



Anaparaya Dönüş (Kapitalizasyon) Oranı

Gelir getiren taşınmazlar genel olarak yatırım aracı olarak görülürler. Alıcı, taşınmazı satın almak için kullandığı paranın karşılığında bir getiri bekler. Bundan ötürü, yatırımcının elde etmeyi beklediği gerçek (*reel*) getiri oranı ya da anaparaya dönüş oranı; taşınmazın sağlayacağı yıllık harcanabilir (*net*) gelir ile taşınmazın değeri arasındaki oran olarak tanımlanır.

Anaparaya Dönüş Oranı = Taşınmazın Yıllık Harcanabilir Geliri / Taşınmazın Değeri

Küçük bir değişimin taşınmazın değerinde önemli sapmalar oluşturacağı göz önüne alınarak, anaparaya dönüş oranı, çok özenli bir biçimde belirlenmelidir.

Anaparaya dönüş oranının belirlenebilmesi için değişik yollar vardır:

1. Benzer Taşınmazların Anaparaya Dönüş Oranından (Piyasadan) Çıkarma

Yakın dönemde satılmış ya da satış aşamasında olan karşılaştırılabilir (*emsal*) taşınmazların harcanabilir gelirleri ve satış tutarları üzerinden anaparaya dönüş oranları saptanır. Anaparaya dönüş oranı öteki taşınmazlara göre önemli sayılabilecek ölçüde düşük ya da yüksek olan taşınmazlar ayıklanarak, değerlendirme konusu taşınmaza uygulanacak anaparaya dönüş oranı belirlenir. Karşılaştırılabilir taşınmazların, anaparaya dönüş oranları da karşılaştırılabilir olmalıdır.

2. Yatırım Kuşağı (Kredi Değer Oranı) Yöntemi

Yatırım kuşağı (*bandı*) yöntemi, yatırımın finansal yapısını çözümlenmeye çalışır. Taşınmazın ne ölçüde özkaynakla, ne ölçüde yabancı kaynakla finansmanının sağlandığına; başka bir deyişle, taşınmazın finansmanında kullanılan özkaynak ve borç oranlarının ne olduğuna bakılır. Taşınmazın satın alınmasında kullanılan yabancı kaynağın, taşınmazın satın alınmasında kullanılan toplam kaynağa oranına yatırım kuşağı ya da kredi değer oranı denir.

Anaparaya dönüş oranının belirlenmesinde; yıllık harcanabilir gelir yerine, taşınmazın satın alınmasında kullanılan yabancı kaynak için üstlenilen faiz yükü (*borç verenlerin istediği getiri oranı = yıllık borç servisi oranı*) ile özkaynak için yoksun kalınan öteki getiriler (*piyasada var olan risksiz getiri oranı*) ele alınır. Taşınmazdan elde edilmesi beklenen getirinin, taşınmazın satın alınmasında kullanılan kaynakların yük ve getirisinden az olamayacağı varsayılır.

Taşınmaz Değeri = Taşınmaz İçin Alınan Borç + Taşınmaz İçin Yatırılan Özkaynak

Anaparaya Dönüş Oranı (Ao) = Harcanabilir Yıllık Taşınmaz Geliri / Taşınmaz Değeri

Ao = (Borcun Yıllık Geri Ödemeleri Toplamı + Özkaynağın Yıllık Risksiz Getiri Tutarı) / Taşınmazın Değeri

Ao = (Go x Bp) + (Ko x (1 - Go))

Bp: Borcun, taşınmazın satın alınmasında kullanılan toplam kaynak içindeki payı.

Go: Borç geri ödeme (*kapitalizasyon*) oranı = İpotek oranı (*İpotek sabiti*).

Ko: Özkaynağı geri döndürme (*kapitalizasyon*) oranı (Risksiz getiri oranı (*Ro*) kullanılabilir).



3. Toplama / Kurma Yöntemi

Bu yöntemde, akılcı bir yatırımdan yıllık olarak beklenebilecek getirinin ne olması gerektiğinden yola çıkılarak, anaparaya dönüş oranı bileşenleri üzerinden belirlenir. Bu bileşenler, yatırımın yıllık gerçek getiri oranı (*gerçek indirgeme oranı*) ve yatırımın yıllık yıpranma payı oranı olarak adlandırılabilir.

Anaparaya Dönüş Oranı = Yıllık Gerçek Getiri Oranı + Yıllık Yıpranma Payı Oranı

a. Yatırımın Getiri Oranı (*İndirgeme/İskonto Oranı*)

Anaparaya dönüş oranının kurucu bileşeni olarak, taşınmaza yatırılan paranın kazancıdır. Beklenen ortalama getiri oranı ya da faiz oranı olarak da tanımlanır.

Taşınmaz yatırımlarından beklenecek ortalama getirinin, güncel ve olağan piyasa koşullarında, güvenli borç vermenin getirisinden düşük olamaması gerekir. Bu çerçevede, taşınmazın niteliğine göre, bankaların güvenceye bağlı krediler verirken istedikleri en uygun faiz oranının yıllık bileşiği, beklenen getiri oranı olarak ele alınabilir. Tapu kütüğünde yazılı niteliğe göre, ticari amaçla kullanılan taşınmazlar için dönem faizi ödemeli ticari kredilere uygulanan oran, konut nitelikli taşınmazlar için ipotekli konut kredilerine uygulanan oran üzerinden belirleme yapılması uygun olur. Değişik bankalardan elde edilen faiz oranları arasından, piyasa koşullarını yansıtmak açısından en uygun görülenlerin ortalamasının alınması gerçekçi bir yoldur.

Beklenen ortalama getiri oranı (*yatırımın getiri oranı*), risksiz getiri oranı ile risk primlerini içerir.

Yatırımın Getiri Oranı = Beklenen Ortalama Getiri Oranı

Yatırımın Getiri Oranı (Bo) = Risksiz Getiri Oranı (Ro) + Risk Primi (Rp)

i. Risksiz (*Kesin*) Getiri Oranı: Likide (*akışığa*) en yakın durumdaki likiditeden uzaklaşmanın; başka bir deyişle, yalnızca güvenli bir biçimde parayı kullandırmanın karşılığı olan faiz getirisidir. Parayı sürekli elde tutmaktan bir adım uzaklaşarak, yatırılan paranın ve faizinin geri dönüşüyle ilgili bir belirsizliğe katlanmadan elde edilebilecek getiri oranıdır.

Türkiye’de devlet iç borçlanma senetlerinin (*devlet tahvillerinin*) yıllık faiz oranı, geri ödenme riski olmayan getiri oranı olarak ele alınır. Devlet tahvillerine yatırılan anaparanın ve faizinin geri dönmesi ile ilgili bir güvensizlik ve risk bulunmadığı gibi, yatırılan paranın yönetilmesi yükü ve zorluğu da yoktur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Tahvil ve Bono Piyasası Kesin Alım Satım Pazarı’nda işlem gören gösterge kağıdın (*bugünlerde 7 Ocak 2015 ödeme günlü tahvil*) bileşik faizi, nominal risksiz getiri oranı olarak alınabilir.

ii. Risk Primi: İçinde bulunulan genel ekonomik düzene ilişkin (*sistemik*) olmayan, yalnızca yatırım yapılan yatırım aracını etkileyebilirken, öteki yatırım araçlarını etkilemeyecek olan, yatırım yapılan ekonomik varlık ve yatırımcının kendisiyle ilgili risklerin karşılığıdır. Likiditeden uzaklaşmanın ölçüsü, anapara ve faizinin istenildiğinde ya da gününde ve tüm olarak geri döneceğine ilişkin sağlanan güvence, yatırımın yönetilmesi yükü ve zorluğu, yatırımın yanlış yönetilmesi olasılığı gibi risklerin (*belirsizliklerin*) karşılığı olan ve içinde



bulunulan güncel koşullar çerçevesinde belirlenen primleri içerir.

Likiditeden ne ölçüde uzaklaşıldığı oldukça önemlidir. Örneğin; devlet iç borçlanma senetlerine yatırım yapmak ile konuta yatırım yapmak arasında, likiditeye geri dönüş açısından önemli derecede ayrılıklar vardır. Devlet iç borçlanma senetlerinin paraya dönüştürülmesi çok kolay olmasına karşın, bir konutun benzer hızla paraya dönüştürülmesi olanaklı değildir. Likiditeye geri dönüş kolaylığı açısından, yatırımın parasal büyüklüğü de oldukça önemlidir. Örneğin; satın alma gücünün toplumdaki dağılımına göre, 150.000.- TL'lik bir konutun 500.000.- TL'lik bir konuttan daha kısa sürede satılabileceği öngörülebilir.

Öte yandan, bir yatırım aracına yatırılan paranın geri dönüşüne sağlanan güvence de önemlidir. Örneğin; Türkiye'de devlet iç borçlanma senetlerinin anapara ve faizinin geri döneceğine ilişkin olarak oluşmuş güven, bankaya yatırılan paralar için söz konusu değildir. Bankaların batabilme olasılığına karşılık, devletin batmayacağı ve yükümlülüklerini yerine getireceği varsayılır. Bu nedenle de, Türkiye için devlet iç borçlanma senedi faizi, risksiz getiri oranı olarak ele alınır.

Yine, yatırımın yönetilmesi yükü ve zorluğu ile yatırımın yanlış yönetilmesi olasılığı da risk primi istenmesinin gerekçelerindedir. Örneğin; işletilmek amacıyla satın alınan bir iş hanının yönetilmesi bilgi ve emek gerektirir. Ödeme gücünü yitirebilecek kişilere kiraya verme nedeniyle kiraların gününde ve eksiksiz olarak elde edilememesi, iş hanının bir bölümünün boş kalması gibi durumlar yatırımdan beklenen getirinin tüm olarak elde edilmesini engelleyecektir.

Buna göre, öncelikle bankaların güvenceye bağlı krediler verirken istedikleri en uygun faiz oranını dayanak yapıp, risksiz getiri oranını da kullanarak, risk primini (belirsizlik karşılığını) belirlemek gerekecektir.

Risk Primi (Rp) = Beklenen Getiri Oranı (Bo) – Risksiz Getiri Oranı (Ro)

Sonrasında, bankaların güvenli borç verirken üstlendikleri gününde ve tüm olarak geri alamama gibi riskler ile taşınmazın satın alınmasıyla üstlenilen riskler karşılaştırılır. Bu karşılaştırmada, taşınmazın satın alınmasıyla yüklenilen riskler, bankaların güvenceye bağlı borç verirken üstlendikleri risklerden daha yüksek görülüyorsa, risk primi uygun bir oranda yükseltilir. Ters durumda da, risk primi yine uygun görülen bir oranda düşürülür.

Sonuç olarak, Türkiye'deki taşınmaz yatırımları için;

- beklenen ortalama getiri oranı (Bo) olarak, ticari bankaların güvenceli kredilere uyguladıkları en uygun faiz oranı;
- risksiz getiri oranı (Ro) olarak, İMKB Tahvil ve Bono Piyasası'ndaki yaklaşık bileşik faiz oranı;
- enflasyon oranı (Eo) olarak da, TÜİK'in oniki aylık ortalamalara göre TÜFE oranı üzerinden,

bir gerçek (reel) getiri oranının saptanması uygundur.

Yatırımın Gerçek Getiri (Reel İndirgeme) Oranı = $((Ro + Rp) - Eo) / (1 + Eo)$

Yatırımın Gerçek Getiri (Reel İndirgeme) Oranı = $(Bo - Eo) / (1 + Eo)$



b. Yatırımın Yıllık Yıpranma Payı Oranı

Taşınmaz satın alınırken ödenen anaparanın geri alınabilmesi hakkıdır. Satın alırken ödenen tutar, taşınmazın elde tutulduğu yıllar boyunca belli oranlarda geri alınabileceği gibi, taşınmazın satışı sırasında toplu olarak da geri alınabilir.

Arsa ya da arazinin kullanımla eskimeyeceği için değer yitirmeyeceği ve bu nedenle de yatırılan anaparanın geri dönüşünün, yatırım dönemi sonundaki satıştan elde edilecek tutar ile sağlanmış olacağı; başka bir deyişle, anaparayı geri alma konusunda, taşınmazın satışından elde edilecek tutarın yeterli oranda karşılık (*geri dönüş*) sağlayacağı varsayılır.

Buna karşılık yapılar yıpranacakları için sürekli olarak değer yitirirler. Bu nedenle, yapılar için faiz getirisinin yanı sıra, yıpranmaya bağlı yıllık değer yitimlerinin karşılığı tutarında bir ek getirinin de elde edilmesi beklenir. Bu ek getiri, yıllık yıpranma paylarının karşılığı olarak, taşınmaza yatırılan anaparanın azalmasını önlemeye yöneliktir. Ekonomik yaşam sürelerinin sınırlı olmasından ötürü, elde edilme gününden başlanılarak, gelir getirmeyi sürdürebilecekleri sürenin sonuna değin, yapılara yatırılan anapara geri alınmış olmalıdır. Öngörülen gelecekteki yıpranmalardan kaynaklanan bu değer yitimlerinin karşılığı, yıllık yıpranma payı oranı olarak, anaparaya dönüş oranının içinde yer alır. Ters durumda, elde edilecek getiri, likiditeden uzaklaşmanın karşılığından bile düşük olacak ve yıpranmaya bağlı değer yitiren yatırım araçlarına yatırım yapılması akılcı olmayacaktır.

c. Sonuç

Anaparaya Dönüş Oranı = Yıllık Gerçek İndirgeme Oranı + Yıllık Yıpranma Payı Oranı

Yüksek Risk → Yüksek Anaparaya Dönüş Oranı → Düşük Değer

Düşük Risk → Düşük Anaparaya Dönüş Oranı → Yüksek Değer

i. Arsa ve Araziler İçin Anaparaya Dönüş Oranı:

$$Ao(t) = ((Ro + Rp) - Eo) / (1 + Eo)$$

$$Ao(t) = (Bo - Eo) / (1 + Eo)$$

ii. Yapılar İçin Anaparaya Dönüş Oranı:

$$Ao(y) = [((Ro + Rp) - Eo) / (1 + Eo)] + (1 / Yy)$$

$$Ao(y) = [(Bo - Eo) / (1 + Eo)] + (1 / Yy)$$

Yy: Yapının kalan ekonomik yaşam süresi.

iii. Yapılı Taşınmazlar İçin Anaparaya Dönüş Oranı:

Sınırsız ekonomik yaşam süresi olan bir arsa/arazi ve sınırlı ekonomik yaşam süresi olan bir yapıdan oluşan taşınmazlar için geçerli olacak genel anaparaya dönüş oranı ne biçimde belirlenmelidir?

Genel anaparaya dönüş oranı, arsa ve yapıyı birlikte ve taşınmazın bileşimindeki ağırlıkları oranında kavramalıdır. Bu bakımdan, arsa ve yapının taşınmazın bileşimindeki ağırlıklarının, ekonomik yaşam süreleri ve taşınmaz gelirine yaptıkları katkılar çerçevesinde belirlenmesi gerekir. Yapının, “*kalan ekonomik yaşam süresi*” ile orantılı bir biçimde genel anaparaya dönüş oranına katılımı sağlanırken, taşınmazın gelirine yaptığı katkı da unutulmamalıdır. Arsa



olmadan tek başına var olamayan yapının bir gelirinden söz edilemeyeceği gibi, tek başına bir arsanın da, yapıyla birlikte sağladığı ölçüde gelir sağlayamayacağı açıktır. Bu çerçevede, arsa ve yapının birlikte oluşturdukları taşınmaz gelirini, taşınmazın toplam değeri içindeki payları oranında, arsa ve yapı arasında paylaşım gerçekçi bir yaklaşım olacaktır. Buna göre, genel anaparaya dönüş oranı içinde yapının ağırlığının, kalan ekonomik yaşam süresi ve taşınmaz gelirine yapılan katkıyla orantılı olması gerekir.

$$A_o = [(((R_o + R_p) - E_o) / (1 + E_o)) \times (1 - Y_a)] + Y_a$$

$$A_o = [((B_o - E_o) / (1 + E_o)) \times (1 - Y_a)] + Y_a$$

$$Y_a = [(1 / Y_y) \times Y_o]$$

Y_a: Yapı değerinin taşınmazın toplam değeri içindeki ağırlığı.

Y_o: Yapı değerinin taşınmazın toplam değerine oranı.

EMEK