yatırımcılar için daha cazip fırsatlar yaratılması hedeflenmiştir. Yapılan bu çalışmalar arasında yabancıların doğrudan yatırımlarına izin verilmesi, gayrimenkul yatırım ortaklıklarının kurulması ile ilgili kanunların çıkarılması ve şeffaflık en dikkat çekici niteliklerdir (ULI, 2006c; RREEF, 2006a; Shaffer, 2006) .

Kuzey Amerika ve Avrupa ile kıyaslandığında mülk sahibi kullanımında olan gayrimenkul oranı oldukça yüksektir (mevcut yatırıma açık varlıkların %80). Hong Kong, Avustralya ve Singapur gibi istisnalar olsa da bölge genelinde yatırıma açık olan varlıklar mülk sahipleri tarafından kullanılmakta ve kontrol edilmektedir. Son yıllarda oldukça fazla satış ve geri kiralama yapılmıştır, özellikle Singapur ve Japonya'da görülen bu durumun orta vadede bölge geneline yayılması söz konusudur (ULI, 2006c; RREEF, 2006a; Shaffer, 2006) .



**Şekil 3.1.3 : Asya-Pasifik Bölgesi'ne Yatırım Yapan Ülkeler / 2005 (RREEF, 2006a)**



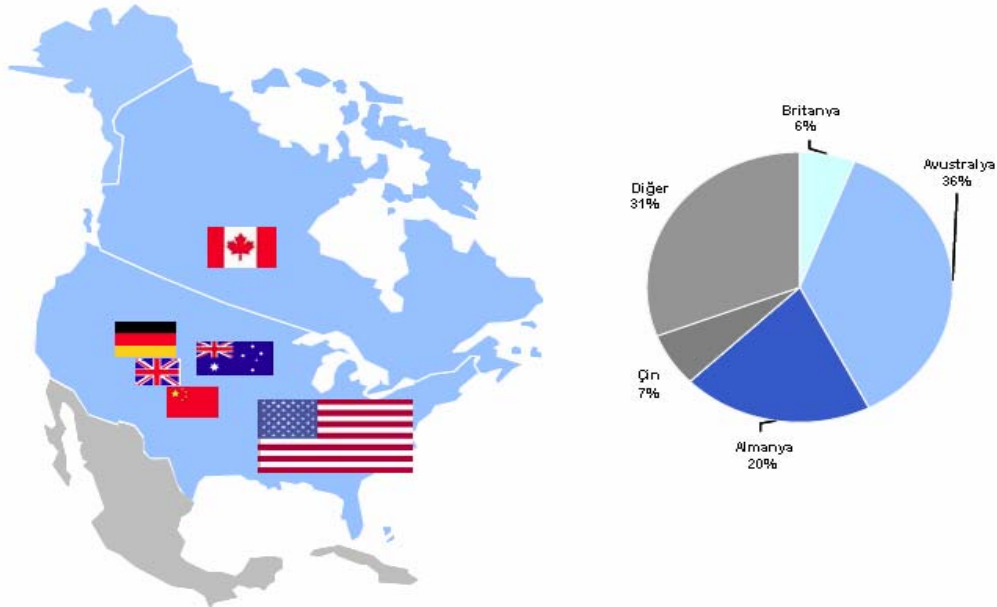
GYO varlıklarına bakıldığında, Avustralya'nın uzun yıllardır gayrimenkul piyasası içinde olduğu, 2006 yılı itibariyle de Japonya, Singapur, Güney Kore, Tayvan, Malezya ve Tayland'da faaliyet gösterdiği ve toplam 40 milyar USD tutarında işlem hacmine ulaştığı görülmektedir. GYO faaliyetinin büyük kısmı Avustralya'da ve ağırlıklı olarak Japonya'da görülmektedir. Geçtiğimiz yıllarda tüm dünya genelinde kote olmuş gayrimenkul varlıklarının sayısında kayda değer artış görülmüştür, bu durum özellikle Asya-Pasifik bölgesi için geçerlidir. A.B.D, Britanya ve Avustralya gibi gelişmiş piyasalarda, hacim 2002-2005 yılları arasında %80-%120 oranında büyürken, bu oran GYO'lar sayesinde son 3 yıl içinde Singapur'da %800, Japonya'da %500 ve Hong Kong'da %1000 oranında büyümüştür. Yapısal olarak nispeten küçük olan Singapur ve Hong Kong gayrimenkul piyasaları komşu ülkelere özellikle Çin ve Hindistan'a yaptıkları yatırımlarla oldukça yüksek getiri sağlamaya devam etmektedirler (**RREEF, 2006a**) .

Barındıkları riskler bakımından üçe ayrılan Asya-Pasifik bölgesinde birinci sırayı tamamen şeffaf ve gelişmiş bir yapıya sahip olan Avustralya almaktadır. Ancak burada düşük risk oranı nedeniyle getiri beklentisi de oldukça düşük kalmaktadır. İkinci grubu oluşturan ülkeler ise Japonya, Hong Kong, Singapur ve Güney Kore'dir. Bu ülkeler gayrimenkul piyasası gelişme göstermiş ve daha düşük riskle yatırım imkanları sağlanmıştır. Ancak bu ilerlemelerin dışında düşük likidite oranı ve zayıf şeffaflık düzeyinde değişim olmamıştır. Üçüncü grupta ise Çin ve Hindistan yer almaktadır. Yüzölçümü ve nüfusu ve birçok açıdan Asya-Pasifik bölgesinin en büyükleri olan iki ülkede yasal düzenlemeler, siyasi istikrar oldukça büyük risk oluşturmaktadır, ayrıca gayrimenkul piyasasının kendi içinde de riskli unsurlar mevcuttur. Kira sözleşmelerinin süre bakımından çok kısa olması, kira tutarının değişkenlik göstermesi, şeffaflık seviyesinin oldukça düşük olması barındırdıkları başlıca risklerdendir. Likidite problemi ise şu anki en büyük risk olarak görülmektedir, yatırım hacmi 2001 yılından bugüne kadar ikiye katlanmış olsa dahi benzer ekonomi ve şehirlerle karşılaştırıldığında nakit akışı oldukça düşüktür. Yapısal değişikliklere paralel olarak artan yatırımcı ilgisi ile mevcut likidite probleminin aşılması söz konusu olabilir ancak gelecek yıllarda yabancı yatırımcılar için kısıtlamaların ve zorlukların ortaya çıkmasının önüne geçilmesi imkansız gibi görünmektedir (**ULI, 2006c; RREEF, 2006a**) .

### 3.1.3 Kuzey Amerika

Kote olmuş gayrimenkul varlıkları hisse senedi piyasasının geniş anlamda bir parçası olarak adlandırılır. Kuzey Amerika gayrimenkul yatırım ortaklıkları (NAREIT) indeksi geçtiğimiz 16 yıl içinde en yüksek ortalama getiri üretmiştir. Hisse senetlerinin getirisi ile karşılaştırıldığında ise %6 oranında ortalama getiri farkı gerçekleşmiştir. Kote edilmiş gayri menkul piyasası getirisi hisse senedi piyasasına paralel olarak düşüşe geçmiş ve yıllık getiri oranı 2005 yılı için %14'e gerilemiştir. Doğrudan gayrimenkule yapılan yatırımlar getirisinde ise 90'lı yıllardan bugüne kadar nispeten daha istikrarlı bir davranış göstermiştir. Son 2 yıl içinde ise güçlü sermaye etkisi ve hisse senedi piyasalarındaki gevşeme nedeniyle doğrudan gayrimenkul yatırımlarından elde edilen getirilerde -%10 'dan %20'lere yükselme görülmüştür. 2005 yılı son çeyreğinde ise yüksek performans göstererek %20,1 oranında getiri sağlamıştır (RREEF, 2006a) .

Meksika ve Latin Amerika riskli yatırım şartlarına sahip olsalar da yapısal imkanlar açısından büyüyen ve güçlenen ekonomilerinin ve genişleyen gayrimenkul piyasasının desteği ile yatırımcılara birçok cazip fırsat sunmaktadır. Bu durumun aksine gelişmiş, şeffaf ve likiditesi yüksek A.B.D gayrimenkul piyasası ise yeni tip ürünlerle genişlemeye çalışmakta, satış ve geri kiralama ile yeni çıkışlar aramaktadır.



Şekil 3.1.4 : Kuzey Amerika Bölgesi'ne Yatırım Yapan Ülkeler / 2005 (RREEF, 2006a)

Piyasayı oluşturan ana unsurlar, dengelenmiş arz-talep nedeniyle bölgede nispeten daha sağlıklı ve sağlam yapıdadır. Dünyanın diğer bölgelerinde de olduğu gibi iyi konumda olan kaliteli gayrimenkul için yüksek fiyat rekabeti, kapitalizasyon oranı üzerindeki baskı A.B.D ve Kanada’da etkili olmaktadır. Diğer yandan sağlam piyasa unsurları, özellikle artan geniş tabanlı kira gelirleri kısa ve orta vadede performansın yükselmesine destek olması beklenmektedir. Güçsüz piyasa yapısına karşın Latin Amerika gayrimenkul piyasaları sermaye değer artımı bakımından en geniş olanaklara sahiptir, fakat aynı zamanda en yüksek risk oranına sahip olması nedeniyle oldukça dikkatli olunması gereken yatırım bölgelerinin başında gelmektedir.

### **3.2 Gayrimenkul Yatırım Stratejilerinin Değerlendirilmesi**

Dünya genelinde gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı varlıkların fiyatlarının bilindiği bir durumda, hangi bölgeye hangi trendlere göre, hangi faktörlere bağlı olarak nasıl bir yatırım stratejisi ve getiri beklentisi ile yatırım yapılması gerektiği sorusu gayrimenkul yatırım sürecinin başlangıcı olarak kabul edilir (**RREEF, 2006a**). Dünya genelindeki gayrimenkul yatırımları, mevcut trendler ve bunları etkileyen faktörlerin de incelenmesi sonrasında yatırım stratejisi kurulur, temelinde ise nasıl bir getiri beklentisi hedeflendiği yer alır. Yatırım stratejilerinin doğal yapısını büyük oranda bağımsız bireysel yatırımcılar belirler. Bu nedenle yatırım stratejileri çok değişkenlik gösterse de genel olarak 3 ana başlık altında toplanabilirler (**ULI, 2006c; RREEF, 2006a**) .

#### **3.2.1 Çekirdek (Core)**

Temelinde düşük risk düşük getiri hedefi yer almaktadır, bu nedenle doğal yapısı uzun vadeli yatırımları gerektirir. Dünya genelindeki tüm yatırımların yaklaşık yarısını çekirdek tipi yatırımlar oluşturmaktadır. İstikrarlı yapısı, yüksek getirisi ve enflasyona karşı korunmuş olması yatırımcıları çeken başlıca özelliklerindendir (**University of California, 2004; ING Real Estate, 2005; University of California, 2006**). Olgunlaşmış, şeffaf ve istikrarlı yapıda olan gayrimenkul piyasasına sahip gelişmiş ülkeler ya da gelişen ülkelerin başkentleri veya önemli şehirleri but tür yatırımlar için uygun olan başlıca yerlerdir (**McDonald&Stiver, 2004**) .

Gelir üretebilen, fiziksel durumu iyi, istikrarlı doluluk oranı ve kiracı yapısı olan ofis binalarının satın alınması çekirdek tipi yatırım için iyi bir örnektir. İstikrarlı ve düşük riskli getiri beklentisine ek olarak gayrimenkulün değerinde zamana bağlı olarak artış beklentisi ve düşük dış finansman kullanım oranı diğer özellikleridir (McDonald&Stiver, 2004; ING Real Estate, 2005) .

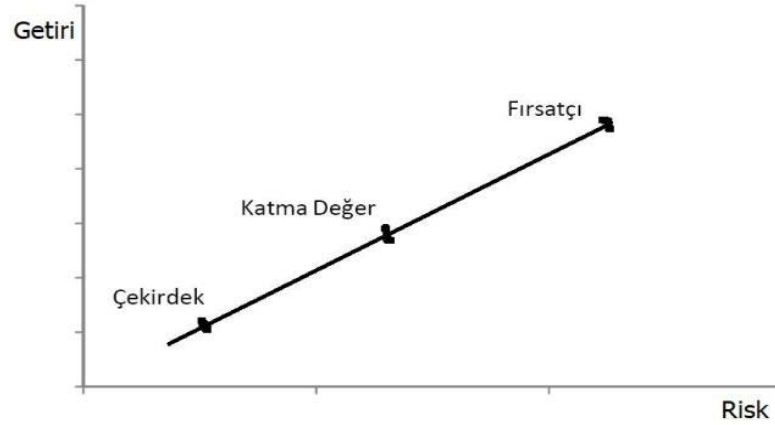
### 3.2.2 Katma Değer (Value-added)

Genelde gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiye sahip ülkelerde hem gayrimenkul kira getirisi hem de gayrimenkulün kendi değerindeki artış sayesinde kazanç hedeflenmektedir. Yatırımın yapısı nispeten daha kötü yapıda olan gayrimenkulün satın alınması, onarımının yapılmasından sonra işletilmesi ve en uygun zamanda satılması şeklindedir. Gayrimenkulün satılması için en uygun zamanında belirlenmesi oldukça kritik olup, bu nedenle çekirdek tipi yatırımlara göre daha yüksek risk içerir, ancak diğer taraftan getiri oranı daha yüksektir (McDonald&Stiver, 2004) . Katma değer sağlama amacıyla yapılan yatırımlar, mevcut kiracı yapısının yeniden düzenlenmesi, mevcut mülk sahibine finansal kaynak bulunması, mülkün market şartlarına göre yeniden şekillendirilmesi, konumlandırılması, büyük oranda yenilenmesi ya da yeni bir proje yapılması şekillerinde olabilir. Orta seviyede dış finansal kaynak kullanımı söz konusu olup genelde bu oran proje değerinin yarısını aşmaz (RREEF, 2006a) .

### 3.2.3 Fırsatçı (Opportunist)

Çok yüksek getiri beklentisi ve buna bağlı olarak yüksek risk barındıran bir yatırım şeklidir. Çekirdek yatırımların aksine gelişmekte olan ekonomiye sahip ülkelerde sadece yüksek getiri hedefi ile yatırım yapılır, enflasyona karşı korunma ya da portföyde yatırım çeşitliliği sağlama amacı yoktur. Genelde piyasada yer alan ve sahiplerin mali sıkıntı içinde olduğu ucuz gayrimenkulün satın alınması, gelişen piyasa koşullarına göre mülkün iyileştirilmesi, geliştirilmesi ve en uygun zamanda satılması şeklindedir. Ekonomik kriz yaşanan ülkelerde ucuza gayrimenkul alınması ve ekonomik istikrarın sağlanması sonrasında satışı, bu yatırım tipine verilebilecek örneklerden biridir (McDonald&Stiver, 2004) .

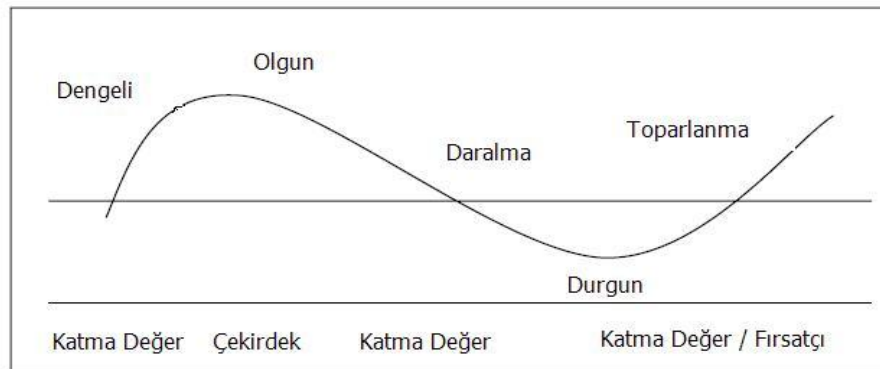
En büyük ve en kritik olan unsurlar finansmanın büyük oranda dışarıdan sağlanması, öz sermaye kullanımının çok düşük olması ve gayrimenkulün en uygun zamanda satılmasıdır. Finansal yük ve zamanlamanın önemi nedeniyle riski en yüksek yatırım tipidir (RREEF, 2006a) .



**Şekil 3.2.1 : Yatırım Stratejileri Getiri/Risk Karşılaştırması (RREEF, 2006a; University of California, 2006)**

Yukarıdaki grafikte yatırım stratejilerinin getiri ve risk bakımında karşılaştırılması yer almaktadır. Temel olan bu 3 yatırım stratejisinin sayısı bazı kaynaklarda melez yatırım stratejileri eklenmek suretiyle 5 farklı tipe kadar çıkmaktadır. Ancak hiç biri temelde yer alan bu 3 yatırım stratejisinden farklı değildir (University of California, 2004; RREEF, 2006a; University of California, 2006).

Aşağıda verilen grafik ise bu temel yatırım stratejilerinin ekonomideki duruma bağlı olarak ne zaman uygulamaya konulabileceği hakkında fikir vermektedir. Ekonominin dengeli duruma doğru ilerlediği dönemde katma değer sağlayacak yatırımların yapılması, olgunlaşma döneminde ise çekirdek yatırımın daha uygun olduğu görülmektedir. Daralmanın görüldüğü dönemde ise yine katma değer sağlayacak yatırımlar ön plana çıkmakta durgunluk dönemine girildiğinde de katma değer ve fırsatçı yatırım stratejilerinin uygulanmasının uygun olacağı gösterilmektedir (RREEF, 2006a) .



**Şekil 3.2.2 : Ekonomik Yapı Değişimine Göre Uygulanacak Yatırım Stratejileri (McDonald&Stiver, 2004)**

Bu stratejilerin uygulanması öncesinde tüm bilinçli yatırımcıların dikkat ettiği iki temel unsur vardır. Bunlar; yatırım yapılacak gayrimenkul piyasasının risk açısından genel durumunun değerlendirilmesi ve bu piyasa içinde hangi gayrimenkul tipine yatırım yapılacak ise o alanda risklerin daha iyi anlaşılmasını sağlayacak araştırma raporlarının hazırlanmasıdır.

Yatırım stratejilerinin bölgelere göre dağılımına bakıldığında ise çekirdek tipi yatırımların gelişmiş ve şeffaf gayrimenkul piyasalarına sahip Kuzey Amerika ve Avrupa bölgelerinde yapıldığı görülmektedir. Her iki bölge içinde gelişmekte olan gayrimenkul piyasaları yer almaktadır. Meksika ve Doğu Avrupa ülkeleri barındırdıkları riskler ve kapalı ekonomik yapıları nedeniyle çekirdek tipi yatırıma ek olarak katma değer ve fırsatçı yatırım tiplerine imkan sağlamaktadır. Avrupa bölgesine bakıldığında ise batı ve orta Avrupa ülkelerinin oldukça istikrarlı ekonomik yapıda oldukları, gayrimenkul piyasalarının şeffaflık seviyesinin yüksek olduğu görülmektedir. Bu nedenle gelişmiş Avrupa ülkelerine yatırımcılar için daha düşük risk ve bunun sonucunda daha düşük getiri söz konusudur. Çekirdek tipi yatırımların gelişmiş Avrupa ülkelerinde hakim olduğu görülmektedir. Ancak bu ülkeler komşu oldukları gelişmekte olan doğu Avrupa ülkelerinin barındırdığı olanaklardan faydalanmaktadırlar. Kendi ülkelerinde çekirdek tipi yatırım yapmak yerine katma değer ve fırsatçı yatırım stratejilerini uygulayabilecekleri yeni gelişen Avrupa ülkelerini tercih etmektedirler.

Asya-Pasifik bölgesine gelindiğinde ise bu bölgedeki en büyük iki ülke olan Çin ve Hindistan'ın riski seven yatırımcıları çektiği fırsatçı yatırım stratejisinin uygulanması için olanaklar barındırdığı görülmektedir. Güney Kore, Singapur ve Avustralya'nın ise nispeten daha gelişmiş olması hatta Avustralya'nın şeffaflık konusunda oldukça ileri olması nedeniyle stratejisi olarak çekirdek tipi yatırımlar ağırlıktadır. Aşındaki tabloda bölgelere göre hangi yatırım stratejilerini ağırlıklı olarak uygulandığı verilmiştir.

**Tablo 3.2.1: Bölgelere Göre Uygulanacak Yatırım Stratejileri**

	<b>Çekirdek</b>	<b>Katma Değer</b>	<b>Fırsatçı</b>
<u>Avrupa</u>			
Doğu Avrupa	X	X	X
Diğer	X	X	
<u>Kuzey Amerika</u>			
ABD, Kanada	X		
Diğer		X	X
<u>Asya Pasifik</u>			
Çin, Hindistan,	X	X	X
Avustralya, Singapur, Güney Kore	X	X	
Diğer	X	X	

### 3.3 Gayrimenkul Yatırımlarını Etkileyen Temel Faktörler

Dünya genelinde farklı bölgelerde birçok farklı yapıda gayrimenkulün geliştirildiği ya da satın alındığı günümüzde yatırımları etkileyen faktörlerin sayısı da oldukça fazladır. Yatırımcının yapısına, yatırımın yapılacağı yere ve yatırım tipine göre faktörler değişkenlik göstermektedir bu nedenle Moskova’da yapılması planlanan bir alışveriş merkezi projesi yatırımını etkileyen faktörler ile Yeni Delhi’de eski bir otelin satın alınıp yenilenerek bir ofis binasına dönüştürülmesi yatırımını etkileyen faktörlerin aynı olması beklenemez. Ancak her iki yatırım projesini de genel anlamda etkileyen ana faktörler ortak olabilir.

**Tablo 3.3.1:** Gayrimenkul Yatırımlarını Etkileyen Başlıca Faktörlerin Farklı Kaynaklara Göre Karşılaştırılması

	RREEF*	ULI**	D. Geltner & N. Miller***
<b>Ekonomik / Coğrafi</b>	* Ekonomik riskler * Genişleyen coğrafi yatırım alanı	*İş oranı artışı *Faiz oranı değişiklikleri *Gelir seviyesi ve ücret artışları *Enflasyon *Bölgesel ve yerel bütçe sorunları *Bütçe açığı *Ticaret açığı *Ülke dışı kaynak kullanımı	
<b>İdari Politik</b>		*Politik istikrar	
<b>Sosyal / Demografik</b>		*Ekonomik eşitsizlik	
<b>Yapısal</b>	*Genişleyen ürün yelpazesi *Satış ve geri kiralama imkanları *Piyasa temel koşulları *Verim, fiyatlandırma *Talep-Arz *Likidite ve şeffaflık	*İnşaat maliyeti *Boşluk oranı *Uygun arsa imkanı *Yetersiz altyapı *Konut fiyatlarındaki aşırı yükselme *Kentsel dönüşüm *Dar gelirli için toplu konut eksikliği *Çevresel sorunlar	*Risk *Likidite *Yatırım süresi *Yatırımcının tecrübesi *Yatırımcının yönetim sorumluluğu *Yatırımın boyutu *Finansal kısıtlamalar
<b>Küresel</b>	*Ülkesel riskler	*Asya kıtası ekonomik büyümesi *Avrupa kıtası ekonomik büyümesi *Terörizm tehlikesi *Göçmen sorunu *Irak sorunu	

\*RREEF, Deutsche Bank Real Estate Research; \*\*ULI, Urban Land Institute; \*\*\* Geltner & Miller, 2001

Bu faktörlerin doğru tespit edilmesi ve bir önceki bölümde açıklanan yatırım stratejilerinin bu faktörler doğrultusunda kurulması gerekmektedir. Dünyanın önde gelen gayrimenkul yatırım danışmanlık şirketleri genelden özele doğru olan bir inceleme şekli uygulamakta olup öncelikle yatırım yapacakları bölgeyi ve ülkeyi seçmektedirler. Sonrasında ise daha detaylı bir çalışma ile ülkenin gayrimenkul piyasasını etkileyen faktörlerin incelenmesi ve ne tür risklerle karşılaşabileceklerinin tespiti yapılmaktadır. Çoğu zaman bu faktörler piyasa riskleri olarak da adlandırılmaktadırlar.

Yukarıda sıralanan üç farklı kaynak aynı temel konu üzerinde farklı bakış açılarını ortaya koymaktadır. RREEF raporu yapısal ve ekonomik açıdan konuyu incelerken ULI raporu bu incelemenin boyutunu genişleterek globalleşen dünyanın getirdiği diğer faktörleri de dikkate almaktadır. D. Geltner de ve Norman G. Miller ise daha dar bir pencereden daha net bir duruma yoğunlaşmış şekilde gayrimenkul geliştirme ve gayrimenkulün yapısal risklerine değinmektedir.

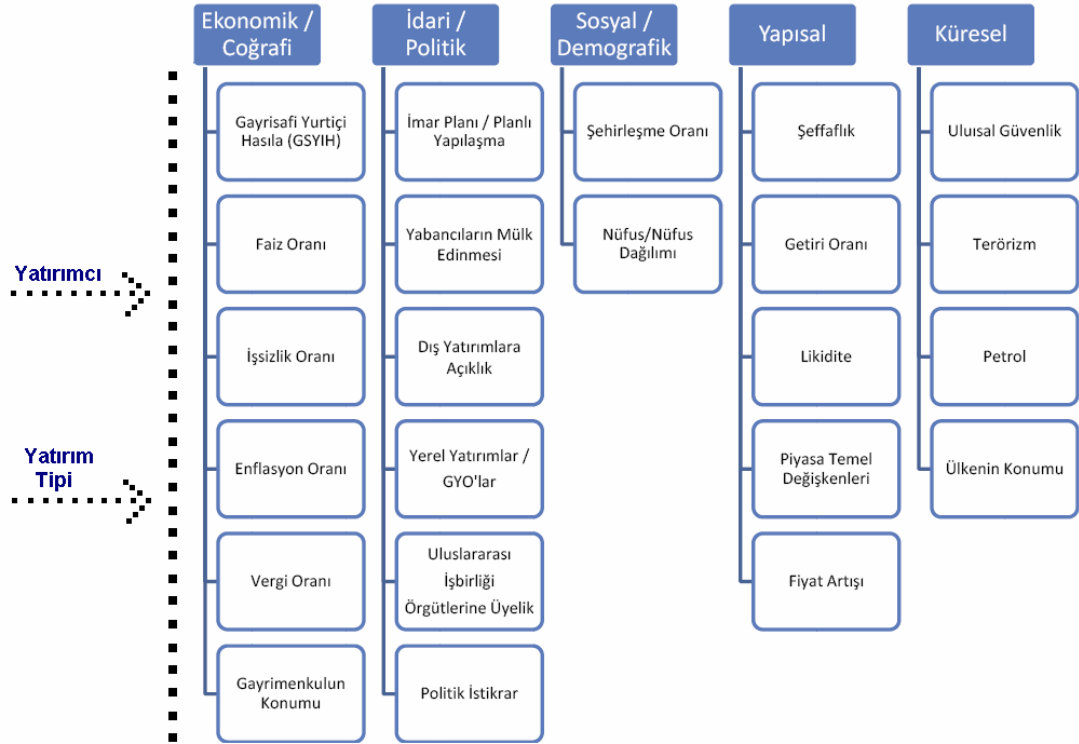


**Şekil 3.3.1 : Gayrimenkul Yatırımlarını Etkileyen Temel Faktörler**

İncelenen 3 kaynakta yer alan faktörler ve diğer kaynaklarda bahsi geçen faktörler bir araya getirilerek yukarıdaki şekilde verilen ana başlıklar oluşturulmuştur. Buna göre gayrimenkul yatırımlarını etkileyen başlıca faktörler; Ekonomik/Coğrafi, İdari/Politik, Sosyal/Demografik, Yapısal ve Küresel olarak 5 temel başlık altında toplanmaktadır.



Söz konusu 5 temel başlığı oluşturan ve yatırım üzerindeki etkisi diğer faktörlere göre daha net görülebilen faktörler aşağıdaki şekilde verilmiştir;



**Şekil 3.3.2 : Gayrimenkul Yatırımlarını Etkileyen Faktörler**

Bu faktörlerin yatırımlar ve yatırım kararları üzerinde etkileri veya bu etkilerin neden oldukları sonuçlar yatırımcının yapısına ve yatırımın tipine bağlı olarak değişmektedir. Diğer önemli bir faktör olan “konum” ise ülkenin konumu ve gayrimenkulün konumu olarak diğer faktörler ile birlikte verilmiştir. Yatırımcının kendisinden kaynaklanan özellikleri ile hangi alanda yatırım yapacağı parametreleri bir araya geldiğinde yukarıda sıralanan faktörler için de farklı kombinasyonlar söz konusu olmaktadır. Örneğin Moskova’da konut geliştirme projesine 20 milyon USD tutarında yatırım yapmak isteyen bir kurumsal yatırımcı ile aynı miktarda parayı ofis geliştirme projesine yatırmak isteyen daha küçük yapıda olan bir yatırımcının yapacağı yatırımları etkileyecek faktörler farklı olacaktır.

Yatırımcı tipi kurumsal yapıda olanlar ile bireysel yapıdakiler arasında çeşitli şekillerde karşımıza çıkmaktadır, yatırım tipi ise nispeten daha belirlidir, bunlar; konut, ofis, alışveriş merkezi, endüstriyel ve diğerlerine göre daha yeni olan altyapı yatırımlarıdır.

Yukarıda verilen bu faktörlerin belirlenen 3 örnek şehir için ne derecede etkili oldukları, bir sonraki bölümde incelenecektir, bu inceleme öncesinde faktörlerin tanımları ve genel anlamda ne tür etkileri olabileceği aşağıda özetlenmiştir;

### 3.3.1 Ekonomik / Coğrafi

- Gayri Safi Yurt içi Hasıla (GSYİH)

Bir ülkenin Gayri Safi Yurtiçi Hasılası (GSYİH), o ülkenin ekonomik büyüklüğünün göstergelerinden biridir. GSYİH, Gayri Safi Milli Hasıla 'dan farklı olarak, bir ülke sınırları içerisinde belli bir zaman içinde, üretilen tüm nihai mal ve hizmetlerin para birimi cinsinden değeridir {GSYİH= tüketim + yatırım + devlet harcamaları + (ihracat-ithalat) olarak hesaplanır} (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

- Faiz Oranı Değişimi

Faiz oranı kısa ödünç alınan paranın karşılığında parayı kullanma bedeli olarak açıklanabilir. Geri ödeme anaparaya bu bedelin ödenmesi şeklinde yapılır. Faiz oranı gayrimenkulün yatırımlarının finansmanının sağlanması ve son kullanıcının satın alma ya da kiralama için kullanımında etkilidir. Faiz oranındaki yukarı yönlü hareket piyasada birçok kişinin borç para almak için talepte bulunduğunu ifade eden bir durumdur, ancak yatırımcıların yurtdışı finansman sağlayabilmesi yurt içi finansman kısıtlamasından kurtulmalarını sağlamaktadır. İpoteğe dayalı kredi (mortgage) için ise bu oranın gayrimenkulün sağlayacağı getiri oranı ile karşılaştırıldığında aynı düzeyde olması alıcı için oldukça önemli bir husustur (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

- İşsizlik Oranı

Ülke nüfusunun çalışmaya elverişli olan ancak iş sahibi olmayan oranına denir. İşsizlik oranının düşük olması, yeni iş imkanlarının yaratılması genel alım gücünün artmasında önemlidir. Düzenli geliri olan ve/veya gelir seviyesi yükselen halkın tüketim gücü de artmakta ve bu sayede yeni yapılan gayrimenkul yatırımlarına olan talebin de yüksek olması sağlanacaktır (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

- Enflasyon

Fiyatların genel ve özel seviyesinde görülen sürekli artış olarak tanımlanabilir. Bu artış için tek bir fiyat ya da fiyat grubu değil, fiyatlar genel seviyesi gösterge alınmaktadır. Fiyatların genel seviyesi, ekonomide seçilen belli bir mal ve hizmet kümesinin(sepetinin) parasal karşılığıdır. Fiyatlar, mal ve hizmetlerle dolaşımdaki para miktarı arasındaki dengeye göre oluşur. Para miktarındaki artış (emisyon), mal ve hizmet miktarındaki artış (büyüme) ile dengeli olursa fiyatların genel seviyesi değişmez. Ama bunlardan biri diğerinden fazla üretilirse az üretilen kıymetli hale gelir (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

Enflasyonun yüksek olduğu ülkelerde spekülative kazanç sağlama imkanlarında artış olur, genelde tasarruflarını nakit halde tutanlar ve alacaklı konumda olanlar en zarlı çıkanlardır, borçlular ise paranın değerini yitirmesi nedeniyle daha kolay ödeme imkanına kavuşurlar. Paranın alım gücündeki düşüş nedeniyle genelde gayrimenkul satın alınması en iyi çözüm olarak görülür.

- Vergi Oranı

Vergi, kamu hizmetlerinin maliyetini karşılamak üzere, ekonomik birimlerden siyasi güç altında ve karşılıksız olarak devlete kaynak aktarılmasıdır. Kamu hizmeti yapmak durumunda olan devlet, bunu yaparken mal ve hizmet üretiminde bulunur. Gerekli üretim faktörlerini sağlarken kamu fonlarını kullanır. Bu fonlar içerisinde vergi gelirlerinin oranı yüksektir. Sanayileşmiş toplumlarda %100'e ulaşmaktadır. Devlet, belirtilen temel amaç dışında kamu faaliyetlerine paralel diğer bazı fonksiyonları da vergilere yükleyebilir. Bu arada gelir dağılımının kontrolü, piyasada fiyat istikrarının sağlanması gibi fonksiyonlar da kısmen vergiye yüklenebilir (<http://www.wikipedia.org/wiki>) .

Gayrimenkulün satın alınması aşamasındaki vergiler, veya yeni proje geliştirme sırasında karşılaşılan vergi oranları hedeflenen getiri üzerinde doğrudan etkilidir. Yatırımcı vergi avantajı elde edebilmek için yatırım fonu ya da gayrimenkul yatırım ortaklığı kurma yolunu tercih edebilir. Ancak bu oranlar ve ayrıcalıklar ülkeden ülkeye değişmektedir.

- Gayrimenkulün Konumu

Yapılan yatırımın tipine bağlı olarak yeni geliştirilecek bir projenin ya da satın alınması düşünülen mevcut bir gayrimenkulün yeri şehrin değişik bölgelerinde olabilir. Lojistik amaçlı kullanılacak bir deponun yer seçimi şehir merkezinden uzakta karayolu, demiryolu, denizyolu ve havayolu ulaşım imkanlarından en yüksek seviyede faydalanacak şekilde olmalıdır. Bu durum ofis binası yatırımı için şehir merkezi, kolay ulaşım sağlayacak ana cadde üzerinde, diğer ofis binalarına yakın mesafede olarak değiştirilebilir (**Holland, 2006**).

### 3.3.2 İdari / Politik

- İmar Planı / Planlı yapılaşma

Onaylı halihazır haritalar üzerine varsa kadastral durumu işlenmiş olan, varsa bölge ve çevre düzeni planlarına uygun olarak hazırlanan ve arazi parçalarının; genel kullanım biçimlerini, başlıca bölge tiplerini, bölgelerin gelecekteki nüfus yoğunluklarını, gerektiğinde yapı yoğunluğunu, çeşitli yerleşme alanlarının gelişme yön ve büyüklükleri ile ilkelerini, ulaşım sistemlerini ve problemlerinin çözümü gibi hususları göstermek ve uygulama imar planlarının hazırlanmasına esas olmak üzere 1/2000 veya 1/5000 ölçekte düzenlenen, detaylı bir raporla açıklanan ve raporu ile bir bütün olan plandır (<http://www.bayindirlik.gov.tr/iller/istanbul/hizmetdetay.php?ID=1766>).

Belirli bir bölgeye ait imar planının bulunması gayrimenkul yatırımcısı için bir çok soru işaretini ortadan kaldırır. Bunların başında nasıl bir projeyi, nerede, hangi kısıtlamalar altında yapacağı sorusu vardır. İmar planının olması birden fazla gayrimenkul geliştiricisinin aynı ürünü birbirine yakın konumda yapmasına engel olur ve etkin kullanımını sağlayacak bölgelerde inşa edilmesini sağlar. Bu sayede şehrin düzenli gelişimi için katkıda bulunulmuş olur.

- Yabancıların Mülk Edinmesi

Yabancı ülke vatandaşlarının karşılıklılık ilkesi uyarınca ülkeler arasındaki ikili anlaşmalara bağlı olarak gayrimenkul edinmelerini sağlayan yasalar bu kapsamda yer almaktadır. Büyük yatırımcıların yanında bireysel yatırımcıların da ilgisini yabancı ülkelere çeken bu yasa sayesinde özellikle gelişmiş ülkelere yaşayan emeklilerin nispeten daha ucuz ve gelişmekte olan ülkelere gayrimenkul satın aldığı ve bu ülkelere yerleştiği görülmektedir (**Holland, 2006**).

- Dış Yatırımlara Açıklık

Yabancı yatırımcıların ülke içinde doğrudan yapabilecekleri gayrimenkul yatırımlarına izin veren gerekli düzenlemelere sahip olan ilkeler dış yatırımlara açık ülkeler olarak kabul edilirler. Yatırım şekli yabancı yatırımcının tek başına doğrudan yatırım yapması ya da yerel bir ortak ile birlikte yatırım yapması şeklinde olabilir. Günümüzde en çok dış yatırım alan ülkeler sıralamasında ilk sırada Çin ve Hindistan yer almakta, bunları A.B.D takip etmektedir (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

- Yerel Yatırımlar / GYO'lar

Ana faaliyet konusu gayrimenkul yatırımları olan GYO'ların kurulumu ile ilgili olarak yapılan yasal düzenlemeler sayesinde daha düzenli ve daha büyük projeler geliştirilebilmekte, halka arzı mümkün olan GYO'lar küçük yatırımcılar tarafından da takip edilebilmektedir (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

- Ekonomik-Askeri işbirliği örgütlerine üyelik

Dünya genelinde farklı amaçlar için kurulmuş olan askeri, ekonomik ve benzeri alanlarda birlikte hareket eden ülkeler bu sayede kendi güvenliklerini ve ekonomilerini güçlendirmektedirler. Ekonomik işbirliğine en iyi örnek Avrupa birliği, askeri işbirliği için ise NATO verilebilir. Asya ülkeleri de benzeri ekonomik ve askeri işbirliği kurulmakta ve bu sayede bölgesel bir sinerji yaratılmaktadırlar. Gayrimenkul yatırımları işbirliği dahilinde olan ülkeler arasında daha rahat ve hızlı gerçekleşmekte, hazır halde olan temel ticari anlaşmalar sayesinde hem yatırımcı hem de yatırım yapılan ülke ekonomisine katkıda bulunmaktadır (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

- Politik istikrar

Gelişmekte olan ülkelere yaşanan ekonomik krizler, daha fazla demokrasi isteği, askeri ve sivil üst düzey yetkililerin iktidar savaşları ve benzeri siyasi bozukluklar bu ülkelere dış kaynaklı yatırımların gelmesini engellemekte, ülke içinde ise yatırım yapmak için çok riskli koşullar oluşturmaktadır. Siyasi iktidarın güçlü olduğu ve istikrarın korunduğu Rusya bu sayede dünyanın en çok ilgi gören yatırım merkezlerinden biri haline gelmiştir (**Holland, 2006**).

### 3.3.3 Sosyal / Demografik

- Nüfus / Nüfus Dağılımı

Özellikle perakende sektörü ile ilgili yatırımları yakından ilgilendirmekte olup alışveriş merkezi ve eğlence merkezi yatırımları ülke nüfusunun yoğun olarak yaşadığı yerlerde ağırlık kazanmaktadır. Bu nüfusu oluşturan bireylerin dağılımı ise diğer bir etkili unsurdur, genç ve dinamik yapıya sahip olan nüfus ile yaşlı nüfus arasındaki denge yine perakende sektörü yatırımcılarının öncelikle inceledikleri konulardır (<http://www.wikipedia.org/wiki>; **Holland, 2006**).

- Şehirleşme oranı

Şehirleşme nüfusun kırsal alandan şehre doğru göç etmesi sonucu şehir nüfusundaki artış olarak tanımlanabilir ancak bu tanıma ek olarak şehre göç eden kişilerin şehrin tüm imkanlarından tam olarak planlı ve yasal bir şekilde faydalandığı durum dikkate alınmalıdır aksi takdirde gecekondulaşmanın da şehirleşme kapsamında değerlendirilmesi gerekir. Hızına ve oranına bağlı olarak şehirleşme şehrin ekonomisi ve genel ekolojik yapısı üzerinde önemli değişikliklere neden olabilir. Ekonomik değişikliklerin başında seri imalata geçiş, hizmet sektörünün ortaya çıkışı verilebilir. Bu oranın artması ile birlikte gayrimenkul talebinde paralel bir artış ortaya çıkar, talebin arzdan fazla olması genelde karşılaşılan bir durum olup gayrimenkul fiyatlarında artışa neden olur (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

### 3.3.4 Yapısal

- Şeffaflık

Gayrimenkul alım-satım işlemlerine ait verilen, mevcut ve yapılması onaylanmış projeler hakkında bilgilerin elde edilebilmesi gayrimenkul yatırım stratejilerinin üretilmesi için temel bilgiyi oluşturur. Bu ve benzeri bilgilerin gizli olduğu ya da açıklanmadığı durumlarda gayrimenkulün değerlendirilmesi ya da geliştirilmesi aşamalarında haksız rekabete neden olmakta, projenin başarısı için büyük risk söz konusu olmaktadır (**Holland, 2006**).

- Getiri oranı (Cap Rate)

Satın alınan ya da geliştirilen bir gayrimenkulün yatırım değeri ile yıllık getirisi arasındaki orana “getiri oranı” denir. Getiri oranı yalnızca gayrimenkule yapılan yatırımın ürettiği getiriyi dikkate alır, bu hesaplamada gayrimenkulün kendisinde

meydana gelen değer artışı hesaba dahil edilmez. Örneğin 1 milyon USD bedel ile satın alınan ofis binasının brüt yıllık getirisi 100 bin USD ise getiri oranı 10% 'dur (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

- Likidite

Gayrimenkul piyasasındaki işlemlerin kısa süre içinde gerçekleştirilebilmesi çoğu zaman tarafların elinde bulunan nakit miktarına ya da temin süresine bağlıdır. Nakit paranın ya da para değişiminin hızlı olarak gerçekleştirilebildiği piyasalar likiditesi yüksek olarak adlandırılır (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

- Piyasa Temel Değişkenleri

Arz-talep dengesine bağlı olarak piyasada yer alan satışı ya da kiralanması söz konusu olan gayri menkullere ait arz miktarı, talep miktarı, boşluk oranı, satış ya da kira birim fiyatları temel değişkenleri oluşturmaktadır.

Bu değişkenler bir döngünün parçası olarak ortaya çıkar, herhangi bir zamanda oluşan talebin, arz ile karşılanması için geçen süre içinde gayrimenkulün fiyatında kısıtlı arz nedeniyle yükselme meydana gelir. Talebi karşılamak için arz miktarında artış olur ancak bu durum inşaat malzeme fiyatlarında artışa neden olur. Artan inşaat maliyeti nedeniyle gayrimenkul satış/kira değerinde artış olur. Fiyatın artması nedeniyle talep düşer ve bir tam tur gerçekleşmiş olur. Talebin artması ile bu döngü devam eder (**Holland, 2006**).

- Fiyat Artışı

Gelişmiş olan ülkelerde şehir merkezlerinde gayrimenkul geliştirme için kısıtlı miktarda arsa kalması arsa fiyatlarını yükseltmekte, yükselen arsa fiyatları nedeniyle de projelerin karşılığı düşmektedir. Gelişen ülkelerdeki durum ise daha çok artan inşaat faaliyetleri nedeniyle inşaat malzemesine ve iş gücüne olan talebin artması bu nedenle de fiyat artışının yaşanması şeklinde olmaktadır. Dünya genelinde petrol fiyatlarına bağlı olarak malzeme fiyatlarında genel bir artış da söz konusu olmuştur (**Holland, 2006**).

### 3.3.5 Küresel

- Ülkenin Coğrafi Konumu

Ülkenin dünya üzerindeki yerinin yatırım tipine bağlı olarak uygun olup olmadığı, örneğin lojistik yatırımı ise hangi ana ulaşım yolları üzerinde olduğu, denize olan mesafesi, hava ulaşımına elverişli olup olmaması gibi hususlar önemlidir. Bunun dışında coğrafi açıdan doğal merkez konumunda olan bir ülkeye yatırım yapılarak komşu olan daha küçük boyuttaki ülkelerde de faaliyette bulunulması her zaman için yatırımcıların dikkat ettiği bir husustur. Ülkenin genel şartları incelendikten sonra aranan niteliklere sahip olan şehirler üzerinde daha detaylı çalışma yapılır (**Holland, 2006**).

- Ulusal güvenlik / Terörizm

Dünya genelindeki terörizm faaliyetlerindeki artış, nükleer silahlanma ve savaşlar gayrimenkul yatırımlarının savaşların ve tehlikenin daha az olduğu bölgelere doğru kaymasına neden olmaktadır. Uluslararası yatırımcıların daha güvenli bulunduğu ülkelerde kendi ülkelerinden daha aktif durumda oldukları karşılaşılan bir durumdur. Güney Kore üzerindeki Kuzey Kore kaynaklı nükleer tehdit bu ülkedeki yatırımların büyük bir çoğunluğunun yerel olmasına neden olmuş, Güney Kore’li yatırımcıların daha güvenli bulunduğu yurt dışı piyasalara yönelmesinde etkisi olmuştur (**Holland, 2006**).

- Petrol

1998 yılında Rusya’da petrol fiyatlarının aşırı derecede düşmesi nedeniyle yaşanan ekonomik kriz ve bölge ülkelerinde yarattığı etki yakın tarihte petrolün ekonomi üzerindeki gücünü gösteren en önemli örneklerden biridir. 1998 yılından bugüne kadar geçen dönemde ise yükselen petrol fiyatları kriz yaşayan petrol üreten ülke ekonomilerine itici güç olmuştur. 2006 yılında tarihinin en yüksek seviyelerine ulaşan petrol sayesinde başta Rusya olmak üzere bölgede petrol üreten Kazakistan, Azerbaycan ve Türkmenistan’da yıllık büyüme oranları en üst seviyeye ulaşmıştır (<http://www.eiu.com>).



Özellikle Asya kıtasındaki ülkelerin büyüme hızları başta Çin olmak üzere petrol talebini arttırmaktadır. Kısıtlı kaynaklar nedeniyle de talebin karşılanamaması petrol fiyatlarını yukarı çekmektedir. Petrol üreten ülkelerin gelirleri artıyor olsa da diğer yandan petrole bağlı olarak üretilen malların fiyatlarındaki artış nedeniyle genel bir fiyat artışı söz konusu olmaktadır (<http://www.wikipedia.org/wiki>).

### 3.4 Faktörlerin Farklı Ülke/Şehir Örneklerine Göre Analizi

Bir önceki bölümde farklı kaynaklardan yola çıkılarak elde edilen ana başlıklar ve bunları oluşturan temel faktörlerin Moskova ve İstanbul şehirlerindeki etkileri incelenecektir. Bu incelemeler için söz konusu şehirler hakkında profesyonel gayrimenkul danışmanlık firmaları tarafından hazırlanmış olan raporlar, güncel piyasa bilgisi veren dergiler, resmi ve gayri resmi bilgi içeren kaynaklardan faydalanılmıştır ayrıca bu 2 şehirde faaliyet gösteren CB Richard Ellis ofis yetkilileri ile de kişisel görüşmeler yapılmıştır.

Bölüm sonunda ise her şehir için puanlama tablosu ile en önemli faktör belirlenmeye çalışılmış ve sonuç bölümünde ise Moskova, İstanbul ve Atyrau örneklerinden yola çıkarak bu faktörlerin hangilerinin daha ön planda olduğu ortalama puanlar alınarak belirlenmiştir.



**Şekil 3.4.1 : Doğu Avrupa-Orta Asya’da İncelenen Şehirlerin Konumları (CIA, 2006)**

Atyrau şehri ile değerlendirmelere ulaşmak amacıyla ülke siyasi ve ekonomik yapısı açısından benzerlik gösteren aynı zamanda bölgede yer alan diğer şehirlere göre daha güvenilir gayrimenkul datasına sahip olan Moskova şehri seçilmiştir. Karşılaştırmanın daha iyi anlaşılabilmesi ve son yıllarda gayrimenkul yatırımcılarının ilgisini fazlasıyla çekmesi nedeniyle İstanbul şehri de örnek şehir

olarak incelenmiştir. Gelişen gayrimenkul piyasaları olarak görülen ve birçok piyasa değerlendirme raporunda yatırım yapılması tavsiye edilen Moskova ve İstanbul şehirlerinin arasındaki benzerlikler de bu sayede incelenmiş olacaktır. Bu 2 şehrin incelenmesi sonucunda gayrimenkul yatırımlarını etkileyen faktörler ile ilgili elde edilecek sonuçlar Atyrau şehri için geçerli olup olmadığına bakılacak, ayrıca ortak noktalar ve farklılıklar belirtilecektir. Bu sayede Atyrau şehrine yapılacak yatırımlar ve yatırımları cazip hala getirmek için hangi hususların dikkate alınması gerektiği konusunda ana hatlar elde edilmiş olacaktır.

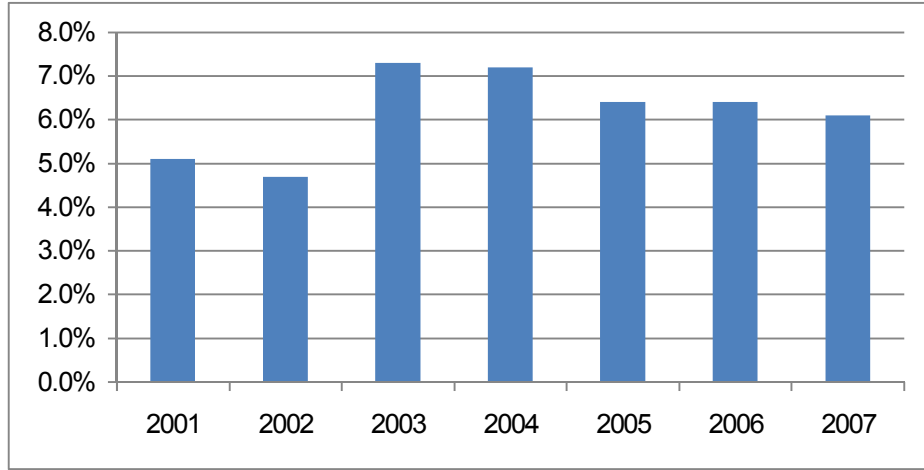
### 3.4.1 Rusya / Moskova



Şekil 3.4.1 : Rusya Federasyonu (CIA, 2006)

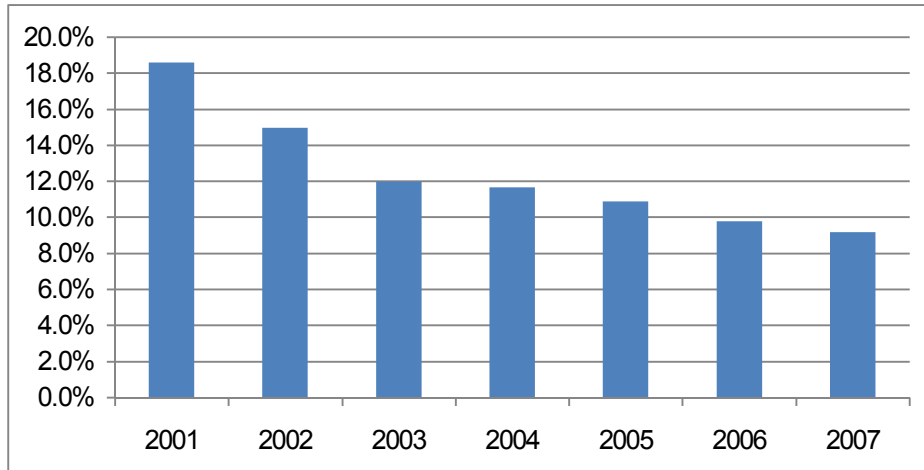
- Ekonomik / Coğrafi

1991 yılında Sovyetler Birliği'nin dağılması sonrasında kurulan ülkelerin en büyüğü ve ekonomik açıdan en güçlüsü olan Rusya Federasyonu bu gücüne rağmen ilk yıllarda ekonomik açıdan zorluklar çekmiştir. 1998 yılına kadar toparlanma eğiliminde olan ekonomi ve yaşam standardı petrol fiyatlarındaki düşüş ve buna bağlı kriz nedeniyle yeniden kötü günlere geri dönmüştür. Petrol ve petrol ürünlerine dayalı olan ekonomi siyasi iktidarın da el değiştirmesi ve düzgün hükümet politikaları sayesinde 2001 yılı itibarıyla yukarı yönlü hareketine başlamıştır.



**Şekil 3.4.1.1 : Gayrisafi Yurt içi Hasıla Değişimi (<http://www.eiu.com>)**

Son 5 yıl içerisinde ortalama %6 oranındaki gayri safi milli hasıla artışı ile birçok gelişmekte olan ülkeyi geride bırakmış Avrupa ülkeleri ortalaması olan %2 büyüme oranının çok üzerine çıkmıştır.

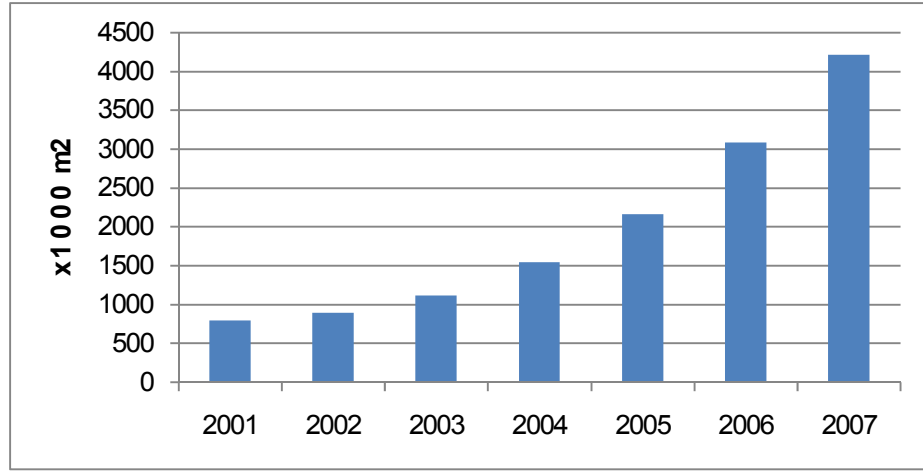


**Şekil 3.4.1.2 : Enflasyon Değişimi (<http://www.eiu.com>)**

Petrol ve doğal gaz fiyatlarındaki yükselme ve eski Sovyetler Birliği ülkeleri ile yapılan ticaret gelirleri sayesinde bu oran artmaya devam etmiştir. 2007 yılında bu değer %6 olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Bu ekonomik gücün getirdiği diğer bir değişiklik ise enflasyon oranındaki düşüş olarak görülmektedir. 2007 yılı beklentisi %9 civarındadır. Her ne kadar bu oran Avrupa ülkeleri ortalamasından yüksek olsa da gelişmekte olan bir ülke için oldukça iyimser bir değerdir.

Halkın alım gücündeki artış sayesinde ekonomik olarak canlanma sağlanmış, yeni iş imkanları ve artan iş hacmi sayesinde ise 2001 yılında %9 olan işsizlik oranı 2006 yılında %6'ya inmiştir. Halkın artan ekonomik gücü ve düzenli gelir sahibi olması uzun vadeli borçlanma faiz oranlarının gerilemesine neden olmuş ancak bu düşen değer artan yüksek talep nedeniyle tekrar yükselerek enflasyon değerinin 5-6 puan üzerine çıkmıştır. Aynı dönem içinde genel olarak uygulanan tüm vergi oranlarında ise %2 ile %11 arasında indirimler söz konusu olmuştur.

Moskova'nın sahip olduğu konum ve güçlü ekonomik yapısı nedeniyle depolama alanlarına yapılan yatırımlarda artış görülmektedir. İç ve dış ticaretin gerçekleştiği, taşımacılık için kullanılan yollar üzerinde bulunması ayrıca mevcut alışveriş merkezi ve diğer sektörlerin depolama ihtiyacı nedeniyle depolama alanlarının 2007 yılında 2001 yılındaki stoğun 8 katına ulaşması beklenmektedir.



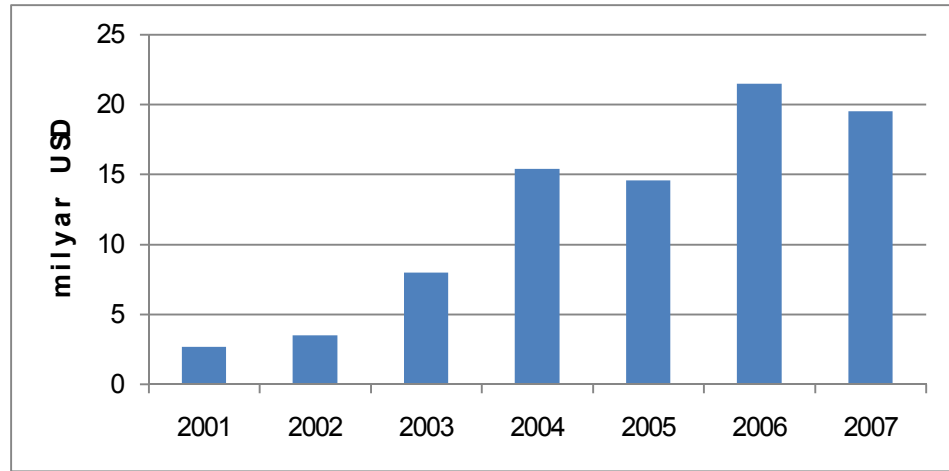
**Şekil 3.4.1.3 : Depolama Alanı Stoğu (JLL, 2006; <http://www.eiu.com>)**

Depolama alanlarının genelde şehir dışında ana ulaşım yollarına yakın mesafede olduğu görülmektedir, Son yapılan yatırımlar özellikle havaalanı çevresinde yoğunlaşmakta ancak genel olarak bakıldığında ise tren istasyonları ve diğer şehirlere bağlanan ana yolların da depo yatırımları için çekici oldukları görülmektedir. Alışveriş merkezleri ise araç ile kolay ulaşımın sağlanabileceği, genelde iş merkezleri ile konutların yoğun bulunduğu bölgeler arasında, birbirlerine olan mesafelerinin potansiyel müşteri alanları çakışmayacak şekilde olmasına dikkat edilerek yerleştirildiği görülmektedir.

- İdari / Politik

Moskova şehri tarih boyunca ülkenin en büyük şehri olma konumunu korumuştur. Eski bir yerleşim alanı olması nedeniyle birçok tarihi bina barındırmakta ancak buna karşın eski yerleşim alanı dışına doğru çıkıldıkça yeni iş ve konut alanlarının oluşturulduğu görülmektedir. Birçok eski Sovyetler Birliği ülkesindeki gibi Moskova şehrinde de planlı yapılaşmayı sağlayan bir imar planı bulunmamaktadır, ancak bu durum yerel otoritelerin kararları sayesinde gerçekleştirilebilen projeler şeklinde yapılabilmektedir (Colliers, 2006b).

Rusların yurt dışında gayrimenkul satın alması ve karşılıklılık ilkesi uyarınca da yabancıların Rusya’da gayrimenkul alabilmesi Moskova’da inşaat sektörünü ateşleyen önemli etkenlerden biridir. Bu alanda en büyük payı Türk inşaat şirketleri almaktadır. Rusya’nın dışa açılması ile birlikte ülkeye yapılan doğrudan yatırımlardaki miktarı aşağıda Şekil 3.4.1.4’de verilmiştir.



Şekil 3.4.1.4 : Doğrudan Yapılan Yabancı Yatırım Miktarı (<http://www.eiu.com>)

Sovyetler Birliği dönemindeki kapalı ekonomi yerine dış yatırımlara açık olan ekonomik sistem sayesinde yerli yatırımcılar da faydalanmıştır. 2001 yılında çıkarılan GYO kurulumu yasası ile birlikte yabancı yatırımcılar ile birlikte proje geliştirme faaliyetlerine başlanmıştır. Bu GYO’ların ülke genelinde bir çok yatırımı mevcut olup aynı zamanda menkul kıymetler borsasında da işlem gören, halka açık şirketler de vardır.

Soğuk savaş döneminin en büyük nükleer gücü olan Sovyetler Birliği’nin mirası doğrudan Rusya’ya kalmıştır. Ancak doğu bloğu ülkeleri olarak geçen ülkelerin birer birer Avrupa Birliği ülkelerine doğru yönelmesi nedeniyle siyasi gücünü kısmen yitirmiştir. Bölgede halen ekonomik ve askeri açıdan en büyük güçlerden

biri olan Rusya, bölgenin diğer büyük güçleri ile işbirliği içindedir. Bunların en önemlileri ise Çin ve Kazakistan'dır. Ticari açıdan ise halen eski Sovyetler Birliği ülkelerinin en büyük ticari ortağı olmayı devam ettirmektedir. Birçok ülke halen ana ihtiyaçlarını Rusya'dan sağlamaktadır. Örneğin Kazakistan'ın Rusya ile ticareti tüm ithalatının %30'unu oluşturmaktadır. 2007 yılı itibariyle ise Rusya'nın Dünya Ticaret Örgütü (WTO) 'ne üye olması beklenmektedir. Ancak bu üyelikle birlikte birçok ticaret kanununda değişiklik yapması söz konusu olup daha açık bir pazar olması gerekmektedir (**Noble Gibbons CBRE, 2005; Colliers, 2006b**).

1991 yılında Boris Yeltsin'in devlet başkanı olmasından 2000 yılında Viladimir Putin'in başkan seçilmesine kadar geçen dönem Rusya için çok inişli çıkışlı ve istikrarsız bir dönem olarak tanımlanmaktadır. Viladimir Putin'in seçilmesi ile birlikte tüm temel ekonomik göstergelerde pozitif değişimler görülmeye başlanmış ülkenin genel ekonomik yapısı iyileşme göstermiştir. Halen iktidarda olan Viladimir Putin 2008 yılında yerini halkın seçeceği yeni devlet başkanına bırakacaktır. Ekonomik göstergelere bakıldığında en önemli değişim yıllarının 2001 yılı yani Viladimir Putin'in ilk icraat yılının sonu ve 2004 yılı yani Viladimir Putin'in ikinci defa başkan seçildiği yıl olduğu görülmektedir (<http://www.eiu.com>).

- Sosyal / Demografik

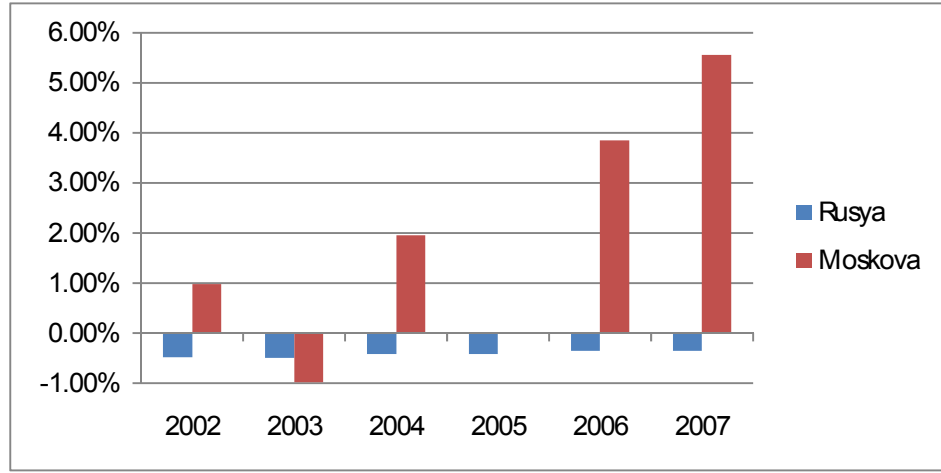
Rusya Federasyonu'nun başkenti olan Moskova ülkenin batısında Avrupa kıtası sınırları içinde kalmaktadır. Komşu ülke başkentleri ve Rusya'nın önemli başlıca büyük şehirlerinin ortasında yer alan, resmi olmayan tahminlere göre Moskova'da yaklaşık 12,5 milyon kişi yaşamaktadır. Bu sayı Sovyetler Birliği'nin dağılmasından önce 8,9 milyon olarak kayıtlarda yer almaktadır. Geride kalan 15 yıl (1991~2006) sonunda nüfusun yaklaşık olarak %40 oranında artmış olduğu görülmektedir. Aynı dönem içinde ise Rusya genel nüfusu 147 milyon kişiden 142 milyon kişiye inmiştir, bu yaklaşık toplam nüfusun %3 oranında azaldığını göstermektedir. Oldukça geniş bir coğrafi alanı kaplayan Rusya'da 1991 ve 1998 yıllarında yaşanan ekonomik krizler nedeniyle etnik kökeni farklı olan kişilerin ülkeyi terk etmesi ve diğer eski Sovyetler Birliği ülkelerinde (Kazakistan, Özbekistan, Kırgızistan, Türkmenistan vs.) yaşayan Rus nüfusun Rusya'ya geri dönmesi nedeniyle göç hareketi yaşanmıştır. Moskova konum itibari ile Avrupa ile Rusya'nın iç kısımları arasında köprü rolü görmesi nedeniyle daha fazla iş imkanı sağladığı için ve ayrıca yaşam şartları mevcut altyapısının iyi olması sayesinde diğer şehirlere göre daha rahat olması sonucu iç

göç almıştır. Bağımsız Devletler Topluluğu üyelerinin kendi aralarındaki ülkeye giriş çıkış işlemlerindeki kolaylık ve sağladıkları çalışma imkanları nedeniyle Moskova’da Rus vatandaşı olmayan kişilerin sayısı ile birlikte toplam nüfusun 15 milyona ulaştığı iddia edilmektedir (<http://www.eiu.com>).

**Tablo 3.4.1.1:** Rusya, Moskova Nüfus Değişim Tablosu (JLL, 2006;  
<http://www.eiu.com>)

Nüfus (milyon kişi)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
Rusya	146	145.3	144.6	144	143.4	142.9	142.4
Moskova	10.2	10.3	10.2	10.4	10.4	10.8	11.4

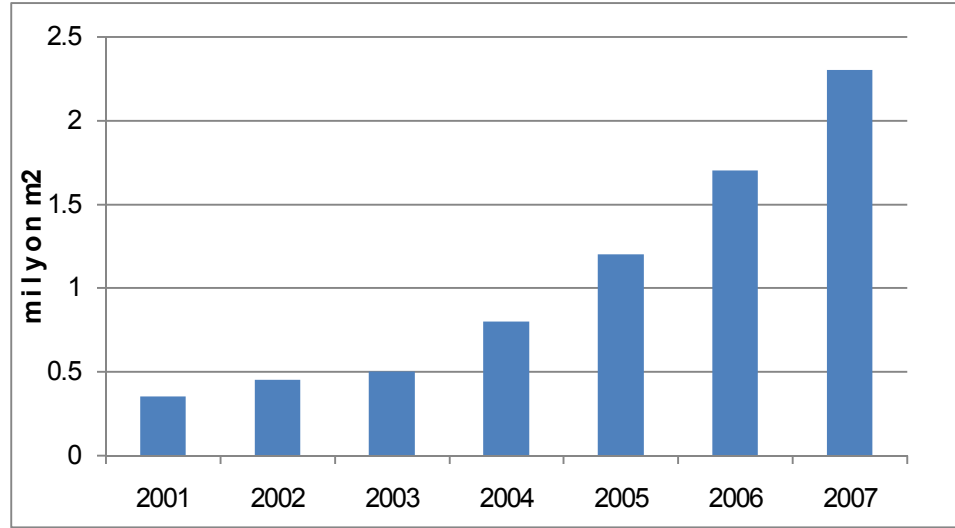
\*Tahmini değer



**Şekil 3.4.1.5 :** Rusya ve Moskova Nüfus Değişim Oranları (JLL, 2006;  
<http://www.eiu.com>)

Tablo 3.4.1.1’de Rusya genel nüfusu ve Moskova nüfusu verilmiştir, 2006 ve 2007 yılları için verilen sayılar uzmanlar tarafından yapılan tahminlerdir. Şekil 3.4.1.5’de ise Tablo 3.4.1.1’de verilen değerler dikkate alınarak hesaplanan nüfusun bir önceki yıla göre değişimi verilmiştir. Bu grafikte Rusya nüfusunun negatif alanda yatay seyirde olduğu buna karşın Moskova nüfusunun ise artmakta olduğu görülmektedir.



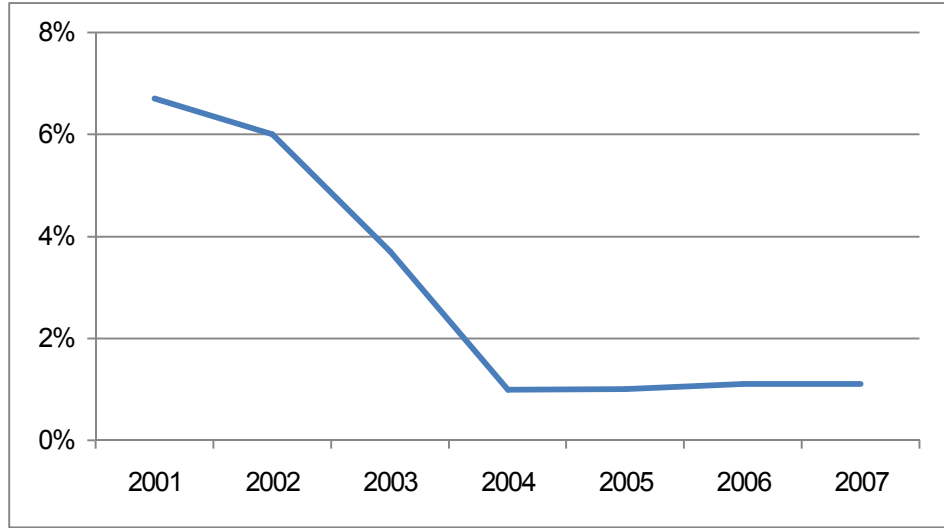


**Şekil 3.4.1.6 : Alışveriş Merkezi Stoğu (JLL, 2006; DTZ, 2006d)**

Tablo 3.4.1.6’da verilen Moskova şehrine ait toplam alışveriş merkezi stoğu 2004 yılı sonu itibariyle daha önceki 3 yıla göre daha yüksek bir artış göstermiştir. Şehrin nüfusunun da aynı yılda benzer bir yükseliş yaptığı Şekil 3.4.1.5’de görülmektedir. 2005 ve 2006 yıllarında da artış devam etmiştir. 2007 yılı için ise bu miktarın 2,3 milyon m<sup>2</sup> değerine ulaşması beklenmektedir.

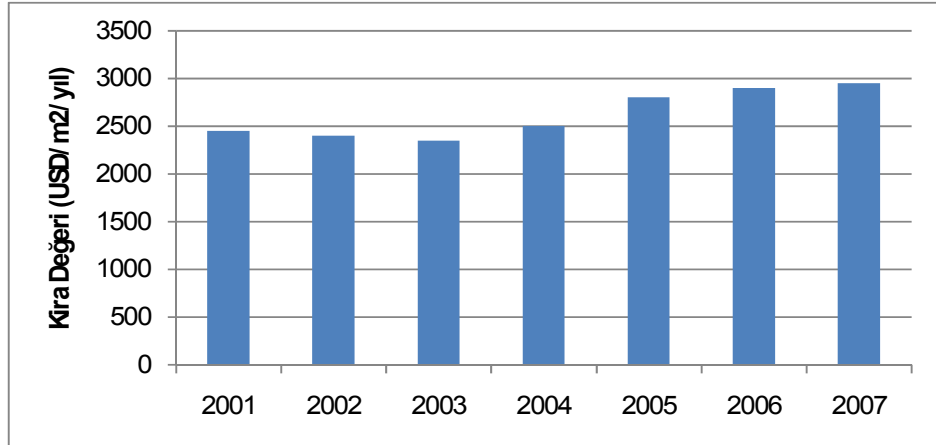
Alışveriş merkezi stoğundaki artışa rağmen bu alışveriş merkezlerinin kullanıcı sayısındaki artış ve kullanılan alan nedeniyle boşluk oranı minimuma ulaşmıştır. Bu durum artan nüfusun tüketimde etkili olduğu alışveriş merkezi sayısının artmasına rağmen boşluk oranının düşmesi ise perakende sektörünün de geliştiğini göstermektedir. 2007 yılı için boşluk oranının sabit kalması beklenmekte ancak buna karşın nüfusun artmaya devam edeceği öngörülmektedir. Bu durumun muhtemel etkisi ise alışveriş merkezi kiralarının yükselmesi olarak Şekil 3.4.1.8’de gösterildiği gibi olacaktır.

Kısıtlı miktarda olan alışveriş merkezi alanı nedeniyle yüksek olan kiralar yeni alışveriş merkezi arzı ile birlikte düşme eğilimine girse de nüfusun yani tüketici sayısının artmasına bağlı olarak artan yeni alışveriş merkezi talebi nedeniyle yükselmiştir. Yeni alışveriş merkezlerinin sağladığı alanın artmasına rağmen kiraların yükselmesi ise bu alanları kullanmak isteyen firmaların sayısındaki artış ile açıklanabilir. Talebin arz ile karşılanması arasında geçen süre içindeki kısıtlı kullanım alanı doğrudan kiraların artışına neden olmakta, artarak devam eden talep nedeniyle de bu farkın kapanmasına kadar kira artışı gerçekleşmektedir.



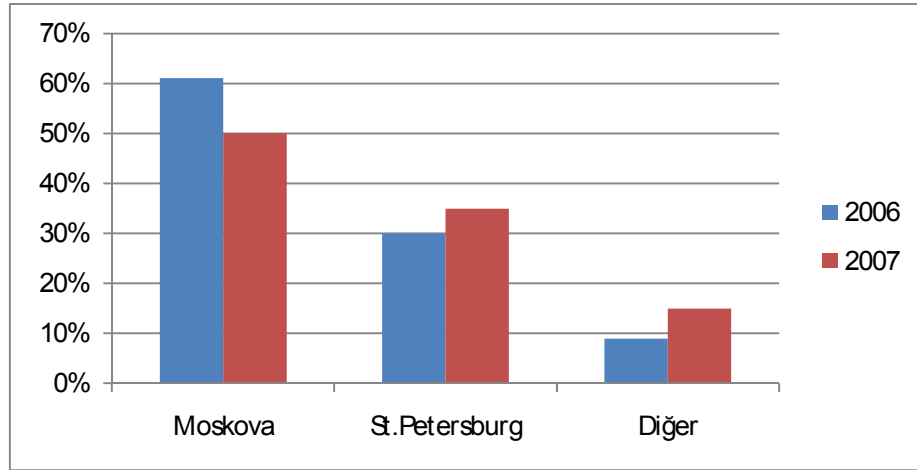
**Şekil 3.4.1.7 : Alışveriş Merkezi Boşluk Oranı (JLL, 2006; <http://www.eiu.com>)**

Şekil 3.4.1.8’de 2500 USD/m<sup>2</sup> civarında olan yıllık kira değerinin talep ve arzın birlikte artması sonucu 3000 USD/m<sup>2</sup> seviyesine yaklaştığı görülmektedir. Talebin sabit kalması ya da azalması ve yeni arz edilecek olan alışveriş merkezleri ile kira değerinin önce yatayda sabit kalması sonrasında ise düşüşe geçmesi ve dengeye ulaşması beklenebilir.



**Şekil 3.4.1.8 : Alışveriş Merkezi Kira Değeri (JLL, 2006; <http://www.eiu.com>)**

Şekil 3.4.1.9’da ise Rusya genelinde bulunan alışveriş merkezlerinin 2006 yılı itibariyle ülke genelindeki dağılımı ve 2007 yılındaki tahmini dağılımı gösterilmektedir. Rusya’nın en büyük şehri olan Moskova’nın konumu ve potansiyel müşteri sayısının da etkisiyle yaklaşık %60 oranında paya sahip olduğu görülmektedir. İkinci sırada ise yaklaşık 2 milyon nüfusa sahip olan St. Petersburg şehri yer almaktadır. Her iki şehir de konum olarak ülkenin Avrupa’da yer alan toprakları içinde kalmakta ve komşu ülkeler ile olan bağlantı yolları üzerinde yer almaktadır.



**Şekil 3.4.1.9 : Alışveriş Merkezi Dağılımı (JLL, 2006)**

2007 yılında Moskova’nın payının düşmesi ve diğer şehirlerin payının artması ise yatırımcıların aşırı rekabet ortamından uzaklaşması ve henüz rekabetin oluşmadığı diğer şehirlere yönelmesi olarak yorumlanabilir. Moskova’nın payının azalması bu şehirdeki yatırım miktarının azaldığı anlamına gelmemektedir, bu durum daha çok diğer şehirlere olan ilginin artması sonucu ortaya çıkmaktadır.

Sovyetler Birliği zamanındaki güçlü dönemlerine dönmeye başlayan Rusya’da iş ve yaşam koşullarının iyileşmesi sayesinde şehirleşme oranında 2006 yılı itibariyle %73 oranına ulaşılmıştır, bu oranın ekonominin ve siyasi yapının güçlü durumunun devam etmesi durumunda artması beklenmektedir (JLL, 2006) .

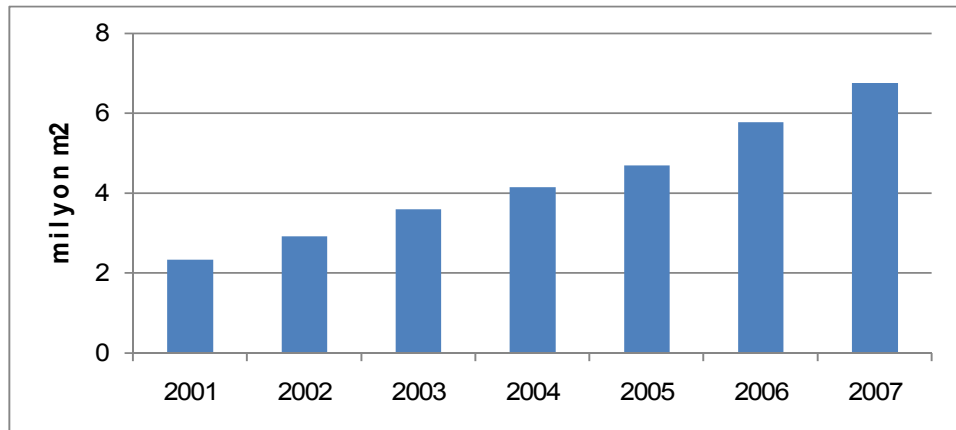
- Yapısal

2000 yılı öncesinde adından pek de bahsedilmeyen Moskova ülkenin genel ekonomik yapısındaki olumlu gidiş 10 milyon civarındaki nüfusu ile gayrimenkul yatırımcıları için yeni bir pazar haline gelmiştir. Avrupa ülkelerindeki düşük getiri oranları nedeniyle yeni arayışlara giren yatırımcılar daha riskli ancak daha fazla getiri sağlayan Moskova gayrimenkul piyasasına girmişlerdir.

Riskli yaratan en büyük unsur olan bilgiye ulaşma zorluğu birçok yatırımcıyı yerel şirketlerle ortaklık yapmaya zorlamış bu sayede ulaşılması imkansız olarak görülen piyasa temel bilgilerine kolayca ulaşılmıştır. Halen şeffaf bir özellik göstermeyen Moskova gayrimenkul piyasası, faaliyet gösteren yabancı şirketler, GYO'lar sayesinde gelişme göstermektedir.

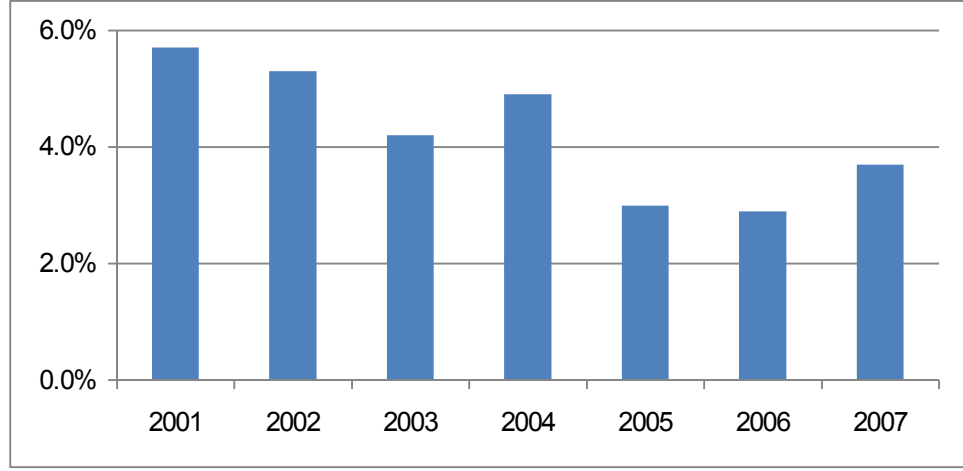
Petrol kaynaklı yüksek gelir kısa sürede el değiştirebilmekte bu sayede gayrimenkul piyasasındaki işlemler oldukça hızlı yapılmaktadır. Kurumsal yatırımcıların Rusya'ya olan ilgisine karşın Ruslar ise bireysel olarak diğer ülkelerde çok yüksek fiyatlara aldıkları gayrimenkullerle karşımıza çıkmaktadırlar.

Yüksek likidite oranı olan Moskova gayrimenkul piyasası yapısı itibarıyla en pahalı gayrimenkulları barındırmaktadır. Moskova gayrimenkul piyasasındaki değişkenleri daha iyi açıklayabilmek için aşağıda ofis binaları ile ilgili bilgiler verilmiştir. Şekil 3.4.1.10'da Moskova'da yer alan toplam ofis stoğu gösterilmektedir. 2001 yılından itibaren düzgün olarak artmakta olan ofis stoğunun 2007 yılı itibarıyla 6,5 milyon m<sup>2</sup> değerine ulaşması beklenmektedir.



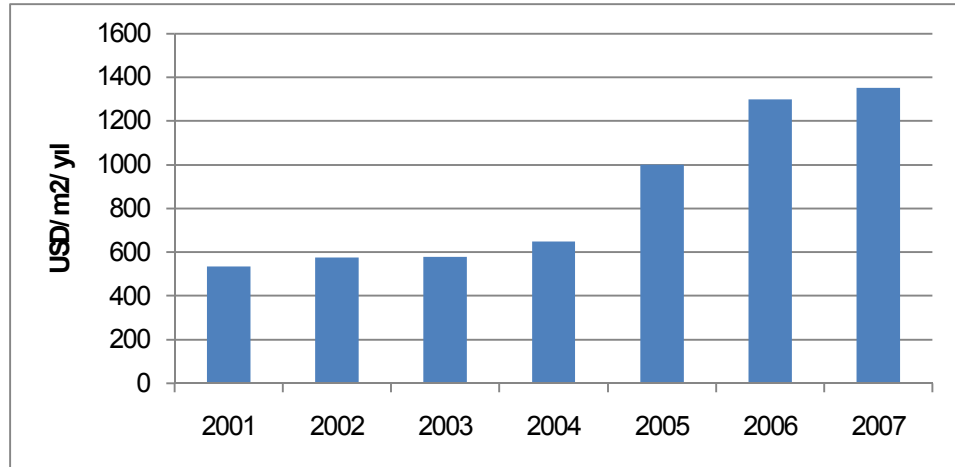
Şekil 3.4.1.10 : Ofis Stoğu (JLL, 2006; DTZ, 2006d)

Bu artan miktara karşın ofis binalarındaki boşluk oranı ise giderek azalmaktadır. Bu durum artan talebin arz ile karşılanmakta zorlandığını göstermektedir.



**Şekil 3.4.1.11 : Ofis Boşluk Oranı (JLL, 2006;DTZ, 2006d)**

Ofis arzındaki artışa rağmen boşluk oranının düşüyor olması doğrudan kira değerinde artışa neden olmaktadır. Şekil 3.4.1.12 'de verilen kira değerlerinin bu nedenle 2007 en yüksek seviyeye ulaşması beklenmektedir. Kiralardaki bu artışın diğer bir sebebi ise şehir merkezindeki yeni ofis binası yapmaya müsait arsa bulunmasındaki zorluklar, proje sayısının yani inşaat faaliyetinin artması nedeniyle yükselen inşaat malzemesi ve işçilik maliyetleridir. Bu olumsuz koşulların üstesinden gelmek için gayrimenkul geliştiricilerin şehir dışında büyük ofis kompleksleri inşa etme yoluna gittikleri görülmektedir (JLL, 2006) .



**Şekil 3.4.1.12 : Ofis Kira Değeri (JLL, 2006)**

- Küresel

Dünyanın en büyük yüzölçümüne sahip olan Rusya Federasyonu konumu itibariyle Avrupa, Asya ve Amerika kıtaları hatta Orta Doğu bölgesi ile bağlantısı olan bir ülkedir. Çok geniş sınırları ve çok sayıdaki komşusu sayesinde ülkenin ticaret imkanları oldukça fazladır. Özellikle Asya'dan Avrupa'ya doğru olan enerji yolları üzerinde yer alması nedeniyle özellikle Avrupa'ya sınır şehirleri daha gelişmiştir. Her ne kadar federasyon yapısında olsa da dış politikada tek bir güçlü ses sağlayabilmektedirler. Bu sayede hem iç hem dış politikada oldukça kararlı yapıdadırlar. Çeçenistan dışında kalan bölgelerin hemen hemen hiç birinde güvenlik sorunu bulunmamakta, Çeçenistan kaynaklı olduğu belirtilen terör nedeniyle ise genelde başkent Moskova hedef seçilmektedir. Bu durum Moskova'ya yapılan yatırımlar üzerinde henüz çok büyük bir etki yaratmamıştır.

Dünya genelinde artan enerji tüketimi ve azalan enerji kaynakları Rusya'nın bu alanda sahip olduğu gücü her geçen gün arttırmaktadır. Özellikle Avrupa'nın Rusya tarafından sağlanan enerjiye bağımlı olması enerji birim fiyatlarının tamamen Rusya'nın kontrolünde olmasına neden olmakta, Rusya bu sayede oldukça yüksek enerji gelirine sahiptir. Bu durumun yeni enerji kaynaklarının bulunamaması durumunda Rusya'nın daha da zenginleşmesini sağlayacaktır.

- Değerlendirme

Yukarıda verilen bilgiler doğrultusunda hangi faktörlerin Moskova şehrinde yapılacak gayrimenkul yatırımı için etkili olduğu ile ilgili olarak aşağıdaki tablo hazırlanmıştır. Puanlama esasına dayanan bu tabloda 1 en az etkili, 5 ise en çok etkisi olan faktörler için kullanılmıştır.

**Tablo 3.4.1.2 : Moskova Değerlendirme Tablosu**

<b>A</b>	<b>Ekonomik / Coğrafi</b>	
1	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)	3
2	Faiz Oranı Değişimi	3
3	İşsizlik Oranı	3
4	Enflasyon	3
5	Vergi	3
6	Gayrimenkulun Konumu	4
<b>B</b>	<b>İdari Politik</b>	
1	İmar Planı / Planlı Yapılaşma	4
2	Yabancıların Mülk Edinmesi	3
3	Dış Yatırımlara Açıklık	4
4	Yerel Yatırımlar / GYO'lar	4
5	Ekonomik-Askeri İşbirliği Örgütlerine Üyelik	3
6	Politik İstikrar	5
<b>C</b>	<b>Sosyal / Demografik</b>	
1	Şehirleşme Oranı	2
2	Nüfus / Nüfus Dağılımı	3
<b>D</b>	<b>Yapısal</b>	
1	Şeffaflık	5
2	Getiri Oranı (Cap Rate)	5
3	Likidite	4
4	Piyasa Temel Değişkenleri	5
5	Fiyat Artışı	4
<b>E</b>	<b>Küresel</b>	
1	Ülkenin Coğrafi Konumu	3
2	Ulusal Güvenlik	3
3	Terörizm	3
4	Petrol	3

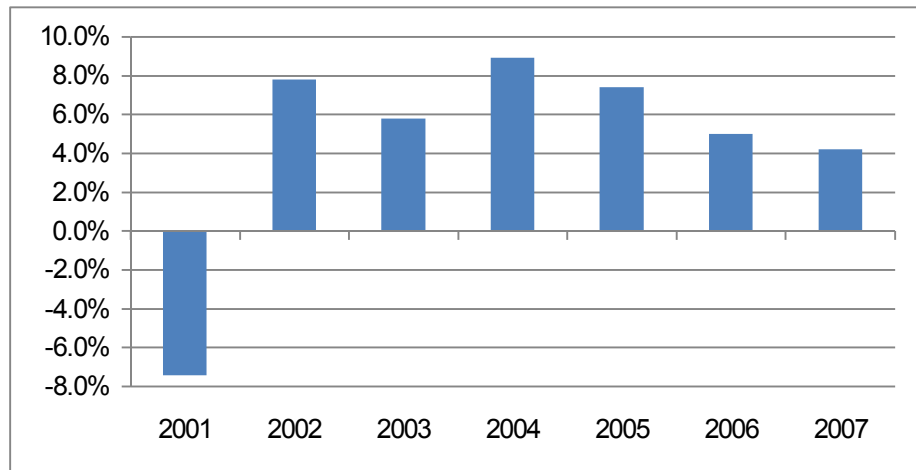
### 3.4.2 Türkiye / İstanbul



Şekil 3.4.2 : Türkiye (CIA, 2006)

- Ekonomik / Coğrafi

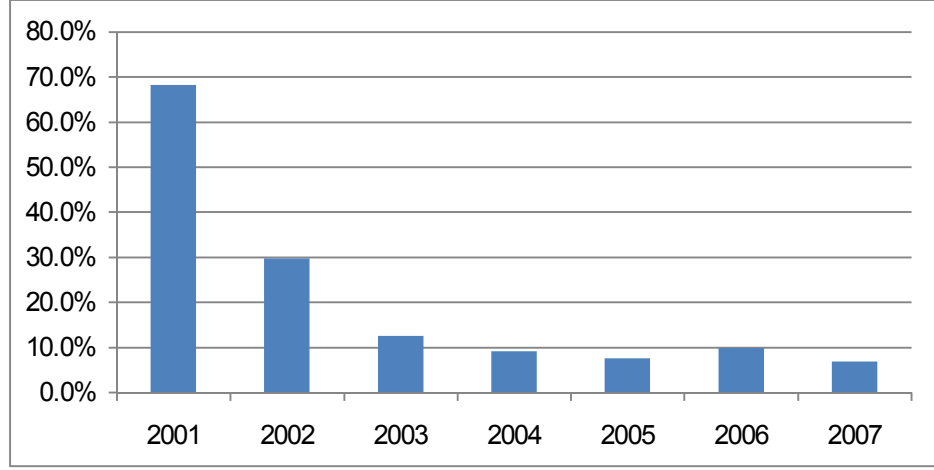
Zengin doğal kaynaklara ve yetişmiş iş gücüne sahip olmasına rağmen Türkiye uzun yıllar beklenen ekonomik iyileşmeyi gösterememiştir. 80’li yıllarda başlayan ekonomik yapıdaki değişimler ve dünya ekonomisinde edinilen önemli yer Türkiye’nin 2000 yılı sonuna gelindiğinde sıkı ekonomik uygulamaların da etkisiyle olumlu sonuçları almaya başlamasını sağlamıştır. 2001 yılındaki negatif büyüme oranını takip eden yıllardaki ortalama %5 ‘lik büyüme oranı ekonominin iyiye gittiğini gösteren en önemli işaretlerden biridir.



Şekil 3.4.2.1 : Gayrisafi Yurt içi Hasıla Değişimi (JLL, 2006; CBRE, 2006)



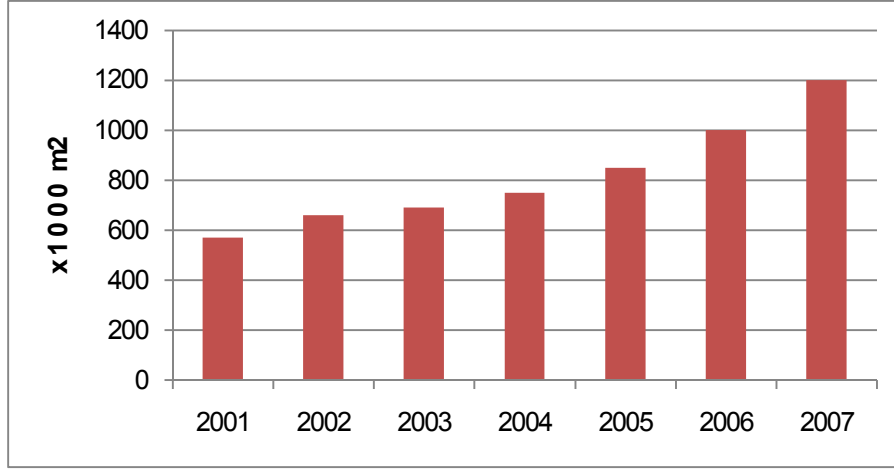
Şekil 3.4.2.1’de verilen gayri safi milli hasıla değişimindeki olumlu duruma ek olarak kronik hale halen yüksek enflasyon 2004 yılı itibariyle tek haneli sayıya gerilemiştir. Yüksek büyüme oranı ve düşük enflasyon Türkiye’nin genel ekonomik yapısının pozitif olarak yorumlanmasına sağlamıştır.



**Şekil 3.4.2.2 : Enflasyon Değişimi (JLL, 2006; PEGA, 2006)**

Konum itibariyle ise tarih boyunca en önemli geçiş noktası olan İstanbul halen bu durumunu korumaktadır. Deniz, hava, kara ve demiryolu ulaşımının kolaylıkla sağlanabiliyor olması, boğazlardan Akdeniz’e ve Karadeniz’e geçiş imkanı vermesi öne çıkan özelliklerindendir. Coğrafi konum olarak Avrupa ile Asya arasında köprü olan İstanbul bu nedenle ticaret için tercih edilen bölgedeki en önemli merkezdir.

Konum olarak tüm ulaşım yollarının kesiştiği yerde olması nedeniyle ise İstanbul hızla artan bir depolama alanı talebine sahiptir. Aşağıda Şekil 3.4.2.3’de görüldüğü üzere İstanbul’un toplam depolama alanı yaklaşık 1 milyon m<sup>2</sup>’dir. Bu miktarın artarak 1,2 milyon m<sup>2</sup> ‘ye ulaşacağı tahmin edilmektedir.



**Şekil 3.4.2.3: Depolama Alanı Stoğu (Colliers, 2006a; DTZ, 2006b)**

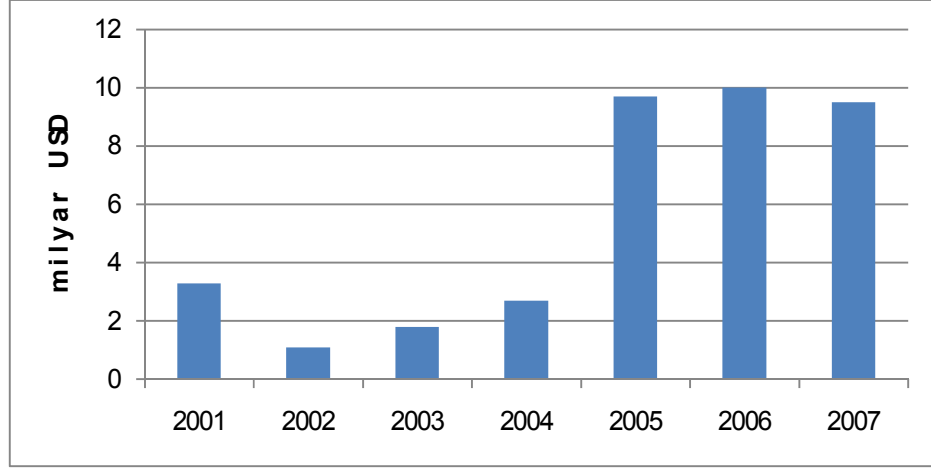
Türkiye'nin Avrupa Birliği ile ilişkilerine bağlı olarak bu miktarın artması beklenmekte, ayrıca demir yolu ve limanların iyileştirmesine paralel olarak da talebin artabileceği öngörülmektedir.

- İdari / Politik

İstanbul şehri yapılaşma için uygulanmaya hazır imar planları olmasına rağmen aldığı iç göç ve gecekondu olarak nitelendirilen izinsiz yapılaşma nedeniyle düzgün olarak gelişmemektedir. İstanbul Büyükşehir Belediyesi tarafından hazırlanan son imar planında şehrin yapısında birçok değişiklik öngörülmekte, yeni yerleşim alanlarının açılması ve sanayi alanlarının şehir dışına doğru taşınması öngörülmektedir. Bunlarla birlikte düzensiz yerleşim alanlarının yıkılması ve yerine yeni ve planlı yerleşim alanları yapılması düşünülmektedir (DTZ, 2006b).

2005 yılında çıkarılan yasa ile Türkiye'de yabancıların gayrimenkul alması imkanı sağlanmış ve bu sayede ülkeye birçok yatırımcı girişi sağlanmıştır. Bu durumdan en çok yararlanan yerler genelde sahil şehirleri olmuş İstanbul'da ise daha çok ticari gayrimenkullerin alım-satımı gerçekleşmiştir. Daha çok konut sektörünün ilgi gördüğü bu alanda ülkeler arası karşılıklılık anlaşmaların imzalanması ile yeni alıcıların Türkiye'ye gelmesi söz konusudur.

Bireysel olarak yatırım yapan yatırımcılara ek olarak daha büyük miktarda yatırım yapan yabancılara bakıldığında bu miktarın 2005 yılında sıçrama yaptığı görülmektedir. Doğrudan yapılan yabancı yatırımların 2007 yılında yaklaşık 9 milyar USD olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.



**Şekil 3.4.2.4 : Doğrudan Yapılan Yabancı Yatırım Miktarı (JLL, 2006)**

Yabancı yatırımcıların dışında ise İstanbul'un ve Türkiye'nin her tarafından görülen GYO'lar ve diğer gayrimenkul geliştiriciler tarafından gerçekleştirilen projeler 2005 yılı ile birlikte hız kazanmıştır. Birçok Avrupa ülkesinden farklı olarak GYO kurulumunu sağlayan yasaların mevcut olması sayesinde geçtiğimiz yıllarda birçok konut ve ticari proje gerçekleştirilmiştir. GYO'ların sahip olduğu avantajlar nedeniyle birçok inşaat firması ve/veya yatırımcı firmalar GYO kurmayı tercih etmektedirler.

Türkiye'nin uzun yıllardır devam eden Avrupa Birliği üyelik süreci 2005 yılında Türkiye'nin resmen aday ülke olarak ilan edilmesi ve müzakerelere başlaması ile hız kazanmıştır. Bu süreçte olumlu ve olumsuz birçok olaya rağmen adaylık sıfatı Türkiye için oldukça yararlı olmuştur. Bunun etkisi 2004 yılı sonrasındaki ekonomik göstergelerdeki değişimden kolaylıkla anlaşılabilmektedir. Türkiye'nin diğer taraftan Türki cumhuriyetler ile kurmaya çalıştığı birliktelik ise Asya kıtası içinde ekonomik olarak iyi bir konum elde etmesini sağlayacaktır. Bu ülkelerin zengin petrol ve doğal gaz kaynaklarının Türkiye üzerinden geçerek dış pazarlara ulaştırılması projesi Türkiye'nin en önemli projelerinden biridir (JLL, 2006); Colliers, 2006a).

Bu olumlu tabloda Türkiye'nin çok uzun bir aradan sonra tek başına iktidar olan bir parti tarafından yönetiliyor olmasının da katkısı vardır. Recep Tayip Erdoğan

hükümetinin aldığı ekonomik ve siyasi kararlar neticesinde Türkiye'nin daha istikrarlı bir yapıya kavuştuğu görülmektedir. Ancak bu duruma negatif etkisi olan en büyük etkenler komşu ülkelerdeki siyasi belirsizlik ve savaşlardır. Buna ek olarak da ülke içindeki terör olayları ülkenin iç güvenliğini tehdit etmektedir.

- Sosyal / Demografik

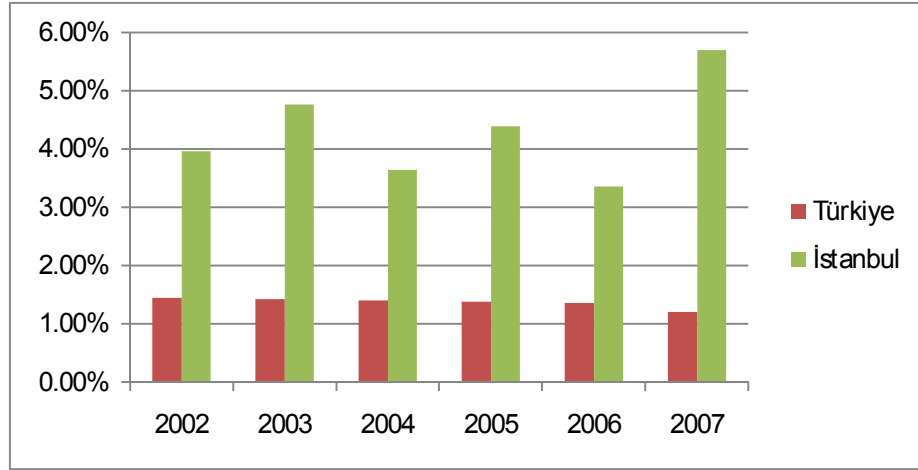
Türkiye'nin barındırdığı nüfus açısından en büyük şehri olan İstanbul aynı zamanda iş dünyasının da merkezi konumundadır. Avrupa ve Asya kıtalarını birbirine bağlayan şehrin nüfusu resmi olmayan kaynaklara göre 15 milyon kişidir. Türkiye nüfusunun yaklaşık 5'te 1'ini barındıran İstanbul bu nedenle ekonomik olarak da en büyük katkıyı sağlayan şehirdir.

Tablo 3.4.2.1'de ve Şekil 3.4.2.5'de görüldüğü üzere İstanbul'un nüfusu Türkiye nüfusuna göre daha hızlı artış göstermiştir. 2001 yılında 10.1 milyon kişi olan İstanbul 2007 yılı için yapılan tahminlere göre ise 13 milyon kişiye ulaşacaktır. Türkiye'de yaşanan bölgesel ve genel ekonomik sorunlar nedeniyle İstanbul yoğun iç göç almıştır, yerleşim alanları hızla genişleyerek komşu şehir sınırlarına yaklaşmıştır. Yaşam koşullarının merkezi alanlarda daha iyi olmasına rağmen şehrin yeni yerleşim alanlarında bu imkanların birçoğu yer almamakta, düzensiz olarak yerleşilen bu alanlar büyük köylere dönüşmektedir (JLL, 2006) .

**Tablo 3.4.2.1:** Türkiye, İstanbul Nüfus Değişim Tablosu (JLL, 2006; PEGA, 2006)

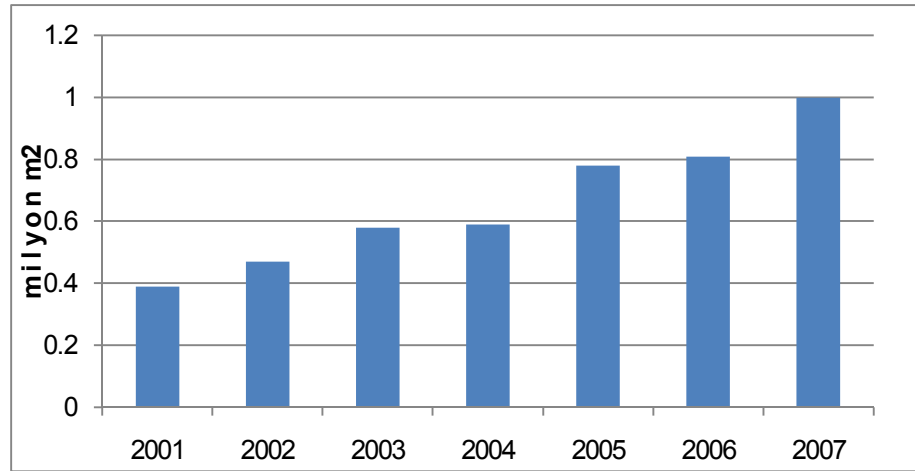
Nüfus (milyon kişi)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
Türkiye	69.3	70.3	71.3	72.3	73.3	74.3	75.2
İstanbul	10.1	10.5	11	11.4	11.9	12.3	13

\*Tahmini değer



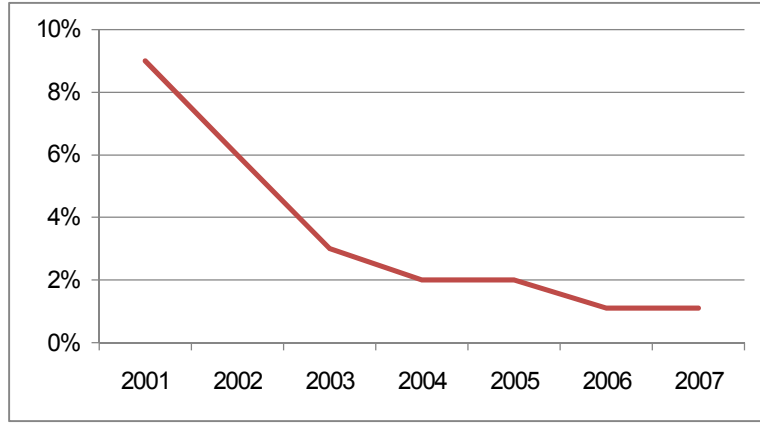
**Şekil 3.4.2.5 : Türkiye ve İstanbul Nüfus Değişim Oranları (JLL, 2006; PEGA, 2006)**

Birçok Avrupa ülkesi nüfusu ile karşılaştırıldığında oldukça yüksek olan İstanbul şehri nüfusu sahip olduğu gayrimenkul yatırımları açısından ise geride kalmaktadır. 2001 yılında 400 bin m<sup>2</sup> olan alışveriş merkezi stoğu nüfusun artışına paralel olarak 2006 yılında 800 bin m<sup>2</sup> seviyesine ulaşmıştır. 2007 yılı için ise bu toplamın 1 milyon m<sup>2</sup> olması beklenmektedir.



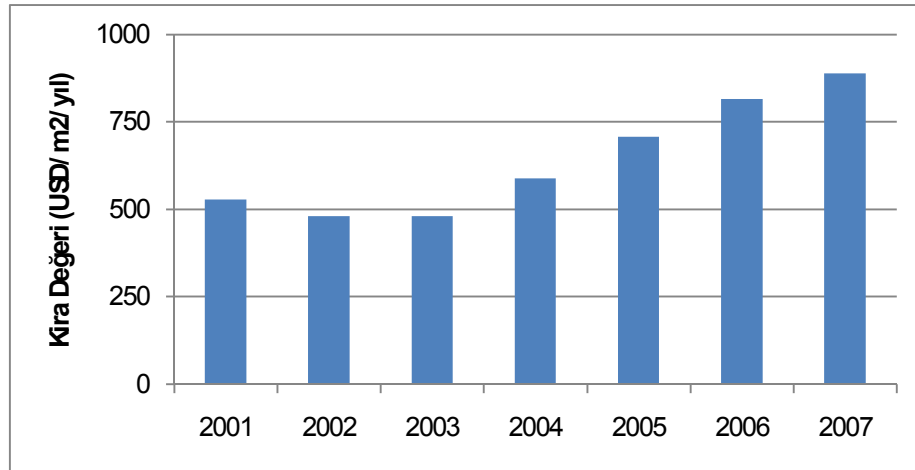
**Şekil 3.4.2.6 : Alışveriş Merkezi Stoğu (CBRE, 2006; DTZ, 2006a)**

Tüketici miktarındaki artış nedeniyle yükselen alışveriş merkezi stoğu perakende sektörünün yoğun ilgisi nedeniyle yüksek doluluk oranı ile faaliyet göstermektedirler. Ekonomik krizler nedeniyle düşen tüketim miktarının artması ile birlikte alışveriş merkezi boşluk oranı da %2 seviyesine gerilemiştir.



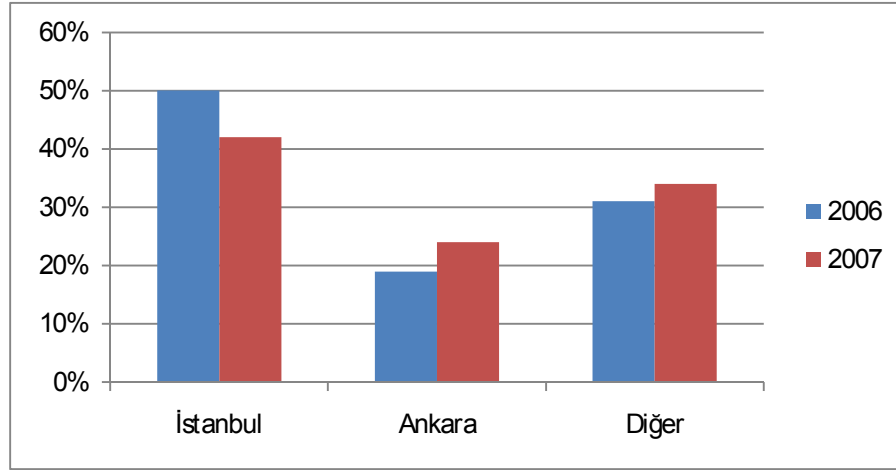
**Şekil 3.4.2.7 : Alışveriş Merkezi Boşluk Oranı (DTZ, 2006a)**

Boşluk oranının azalması ve artan talep nedeniyle kiralarda artış görülmüştür. Şekil 3.4.2.8’de de görüldüğü üzere 2007 yılında kiralara en yüksek seviyeye ulaşması beklenmektedir.



**Şekil 3.4.2.8 : Alışveriş Merkezi Kira Değeri (CBRE, 2006)**

Türkiye genelindeki alışveriş merkezi dağılımına bakıldığında ise İstanbul’un toplam alan bakımında tüm stoğun yaklaşık yarısına sahip olduğu görülmektedir. İkinci en yüksek nüfusa sahip olan Ankara ise yaklaşık %20 civarında paya sahiptir. 2007 yılında ise bu oranlarda diğer şehirler lehine değişim olması beklenmektedir. İzmir, Eskişehir, Bursa, Trabzon gibi büyük şehirlerde de yeni alışveriş merkezleri faaliyete geçecektir.



**Şekil 3.4.2.9 : Alışveriş Merkezi Dağılımı (DTZ, 2006a)**

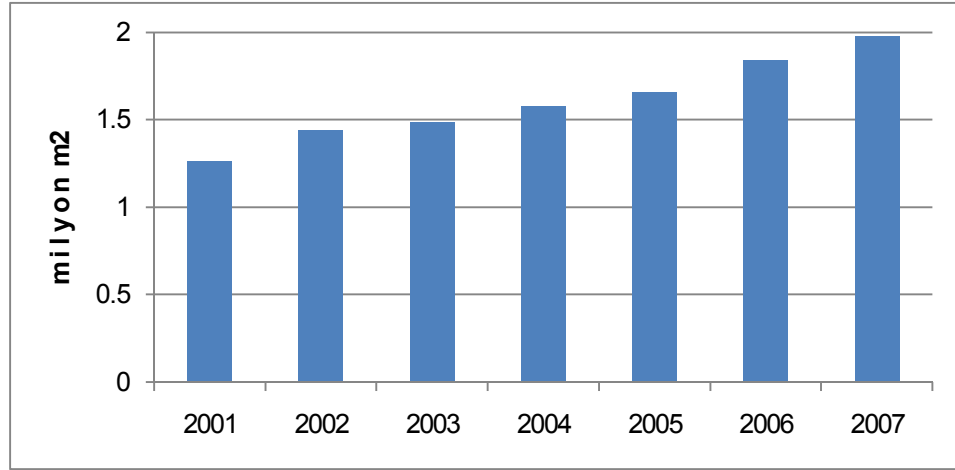
- Yapısal

Avrupa birliği görüşmelerinin olumlu havası, ekonomik göstergelerin iyiye gitmesi, siyasi istikrarın sağlanması ile birlikte canlanan gayrimenkul sektörü bu hali ile oldukça fazla ilgi çekmektedir ancak diğer yandan gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça kapalı bir yapıda olduğu ve istenilen şeffaflık düzeyinde olmadığı belirtilmektedir. Bu durumun kurumsal yatırımcıların piyasadaki payının artması ve her türlü gayrimenkul işleminin açık ve kolay ulaşılabilir halde olması sayesinde kısa sürede değişebileceği öngörülmektedir.

Şeffaf olmayan bu yapı nedeniyle oluşan risk yatırımcılar açısından yüksek getiri olarak yorumlanmakta, getirilerin nispeten düşük olduğu Avrupa piyasasından İstanbul'a doğru bir hareket yaşanmaktadır.

Gayrimenkul piyasasındaki bu hızlı gelişmenin daha iyi anlaşılabilmesi için ofis binaları hakkındaki aşağıdaki bilgiler verilmiştir.

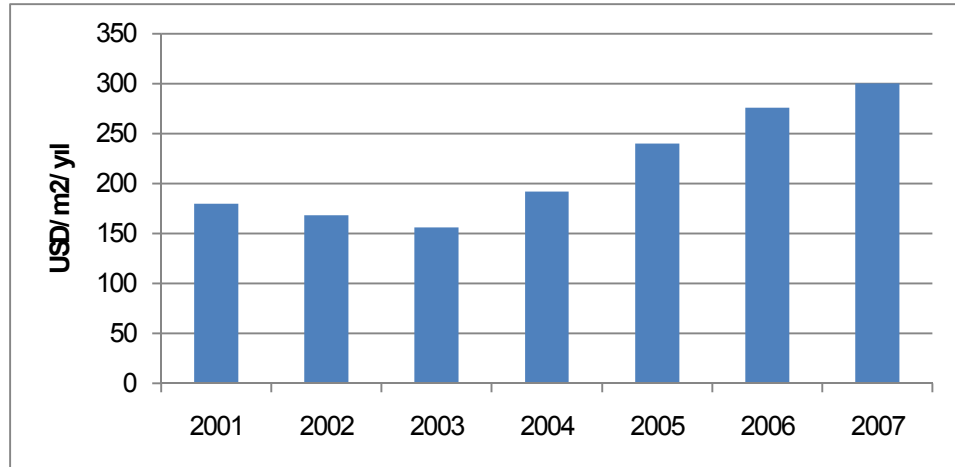
Şekil 3.4.2.10'da görüldüğü üzere İstanbul'daki ofis stoğu düzgün bir şekilde artmıştır. 2007 yılı itibarıyla toplam stoğun 2 milyon m<sup>2</sup> 'ye yaklaşması beklenmektedir.



**Şekil 3.4.2.10 : Ofis Stoğu (Colliers, 2006a; CBRE, 2006)**

Artan arza rağmen ofis kiralarındaki yükseliş devam etmiş özellikle 2005 yılı sonrası fiyatlar daha fazla yükselmiştir. Avrupa piyasaları ile karşılaştırıldığında oldukça ucuz olsa da artan talep ile birlikte bu kira değerlerinin yüksek seviyelere doğru çıkması beklenmektedir. Hali hazırda yüksek kira bedellerine ulaşan ofis binalarının ise yüksek hizmet ve inşaat kalitesine sahip oldukları görülmektedir.

İstanbul'daki yeni projelerin sayısındaki artış şehir içindeki arsaların sayısında azalmaya neden olmuş, mevcut boş arsaların ise fiyatlarında yükselmeler görülmüştür. İnşaat malzemeleri ve işçilik fiyatlarındaki artış ile birleştiğinde merkezi konumda olan projelerin fiyatlarında yukarı yönlü hareket kaçınılmaz olacaktır.



**Şekil 3.4.2.11 : Ofis Kira Değeri (CBRE, 2006)**



- Küresel

Konum açısından tarih boyunca Asya-Avrupa arasında köprü görevi gören Türkiye günümüzde de bu işlevini sürdürmektedir. Özellikle boğazlardan geçen gemi trafiği nedeniyle Karadeniz'e kıyısı olan ülkeler için oldukça önemlidir, bunun yanı sıra kara ve havayolu trafiği bakımından da iki kıta arasındaki en önemli geçiş noktasıdır. Son yıllarda enerji kaynaklarının özellikle petrol ve doğal gazın doğudan batıya doğru iletilmesinde önemli rol üstlenmiştir. Baku-Tiflis-Ceyhan petrol boru hattı Avrupa'nın Rusya kontrolü olmadan petrol sağlayabildiği en önemli iletim hattı olma özelliği taşımaktadır. Enerji iletim hatlarının ve diğer ticaret yollarının önemli olduğu bu bölgede Türkiye'ye komşu ülkelerin doğuda savaş, iç savaş ya da terörist faaliyetler nedeniyle oldukça istikrarsız ve Türkiye için tehlike oluşturur nitelikte olduğu, batıda ise nispeten Avrupa Birliği'ne üye ülkelerin olması nedeniyle daha sağlıklı bir yapı söz konusudur. Enerji kaynaklarına bakıldığında ise Türkiye kendi ihtiyaçlarını karşılamakta zorlanan ancak petrol arama faaliyetlerine hız vermiş olan bir ülkedir, artan petrol tüketimi ve bu nedenle oluşan petrole bağımlılık ülke ekonomisini olumsuz etkilemektedir. Petrol fiyatlarındaki artış çok kısa sürede ülke içinde yer alan tüm ürünlerde fiyat artışına neden olmaktadır.

- Değerlendirme

Yukarıda verilen bilgiler doğrultusunda hangi faktörlerin İstanbul şehrinde yapılacak gayrimenkul yatırımı için etkili olduğu ile ilgili olarak aşağıdaki tablo hazırlanmıştır. Puanlama esasına dayanan bu tabloda 1 en az etkili, 5 ise en çok etkisi olan faktörler için kullanılmıştır.

**Tablo 3.4.2.2 : İstanbul Değerlendirme Tablosu**

<b>A</b>	<b>Ekonomik / Coğrafi</b>	
1	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)	3
2	Faiz Oranı Değişimi	3
3	İşsizlik Oranı	3
4	Enflasyon	3
5	Vergi	3
6	Gayrimenkulun Konumu	4
<b>B</b>	<b>İdari Politik</b>	
1	İmar Planı / Planlı Yapılaşma	4
2	Yabancıların Mülk Edinmesi	3
3	Dış Yatırımlara Açıklık	4
4	Yerel Yatırımlar / GYO'lar	4
5	Ekonomik-Askeri İşbirliği Örgütlerine Üyelik	4
6	Politik İstikrar	5
<b>C</b>	<b>Sosyal / Demografik</b>	
1	Şehirleşme Oranı	2
2	Nüfus / Nüfus Dağılımı	3
<b>D</b>	<b>Yapısal</b>	
1	Şeffaflık	5
2	Getiri Oranı (Cap Rate)	5
3	Likidite	4
4	Piyasa Temel Değişkenleri	5
5	Fiyat Artışı	4
<b>E</b>	<b>Küresel</b>	
1	Ülkenin Coğrafi Konumu	4
2	Ulusal Güvenlik	4
3	Terörizm	5
4	Petrol	5

#### 4. ATYRAU ŞEHRİNDE GAYRİMENKUL YATIRIMLARINI ETKİLEYECEK FAKTÖRLERİN DEĞERLENDİRİLMESİ

##### 4.1 Atyrau Şehri

Kazakistan'ın batısında yer alan Atyrau şehri yaklaşık 50 yıllık bir geçmişe sahiptir. Sovyetler Birliği döneminde uygulanan sürgün politikası nedeniyle bu bölgeye gelen kişiler tarafından kurulan şehir sonraları zengin yeraltı kaynakları nedeniyle oldukça fazla ilgi görmüştür. Ural Nehri'nin ikiye ayırdığı şehrin batı kısmı Avrupa, doğusu ise Asya kıtasında kalmaktadır. Yerleşim alanları genelde nehir boyunca olup sanayi bölgeleri ise daha iç kısımlardadır.



Şekil 4.1.1 : Kazakistan (CIA, 2006)

Kazakistan'ın petrol başkenti olarak da bilinen Atyrau son yıllarda bulunan en büyük petrol rezervine sahiptir. Tengiz, Karabatan, Karachaganak en önemli petrol alanlarıdır. Çıkarılan petrol genelde ham olarak sınırın Rusya tarafındaki rafinerilere gönderilmektedir. Şehirde yer alan rafineri ise yenilenmesine rağmen yüksek maliyetleri nedeniyle petrol çıkaran şirketler tarafından tercih edilmemektedir. Petrol dışında başka bir geliri olmayan Atyrau şehri daha çok geçici olarak çalışmaya gelen yerli ve yabancı işçilere ev sahipliği yapmaktadır. Ancak artan petrol fiyatları ve azalan kaynaklar nedeniyle bölgeye olan yabancı sermaye ilgisi her geçen gün artmaktadır. Halihazırda bölgedeki petrol yataklarını işletme hakkına sahip olan iki büyük konsorsiyum bulunmaktadır; birincisi Chevron liderliğindeki TengizChevroil, ikincisi ise ENI liderliğindeki Agip KCO'dur. (ScotHolland CBRE, 2006)

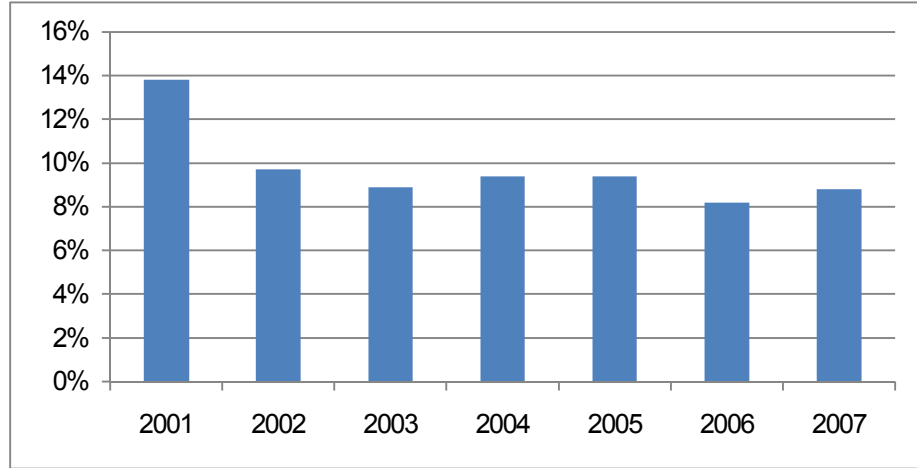
Ülkenin en büyük şehirleri olan Almaata ve başkent Astana ile karşılaştırıldığında oldukça küçük bir şehirdir ama ülke ekonomisinin %60'lık pay ile en büyük gelir kaynağı olan petrolün tamamı bu bölgede yer almaktadır.

#### 4.2 Faktörlere Göre Değerlendirme

- Ekonomik / Coğrafi

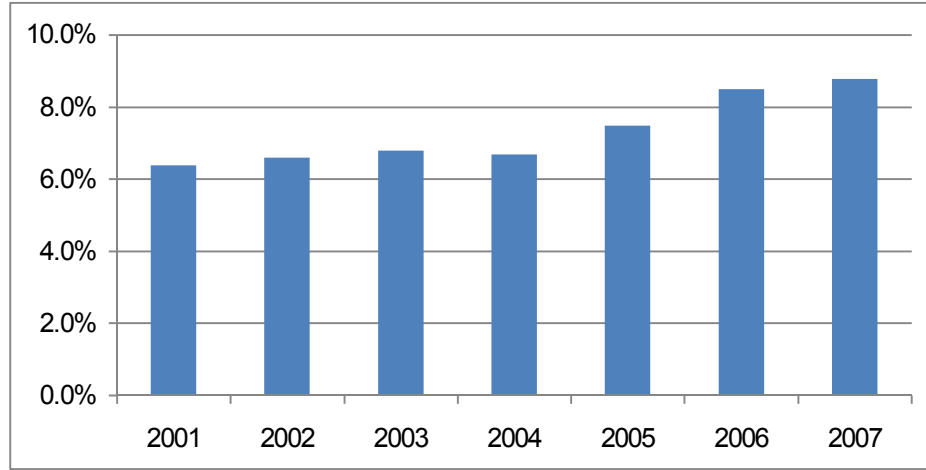
Genel ekonomik göstergelere bakıldığında ise gayri safi yurt içi hasılanın Türkiye ve Rusya'da görülenden daha iyi olduğu anlaşılmaktadır. Genel olarak yatayda istikrarlı bir şekilde giden büyüme oranının çok büyük değişim yapmadığı görülmektedir. Benzer şekilde enflasyon oranının yükseldiği ancak çok büyük sıçrama yapmadığı yatayda istikrarlı bir şekilde hareket ettiği görülmektedir.

Bu durumda bu iki faktörün etkisinin gayrimenkul piyasası üzerinde istikrarlı ve pozitif olmaları nedeniyle olumlu etki yapacağı ancak etkinin birincil önem taşıyan bir fark yaratmadığı sonucuna varılabilir. Ancak diğer yandan faiz oranlarındaki düşüş ve bu sayede daha ucuza mal olan kredi imkanları sayesinde gayrimenkul satın alma talebinde artış söz konusudur.



**Şekil 4.2.1 : Gayrisafi Yurt içi Hasıla Değişimi (JLL, 2006)**

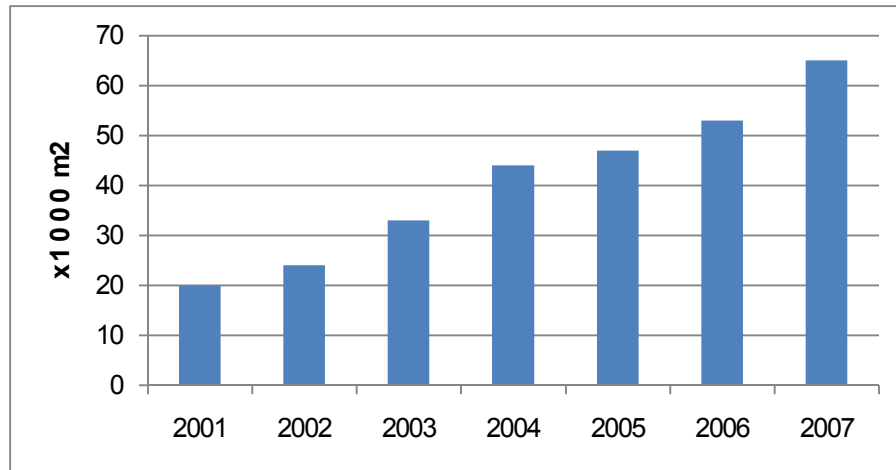
İşsizlik oranı ise %2 olup ülke genelinde işçi sıkıntısı çekilmektedir. Ülkede bir çok sektörde, başta petrol ve inşaat olmak üzere yabancı işçiler çalışmaktadır. İş sahibi olmayan nüfusun ise bir kısmı sahip oldukları gayrimenkullerin geliri ile geçinmektedirler.



**Şekil 4.2.2 : Enflasyon Değişimi (JLL, 2006)**

2003 ve 2004 yıllarında yapılan düzenlemeler ile Kazak vatandaşlarının ödediği gelir vergisinde ve diğer vergilerde %1 ile %10 arasında indirim yapılmıştır. Ancak yabancı yatırımcılardan alınan %30 oranındaki vergide değişiklik yapılmamıştır. (JLL, 2006)

Şehrin coğrafi konumu değerlendirildiğinde ise ulaşım açısından oldukça avantajlı olduğu ancak ülkenin en olumsuz iklim koşullarına sahip olması nedeniyle bu bölgeye olan insan trafiğinin düşük olduğu görülmektedir.



**Şekil 4.2.3 : Depolama Alanı Stoğu (ScotHolland CBRE, 2006)**

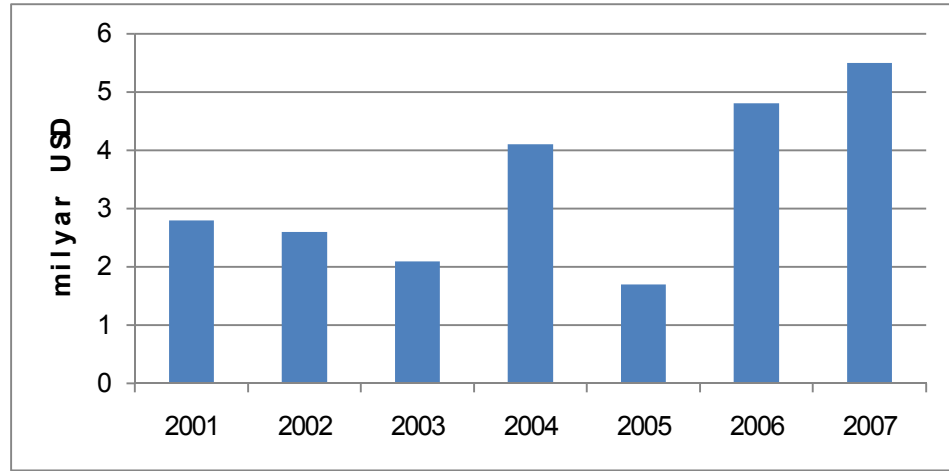
Genelde inşaat malzemesi ve petrol sektöründe kullanılan malzemelerin depolanması amacıyla kullanılan depo alanlarının miktarındaki artış ise petrol arama faaliyetlerinin yoğunlaştığı ve inşaat sayısının arttığını göstermektedir.

İstanbul ve Moskova'dan farklı olarak burada nüfus değişimine bağlı olarak bir artış söz konusu değildir.

- İdari / Politik

Ülke genelinde birçok şehirde hali hazır durumda bir imar planı bulunmamakla birlikte, Astana ve Almaata şehirleri istisna olarak kabul edilebilir. Bu nedenle bir çok yatırımcı ya da gayrimenkul geliştirici hangi bölgede ne tür bir yapı alabileceğini ya da inşa edebileceğini ancak özel görüşmeler sonrasında öğrenebilmekte ya da bu iş için izin alabilmektedir. Uygulamalar kişiye ve projeye göre değişkenlik göstermektedir.

Halen mecliste tasarı olarak bekleyen ve yabancıların gayrimenkul satın almasına imkan sağlayacak bir yasa bulunmaktadır. Ancak bu tasarının ne zaman yasalaşacağı konusunda açık bir bilgi bulunmamaktadır. Diğer yandan gayrimenkul yatırımlarının hızlandırılması ve kurumsal yatırımcıların artırılması için GYO kurulumu ile ilgili yasanın 2007 çıkması beklenmektedir. Birçok firma halihazırda GYO kurulumu için hazırlık yapmaktadır. Ülkeye doğrudan yapılan yabancı yatırımlar dikkate alındığında ise 2004, 2006 yılında artış görülmekte ve aynı durumun 2007 'de devam etmesi beklenmektedir.



**Şekil 4.2.4 : Doğrudan Yapılan Yabancı Yatırım Miktarı (JLL, 2006)**

Kazakistan'ın bölgede Rusya ve Çin ile birlikte hareket etmesi diğer ülkelere karşı konumunu oldukça güçlendirmektedir. 2007 yılında Dünya Ticaret Örgütü (WTO)'ya üye olması ile birlikte ticari bakımından uluslararası standartlara uymak durumunda kalacaktır.

Bağımsızlığın elde edilmesinden bugüne kadar olan sürede devlet başkanlığını sürdüren Nursultan Nazarbayev bölgenin en güçlü siyasi liderlerinden biridir. Ülke içi ve komşularla olan ilişkilerin yürütülmesi konusunda dengeleri oldukça iyi koruyan Nazarbayev'in görev süresi 2012 yılında dolacaktır. Birçok kişinin istikrarın temeli olarak gördüğü Nazarbayev, ülkenin kalkınması için yapılan yatırımları bizzat kendisi yönetmektedir.

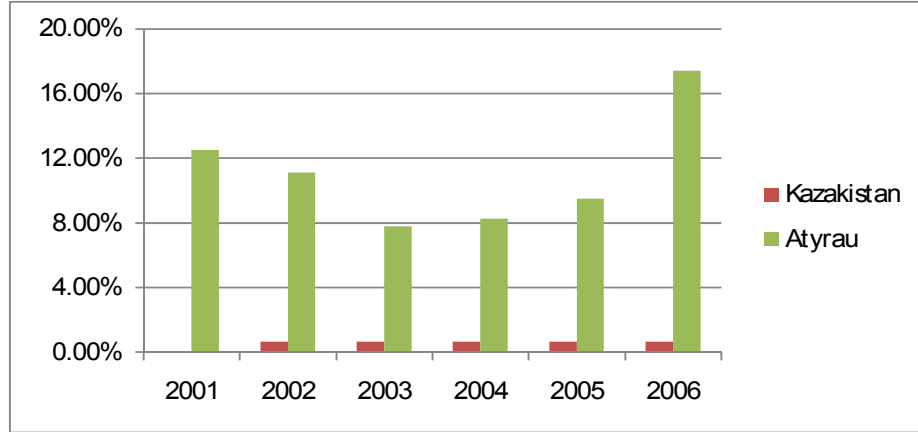
- Sosyal / Demografik

Nüfus bakımından karşılaştırıldığında Kazakistan'ın Türkiye ve Rusya'nın çok gerisinde kaldığı, hatta İstanbul nüfusuna eşit nüfusa sahip olduğu söylenebilir. Atyrau şehri ise sahip olduğu nüfus ile oldukça küçük bir şehir olarak değerlendirilebilir. Ancak diğer yandan Atyrau şehrinin nüfusundaki artış hızı İstanbul ve Moskova şehirlerinde olduğu gibi ülke nüfus artış hızının çok üzerindedir. Bu durum Atyrau'nun iç göç almakta olduğunu göstermektedir.

**Tablo 4.2.1: Kazakistan, Atyrau Nüfus Değişim Tablosu (JLL, 2006; KazStat, 2005)**

Nüfus (milyon kişi)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*
Kazakistan	14.9	14.9	15	15.1	15.2	15.3	15.4
Atyrau	0.144	0.162	0.18	0.194	0.21	0.23	0.27

\*Tahmini değer

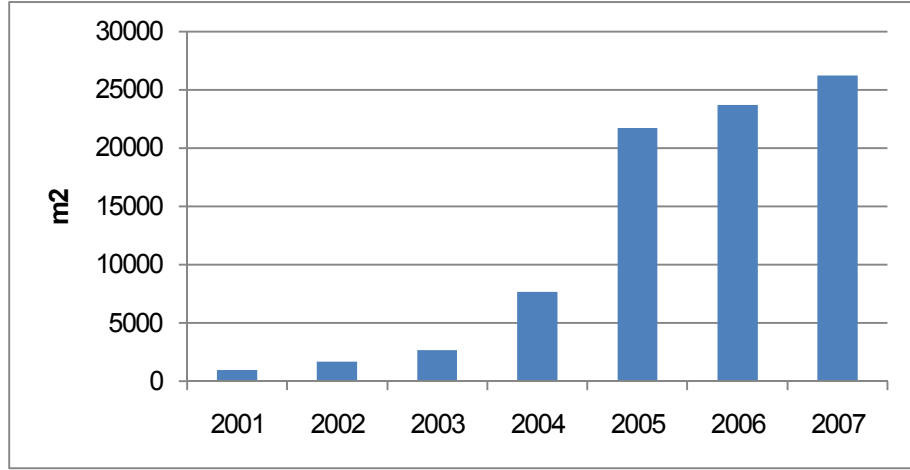


**Şekil 4.2.5 : Kazakistan ve Atyrau Nüfus Değişim Oranları (JLL, 2006; KazStat, 2005)**

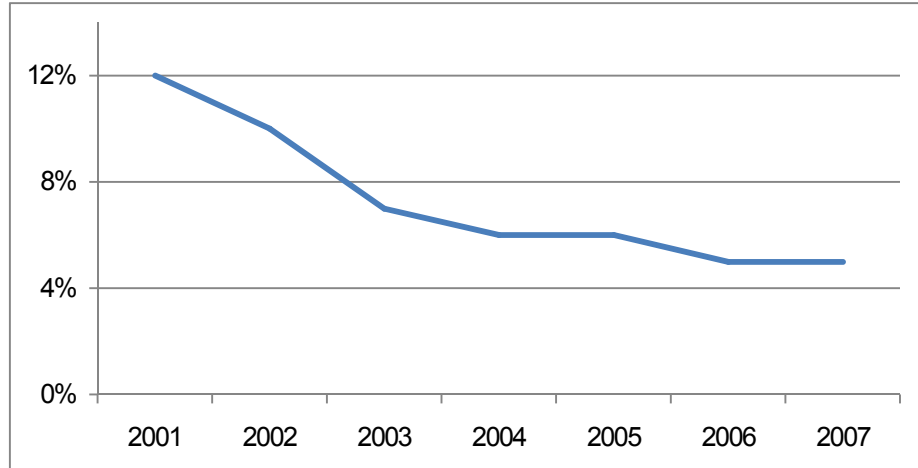
Tablo 4.2.1 ve Şekil 4.2.5' de görülen artış aşağıda Şekil 4.2.6'da verilen alışveriş merkezi stoğu ile karşılaştırıldığında 2004 yılı sonrasındaki artışların paralel olduğu görülmektedir. Şekil 4.2.7'de verilen boşluk oranındaki azalma ise

bu artan nüfusun tüketim talebindeki yükseliş nedeniyle ortaya çıkan perakende sektörü talebini göstermektedir. Şekil 4.2.8’de ise perakende sektörünün artan talebine bağlı olarak kira değerinde artış ortaya çıkmaktadır.

Bu artışlara rağmen ülke geneline bakıldığında ise Atyrau’nun büyük bir pay sahibi olamadığı görülmektedir. En büyük pay nüfusu 1,5 milyon olan Almaata ve 700 bin olan Astana şehirlerine aittir. Şehirleşme oranını arttırmak ve büyük nüfuslu kentler oluşturmak için çalışan devlet başkanı Astana ve Almaata ile özellikle ilgilenmektedir.

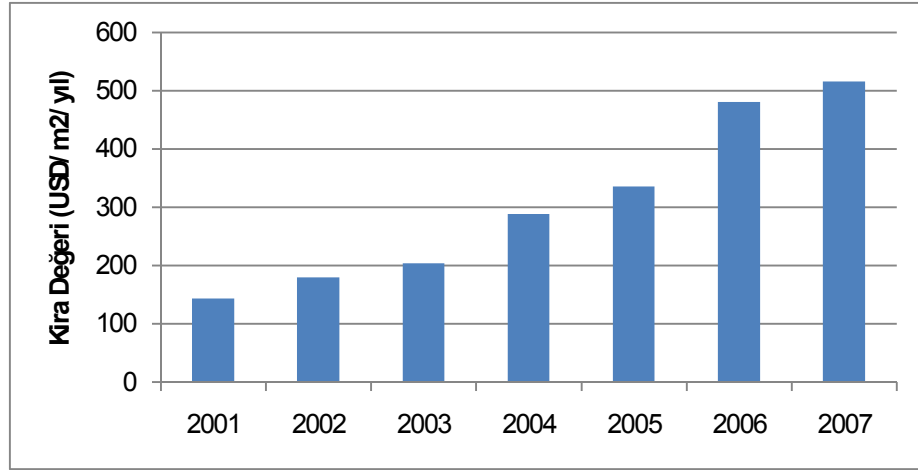


**Şekil 4.2.6 : Alışveriş Merkezi Stoğu (ScotHolland CBRE, 2006)**

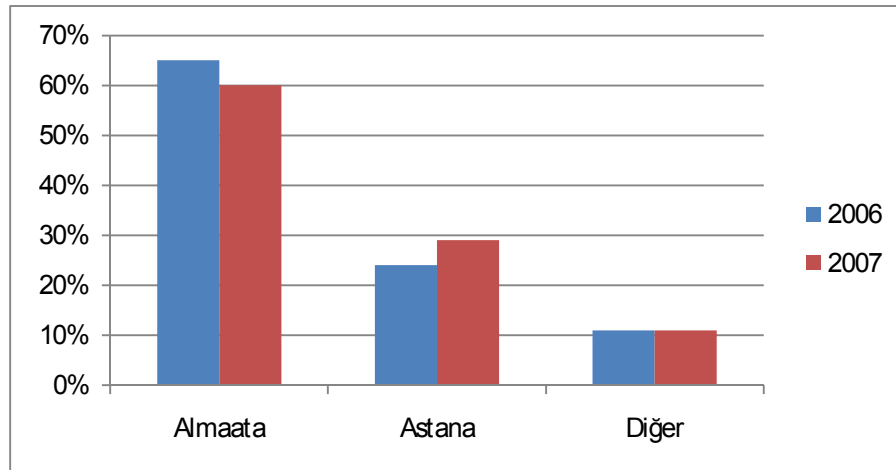


**Şekil 4.2.7 : Alışveriş Merkezi Boşluk Oranı (ScotHolland CBRE, 2006)**





**Şekil 4.2.8 : Alışveriş Merkezi Kira Değeri (ScotHolland CBRE, 2006)**



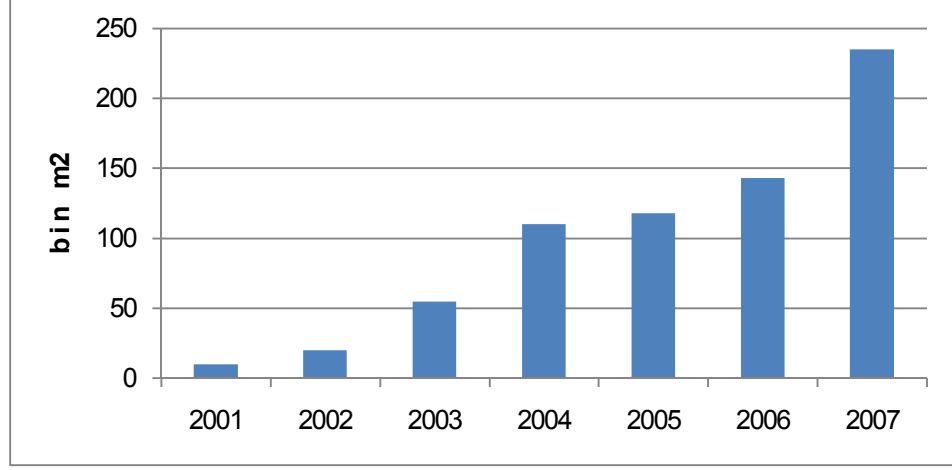
**Şekil 4.2.9 : Alışveriş Merkezi Dağılımı (ScotHolland CBRE, 2006)**

- Yapısal

Gayrimenkul piyasasındaki alım-satım işlemlerinin ve diğer bilgilerin herkese açık olmaması, bir çok farklı ve zor aşamadan geçildikten sonra ancak elde edilebilmesi şeffaflık düzeyinin oldukça düşük olduğu göstermektedir. Bu durumun GYO kurulumunu sağlayacak yasanın kabulü ve daha çok yabancı yatırımcının gelmesi ile aşılabileceği öngörülmektedir.

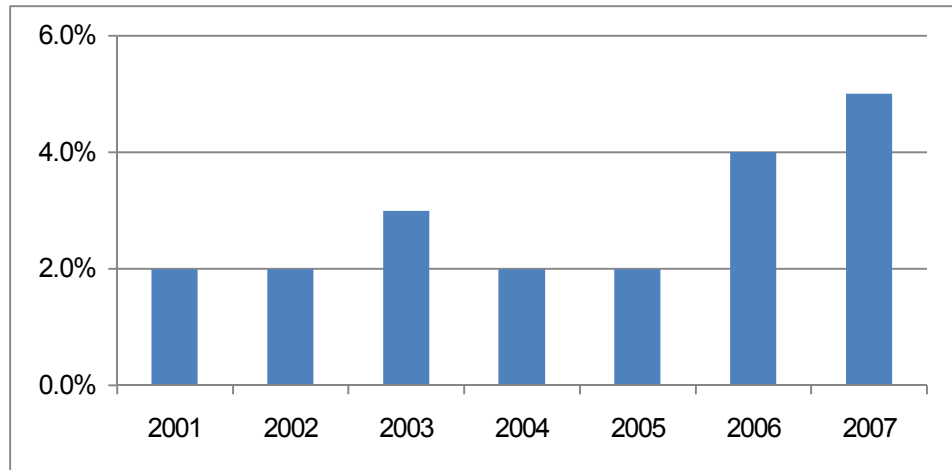
Şeffaflık düzeyinin çok düşük olması nedeniyle oluşan yüksek risk ve yüksek getiri oranları birçok yabancı yatırımcı için cazip fırsat olarak görülmektedir. %10 ve üzeri getiri sağlanan bu piyasada şeffaflığın artması ile getiri oranının da düşmesi beklenmektedir.

Mevcut piyasada hem kurumsal hem de bireysel yatırımcılar alım-satım işlemlerini oldukça hızlı gerçekleştirmekte, parasal sorunlar ve gayrimenkulün yasal olarak el değiştirmesinde sorun yaşanmamaktadır.

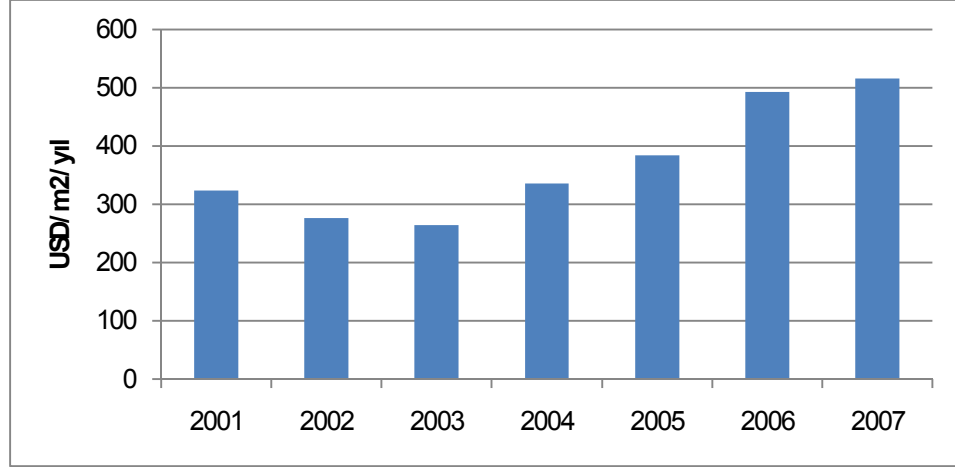


**Şekil 4.2.10 : Ofis Stoğu (ScotHolland CBRE, 2006)**

Şekil 4.2.10’da verilen ofis stoğu toplamı düzgün bir şekilde artmaktadır ancak 2007 yılında ulaşılacak toplam ofis alanına bakıldığında Moskova ve İstanbul’daki toplama göre oldukça düşük olduğu görülmektedir. Talebin ve arzın çok kısıtlı olduğu ofis piyasasında doğrudan yapılan yabancı yatırımların etkili olduğu, diğer faktörlerin ise ikincil önem taşıdığı görülmektedir. Şekil 4.2.11’de verilen ofis boşluk oranı ise normal düzeyde olup, Şekil 4.2.12’ de verilen kira değerlerindeki artışın ise daha kaliteli ve daha yüksek maliyete sahip olan ofis binalarının arzına bağlı olarak gerçekleşeceği tahmin edilmektedir.



**Şekil 4.2.11 : Ofis Boşluk Oranı (ScotHolland CBRE, 2006)**



**Şekil 4.2.12 : Ofis Kira Değeri (ScotHolland CBRE, 2006)**

Atyrau'da İstanbul ve Moskova'nın aksine şehir merkezinde proje geliştirmek için arsa bulma maliyeti yüksek değildir, ancak petrol sektörünün yoğun inşaat faaliyeti nedeniyle bu bölgede inşaat malzemesi ve inşaat işçisi bulmak zor ve pahalıdır. Bu nedenle proje maliyetleri yükselmektedir.

- Küresel

Tarihi ipek yolu üzerinde yer alan Kazakistan günümüzde ticaret yolu olma özelliğini olumsuz coğrafi şartları nedeniyle kaybetmiştir. Çin'i Avrupa'ya bağlaması planlanan kara ve demir yolu projelerinin tamamlanması durumunda ise bu durumun değişmesi söz konusu olacak Kazakistan tekrar önemli bir geçiş noktası haline gelecektir. Sahip olduğu toprakların büyüklüğü bakımından bölgede üçüncü ancak nüfus açısından son sıralarda yer almaktadır. Güçlü komşuları Çin ve Rusya ile çok dengeli ve petrole dayalı çok iyi ilişkileri vardır. Ülke nüfusunun bir kısmını komşu ülkelerden Sovyetler Birliği zamanında göç eden etnik gruplar oluşturmaktadır, bu çeşitlilik sayesinde Kazakistan bölgede sahip olduğu ekonomik gücün de etkisiyle söz sahibi olmuştur. Afganistan, Özbekistan ve Tacikistan kaynaklı olduğu öne sürülen terörist faaliyetler ülkenin bilinen tek güvenlik sorunudur, ancak bu faaliyetler komşu ülkeler ile sahip olunan iyi ilişkiler sayesinde oldukça düşük seviyededir.

Enerji kaynaklarına sahip olması ve bunların dağıtım hatlarını kontrol etmesi nedeniyle Kazakistan hızlı bir şekilde gelişmekte, petrol fiyatlarının artışından kaynaklanan nakit fazlasını alt yapı ve şehirleşmeye harcamaktadır.

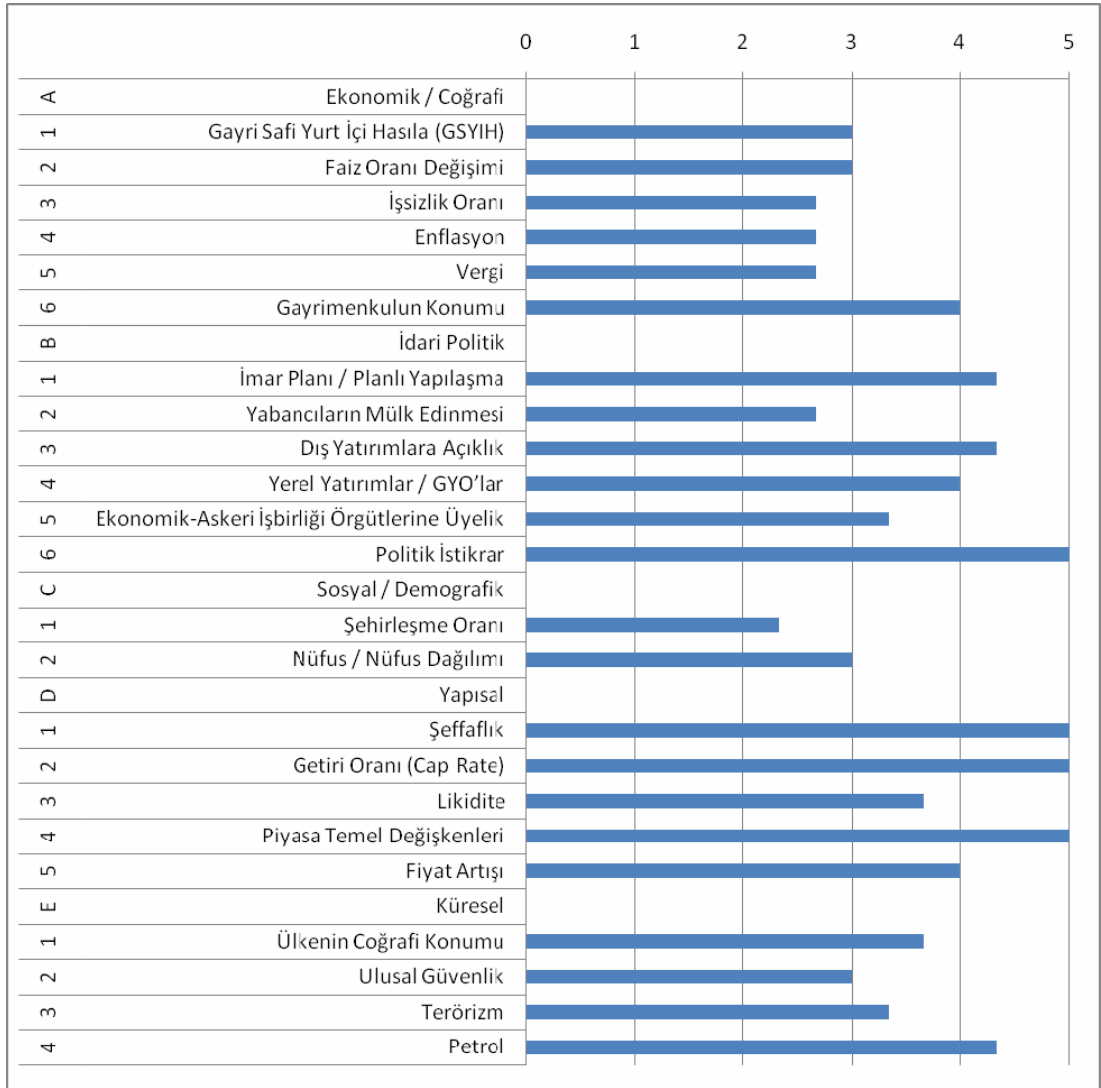
- Değerlendirme

Yukarıda verilen bilgiler doğrultusunda faktörlerin inceleme konusu 3 şehirde yapılacak gayrimenkul yatırımı için ne düzeyde etkili olduğu ile ilgili olarak aşağıdaki tablo hazırlanmıştır. Puanlama esasına dayanan bu tabloda 1 en az etkili, 5 ise en çok etkisi olan faktörler için kullanılmıştır.

**Tablo 4.2.2 : Atyrau Değerlendirme Tablosu**

<b>A</b>	<b>Ekonomik / Coğrafi</b>	
1	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH)	3
2	Faiz Oranı Değişimi	3
3	İşsizlik Oranı	2
4	Enflasyon	2
5	Vergi	2
6	Gayrimenkulun Konumu	4
<b>B</b>	<b>İdari Politik</b>	
1	İmar Planı / Planlı Yapılaşma	5
2	Yabancıların Mülk Edinmesi	2
3	Dış Yatırımlara Açıklık	5
4	Yerel Yatırımlar / GYO'lar	4
5	Ekonomik-Askeri İşbirliği Örgütlerine Üyelik	3
6	Politik İstikrar	5
<b>C</b>	<b>Sosyal / Demografik</b>	
1	Şehirleşme Oranı	3
2	Nüfus / Nüfus Dağılımı	3
<b>D</b>	<b>Yapısal</b>	
1	Şeffaflık	5
2	Getiri Oranı (Cap Rate)	5
3	Likidite	3
4	Piyasa Temel Değişkenleri	5
5	Fiyat Artışı	4
<b>E</b>	<b>Küresel</b>	
1	Ülkenin Coğrafi Konumu	4
2	Ulusal Güvenlik	2
3	Terörizm	2
4	Petrol	5

## 5. SONUÇ



**Şekil 5.1:** Faktör Karşılaştırma Sonuç Tablosu

Şekil 5.1’de üç şehirde gayrimenkul yatırımlarını etkileyen faktörler için yapılan puanlamanın ortalamasının alınması sonucu elde edilen sonuç verilmiştir. Buna göre gayrimenkul yatırımları üzerindeki en fazla etkiyi; Politik İstikrar, Şeffaflık, Getiri Oranı ve Piyasa Temel Değişkenleri göstermektedir. Bunları Planlı Yapılaşma, Dış Yatırımlara Açıklık ve Petrol takip etmektedir. Bu faktörlerin öncelikle bilinmesi yani yatırım öncesinde tespit edilmesi ve sonrasında ise ne boyutta bir etkisinin olabileceğinin yapılan yatırım projesinde dikkate alınması gerekmektedir. Yukarıda elde edilen faktörler ve etkilerinin boyutlarına göre Kazakistan’ın önemli petrol şehri olan Atyrau’ya yapılacak yatırımlar ve şehrin bu faktörler dikkate alınarak daha fazla yatırım alabilmesi için kısa ve uzun vadeli planlar hakkında önerilerde bulunulmuştur.

Kazakistan'daki politik istikrarın yaklaşık 6 yıl daha süreceği en azından devlet başkanı Nursultan Nazarbayev'in iktidarda olacağı bilinmektedir. Ancak bu durumun aksi düşünüldüğünde yani devlet başkanının bir şekilde değiştiği dikkate alınırsa ülkenin kısa süreli bir belirsizlik ortamına sürüklenmesi söz konusudur. Bu durumun ise çok uzun sürmesi tüm dünyada petrol krizine yol açabileceği için düşük bir ihtimal olarak karlımıza çıkmaktadır. Ülkede yatırımları bulunan Amerika, Fransa, İngiltere, Çin ve diğer gelişmiş ülkelerin zararına olacak bu durumun ancak uzun vadede etkisini göstermesi söz konusu olacaktır. Yeni devlet başkanının icraatlarının sonuçlarının alınması ve yeni bir düzenin kurulması vakit alacaktır. Bu nedenle politik istikrar uzun vadede dikkat edilmesi gereken bir faktör olarak karşımıza çıkmaktadır.

İkinci önemli faktör olarak karşımıza çıkan şeffaflık ise ancak iyi bir yerel ortak bulunması ile aşılabilecek bir sorundur. Yabancı bir yatırımcı için yerel kaynaklara ulaşmak hem uzun süren hem de masraflı bir yoldur ve sonuçta elde edilen bilginin doğruluğu şüphelidir. Yerel bir ortak bulunmasıyla ise mevcut piyasa koşulları ile ilgili bilgi ve tecrübe doğrudan edinilmiş olmaktadır. Geriye kalan ise bu bilgi ve tecrübeyi doğru yerde ve zamanda kullanmaktır. Yatırımın tamamen yerel ortağın bilgi ve tecrübesi üzerine kurulu olması ise büyük bir risk doğurur. Bu nedendir ki gayrimenkul yatırımlarında yerel bilgi ve tecrübe uluslararası geçerliliği olan metotlar uygulanarak analiz edilir ve sonrasında gerekli adımlar atılır. Şeffaflık bu nedenle yatırımın hemen başlangıcında etkisini gösteren bir faktör olup tamam ya da devam kararı alınmasını sağladığı için oldukça kritiktir.

Getiri oranı beklentisi piyasanın mevcut koşulları dikkate alındığında yüksek olmak durumundadır. Alınan risklerin boyutu ve piyasanın şeffaf olmayan yapısı nedeniyle getiri beklentisi Avrupa ya da Amerika gayrimenkul piyasalarının üzerinde olmak durumundadır. Minimum getiri oranı beklentisi ise %15 civarında olmalıdır. Yatırım stratejisi açısından bakıldığında ise fırsatçı ya da katma değer sağlayacak stratejilerin uygulanmasının uygun olacağı görülmektedir.

Son olarak ise piyasa temel değişkenleri gelmektedir. Yatırım kararı alma aşamasında bu faktörlerin bir çoğunun birlikte analiz edilmesi gerekmektedir. Burada verilen sıralama ise uygulama sıralaması değildir. Bu sıralama yatırımcı tarafından kendi şartlarına göre belirlenmelidir. Ancak her halükarda piyasa temel değişkenleri bu listede yer almalıdır. Ne tür bir ürünün, nerede, ne şekilde hangi fiyat karşılığında piyasaya sunulacağı, piyasadaki diğer oyuncular ve piyasanın bu ürüne olan doygunluğu gibi temel sorular yatırım kararı alınması esnasında mutlaka cevaplanmalıdır.

Atyrau için yapılması en uygun yatırımın sınırlı miktardaki yüksek kalitede ofis binası yapımı olacağı sonucuna varılmıştır. Merkezi konumda yeni bir ofis binası yapılması ve ofis katlarının bağımsız olarak daha küçük yatırımcıları satışı şeklinde olmalıdır. Bu sayede piyasada kısıtlı olan bir ürün imal edilecek ancak başka yatırımcıları satışı sayesinde kısa ve orta vadeli bu riskler bu yatırımcılara satılmış olacaktır.

Mevcut durumun iyileştirilmesi ve daha fazla yatırımın şehre çekilmesi için öncelikle nüfus yoğunluğunu artıracak yeni iş alanlarının yaratılması ve şehrin yaşamaya daha elverişli hale getirilmesi gerekmektedir. Birçok gayrimenkul yatırımının temelini oluşturan nüfus Atyrau şehrinin başlıca sorunudur. Bu uzun vadeli çözüme ek olarak nispeten daha kısa sürede sonuçları görülebilecek ancak yine uzun vadeli olan kentsel dönüşüm projeleri uygulamaya konulmalıdır. Şehrin Sovyet döneminden kalma yerleşim alanlarının yıkılması ve daha modern ve yeterli alt yapıya sahip binalar inşa edilmesi şehre olan yatırımları hızlandırması bakımından önemli bir etken olacaktır.

Her ne kadar gayrimenkul yatırımcıları yatırım yapacakları şehrin mevcut yapısına göre karar verseler de, şehri yönetenler ile yatırımcıların bir araya gelmesi sayesinde hem şehrin hem de yatırımcıların kazandığı büyük projeler gerçekleştirmek mümkündür.

## KAYNAKLAR

**CBRE, 2005.** Global Market View, CB Richard Ellis, Inc., California, U.S.A

**CBRE, 2006.** *Istanbul Property Market*, CBRE, Istanbul, Turkey

**CIA Factbook, 2006.** <https://www.cia.gov/cia/publications/factbook/index.htm>

**Colliers, 2006a.** 2006 *Real Estate Market Review Issue 1*, Colliers International, Istanbul, Turkey

**Colliers, 2006b.** *Real Estate Review*, Colliers International, Moscow, Russia

**DTZ, 2006a.** *Turkey Retail Market Overview*, DTZ Pamir&Soyuer, Istanbul, Turkey

**DTZ, 2006b.** *Turkish Logistic Market Overview*, DTZ Pamir&Soyuer, Istanbul, Turkey

**DTZ, 2006c.** *Istanbul Office Market Overview*, DTZ Pamir&Soyuer, Istanbul, Turkey

**DTZ, 2006d.** *Commercial Property Markets Overview*, DTZ, Moscow, Russia

**Esquivel A., 2006.** RELU 143 Real Estate Market Analysis & Feasibility Studies Lecture Notes, California State University, Sacramento, U.S.A

**Fund Evaluation Group, 2006.** *Investing in Real Estate*, Fund Evaluation Group LLC, Ohio, U.S.A

**Geltner D. M. and Miller N. G., 2001.** *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, South Western Publishing, Ohio, U.S.A

**Gölsün R., 2002.** Gayrimenkul Geliştirme Projeleri ve Türkiye Koşullarında Belirlenen Problemlere Yönelik Bir Gayrimenkul Geliştirme Model Önerisi, *Yüksek Lisans Tezi*, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul

**Holland R., Scot Holland/CB Richard Ellis, 2006.** Kişisel görüşme

<http://www.bayindirlik.gov.tr/iller/istanbul/hizmetdetay.php?ID=1766> , 12.10.2006

<http://www.eiu.com>, 10.11.2006

<http://www.propertydeveloper.us>, 14.09.2006



<http://www.propertyeu.info>, 10.11.2006

<http://www.wikipedia.org/wiki> , 12.09.2006

**ING Real Estate, 2005.** *Global Vision/Global Real Estate Investment Strategy*, ING Real Estate Investment Research & Strategy, New York, U.S.A

**Jones Land LaSalle, 2006.** *Moscow City Profile*, Jones Lang LaSelle Inc., Moscow, Russia

**KazStat, 2005.** *Statistical Year Book of Kazakhstan*, KazStat, Almaty, Kazakhstan

**Kodal H., 2003.** *Stratejik Planlama I, Gayrimenkul Geliştirme Yüksek Lisans Programı Ders Notu*, İ.T.Ü., İstanbul

**McDonald L., Stiver B., 2004.** *Institutional Real Estate/Investment Style Categories*, CRA Rogers Casey LLC, New York, U.S.A

**McFarland P., 2006.** *The Case for Investing in International Real Estate*, Macquarie Properties, Sydney, Australia

**Noble Gibbons CBRE, 2005.** *Commercial Property Markets*, Nobel Gibbons CBRE, Moscow, Russia

**PEGA, 2006.** *Real Estate Review*, PEGA, Istanbul, Turkey

**Peiser R. B. with Anne B. F., 2003.** *Professional Real Estate Development: The ULI Guide to the Business*, Second Edition, Washington, D.C., U.S.A

**RREEF Real Estate Research, 2006a.** *Global Real Estate Insights*, RREEF Limited, London, U.K

**RREEF Real Estate Research, 2006b.** *Asia Pacific Property Cycle Monitor*, RREEF Limited, London, U.K.

**Scot Holland CBRE, 2006.** *Atyrau & Aktau Real Estate Market Review*, Scot Holland CBRE, Almaty, Kazakhstan

**Shaffer B., 2006.** *2006 Key Market Trends*, IRETO The International Real Estate Trade Organisation, California, U.S.A

- ULI-the Urban Land Institute and PricewaterhouseCoopers LLP, 2005.**  
Emerging Trends in Real Estate, ULI-the Urban Land Institute,  
Washington, D.C., U.S.A
- ULI-the Urban Land Institute and PricewaterhouseCoopers LLP, 2006a.**  
Emerging Trends in Real Estate, ULI-the Urban Land Institute,  
Washington, D.C., U.S.A
- ULI-the Urban Land Institute and PricewaterhouseCoopers LLP, 2006b.**  
Emerging Trends in Real Estate Europe 2006, ULI-the Urban Land  
Institute, Washington, D.C., U.S.A
- ULI-the Urban Land Institute and PricewaterhouseCoopers LLP, 2006c.**  
Emerging Trends in Real Estate Asia Pacific 2007, ULI-the Urban  
Land Institute, Washington, D.C., U.S.A
- University Of California, 2004.** *Real Estate Investment Program Update*,  
University of California, U.S.A
- University Of California, 2006.** *Real Estate Investment Program*, University of  
California, California, U.S.A
- Yılmaz D., 2006.** Gayrimenkul Geliştirme Projelerinde Fizibilite Analizi, *Yüksek  
Lisans Tezi*, İ.T.Ü. Fen Bilimleri Enstitüsü, İstanbul

## **ÖZGEÇMİŞ**

1977 yılında Çorum’da doğan Ali Hakan YILDIZCI lise eğitimini Aydın Lisesi’nde tamamladıktan sonra 1996 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi İnşaat Mühendisliği Bölümü’ne girmeye hak kazanmıştır. 2000 yılında inşaat mühendisi olarak mezun olduktan sonra Alesta Sigorta Ekspertiz Hizmetleri Ltd. Şti.’de gayrimenkul değerlendirme uzmanı olarak çalışmış, 2004-2005 yıllarında ise planlama ve maliyet kontrol mühendisi olarak önce Tacikistan’da ve sonrasında Kazakistan’da çalışmıştır. 2006 yılı itibariyle Kazakistan’ın Almaata şehrinde Scot Holland / CB Richard Ellis firmasında uzman olarak çalışmaktadır.