



BİRLEŞME VE SATIN ALMALARDA FİNANSAL DURUM TESPİTİ (DUE DILIGENCE): GERÇEK VAKA İNCELEMESİ


Halil ARSLAN*


Eyyüp Ensari ŞAHİN**

Öz

Gelişmiş ekonomilerde firmalar için büyüme eşiklerinin artması, yerel para birimlerinin dünyada geçerli olması gibi faktörler birçok gelişmiş ülke şirketini geliştirmekte olan ülkelerden şirket ve varlık satın alma yoluyla büyümeye teşvik etmiştir. Yurtdışından gelen sermaye ile birleşme ve satın alma işlemleri artarken bu süreçte en etkili aşama durum tespiti çalışmalarıdır. Finansal, teknik, hukuki-vergisel, bilişim ve insan kaynakları üzerinde yapılan birçok durum tespiti çalışması bulunurken tüm birleşme ve satın alma süreçlerinde ortak olan ise finansal durum tespiti çalışmasıdır. Bu çalışmada finansal durum tespiti aşamaları ve takvimi detaylı bir şekilde incelenirken gerçek vakalar üzerinden finansal durum tespiti örneklerine yer verilmiş ve alan yazına bu anlamda önemli bir katkıda bulunulmuştur. Finansal durum tespiti çalışmalarının sonucunda elde edilen maddeler sıralanmış ve hisse devir anlaşmasının finansal risk kısmı özetlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Durum tespiti, Birleşme ve Satın Alma, Şirket Değerleme, Dışsal Büyüme.

*  Dr. Öğr. Üyesi, Ahi Evran Üniversitesi, Finans, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, halil.arslan@ahievran.edu.tr

**  Dr. Öğr. Üyesi, Hitit Üniversitesi, İİBF, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Yönetimi, eyupensarisahin@hitit.edu.tr

FINANCIAL DUE DILIGENCE IN MERGERS AND ACQUISITION: A REAL CASE STUDY

Abstract

Factors such as increased growth thresholds for firms in developed economies and local currencies being valid in the world have encouraged many developed country companies to grow through mergers and acquisitions in developing countries. While merger and acquisition transactions with capital from abroad are increasing, the most vital stage in this process is due diligence work. While there are many due diligence studies like financial, technical, legal-tax, informatics and human resources, financial due diligence is the common one for all merger and acquisitions. In this study, while the phases and calendar of financial due diligence are examined in detail, examples of financial due diligence are given over real cases and an important contribution is made to the literature in this regard. The items obtained as a result of financial due diligence studies are listed and the financial risk part of the share purchase agreement is summarized.

Keywords: *Due Diligence, Mergers and Acquisitions Company Valuation, External Growth*

1. GİRİŞ

Gelişmiş birçok ekonomide sektörlerde doygunluğun hâkim olması nedeniyle firmalar için içsel büyüme olanakları azalmıştır. Bu ülkelerde genç nüfusun azalması yurtiçi piyasada üretme seçeneklerini zorlaştırdığı gibi iç tüketimi de azaltıcı bir etkiye sahiptir. Ayrıca bu ülkelerin yerel para birimlerinin dünyada geçerli olması söz konusu ülkelerdeki firmaları dışsal büyümeye itmektedir. Birleşme ve satın alma metodu en önemli dışsal büyüme metotları arasında yer almaktadır (Şimşek & Çelik, 2012, s. 41; Gönüllü, 2017, s. 1432). 90'lı yıllarda liberalizmin gelişimiyle ülkeler arası sınırlar kalkmış ve küreselleşme rüzgârı tüm dünyayı etkilemiştir (Arslan, 2005, s. 117). Bu süreci gelişmekte olan ülkeler bir

fırsat gibi görseler de Chang (2012)'ye göre aslında durum merdivenin arkadan itilmesi şeklinde yorumlanabilir. Birçok gelişmiş ülke şirketi gelişmekte olan ülkelere giriş yapmıştır. Emekleme aşamasındaki birçok sektör de bu girişlerden olumsuz etkilenmiş ve daha gelişimini tamamlayamadan gelişmiş ekonomi şirketi tarafından satın alınmış ya da yok edilmiştir. Bu durum gelişmekte olan ekonomileri kırılgan hale getirmiş ve yurtdışı piyasalardan gelecek sermayeye bağımlı kılmıştır. İçeride yerli üretim de bu durumdan olumsuz etkilenmiştir. Chang (2012)'ye göre küreselleşmenin etkisindeki birçok görüş de sorunludur. Enflasyonun yüksek olması sanıldığı gibi kötü olmayabileceği gibi gelişmiş ekonomilerin önemli bir kısmı gelişme evresindeyken gümrük duvarları oluşturmuştur. Şahin (2018)'e göre dünyada gerçekleşen 50 bine yakın birleşme ve satın alma işleminin toplam büyüklüğü 3,6 trilyon dolar seviyesinde olup bu hacmin yaklaşık % 70'i ABD merkezli işlemlerden kaynaklanmaktadır. Ernst & Young (EY) Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2017 raporuna göre 2010 ve 2012 yıllarında birleşme ve satın alma hacmi Türkiye'de zirveyi görürken 2017 yılında yaklaşık 7,4 milyar olduğu tahmin edilmektedir. Bu tutarın %62'si yabancılar tarafından gerçekleştirilmiştir. 2017 yılında Türk yatırımcılar 176 işlem gerçekleştirirken yabancı yatırımcılar 78 işleme imza atmıştır. İşlemlerin %33'ü finansal yatırımcı tarafından gerçekleştirilirken %67'si stratejik yatırımcı tarafından gerçekleştirilmiştir. İşlemlerin %66'sında işlem süresi 6 ay ve üzerini bulmaktadır (EY, 2017). Birleşme satın alma süreci bünyesinde birçok aşamayı barındırır. Consulting (2018)'e göre satıcı firmanın ön tanıtım dokümanının gizli bir şekilde potansiyel alıcılarla paylaşımı ile başlayan süreç, detaylı tanıtım dokümanı, gizlilik sözleşmesi, bağlayıcı olmayan tekliflerle kısa listenin oluşması, veri odasının alıcılara açılımı ile başlayan durum tespiti çalışmaları, saha ziyareti, yönetim sunumu, bağlayıcı teklifler, pazarlık aşaması ve hisse devir sözleşmesi ile tamamlanır.

Bu süreçte hem alıcı hem de satıcı için en önemli aşama durum tespiti sürecidir. Firmanın karmaşık yapısına göre birçok durum tespiti çalışması yapılabilmektedir. Finansal durum tespiti, teknik durum tespiti, vergi ve hukuksal durum tespiti, çevresel durum tespiti çalışmaları bunlardan bazılarıdır (Arıkan, 2016, s. 273- 278). Durum tespiti süreçleri ortalama 1 ay ile 2 ay arasında değişmektedir. Tüm durum tespiti çalışmalarının aynı zaman diliminde yapılması satıcı için daha pratik bir süreç anlamına gelirken ekipler arasında sinerjinin gerçekleşmesi sağlanır. Durum tespiti çalışmaları arasında en çok yapılanı ise finansal durum tespiti çalışmasıdır. Firmanın geçmiş verileri analiz edilerek gelir ve giderlerinin anahtar değişkenleri belirlendiği gibi geçmişte gerçekleşen tek seferlik gelir ve giderler belirlenerek geçmiş mali tablolar düzeltilir. Böylece sürdürülebilir faaliyet karı ve net satışlar belirlenmiş olur. Bununla birlikte devir sonrası firmanın gelir ve giderlerinde gerçekleşmesi muhtemel değişkenler tespit edilir. Devir sonrası karşılaşılabilecek ilişkili taraf gelir kaybı ya da sözleşmelerin rayice getirilmesiyle artan kira giderleri gibi tüm değişkenler tahmin edilmelidir. Finansal durum tespiti sadece mali tablolar ile ilgilenmez. Çetinyılmaz (2016)'ya göre firmanın değerlemesine dair risk teşkil edebilecek tüm ticari noktaları belirler ve hisse devir sözleşmesinde söz konusu risklere karşı satıcıdan bazı garantilerin alınması sağlanmış olur. Türk firmaları için finansal durum tespiti çalışması bir maliyet unsuru olarak görülmektedir. Birçok alıcı ve satıcı, şirketlerinin değerini ve risklerini profesyonel durum tespiti ekiplerinden daha iyi bildiklerini iddia etmektedir. Oysa 80'li yıllarda ABD'de gerçekleşen şirket devirlerinde anlaşılmıştır ki gerçek maliyet, satıcıya ödenen bedelden ziyade kaliteli bir durum tespiti çalışmasının yapılmamasıdır (Davidson, 1988, s. 25; Jarrett, 1989, s. 65).

Eyceyurt ve Serçemeli (2013), Liargovas ve Spyridon (2011), Moeller ve Zhu, (2016), Yörük ve Ban (2006)'a göre yerli ve yabancı alan yazına bakıldığında genellikle birleşme ve satın alma süreçleri, durum tespiti çeşitleri

tanımlanmakta ve birleşme ve satın alma süreçlerinin şirket değerine olan etkisi üzerine çalışmalara yoğunlaşmaktadır. Çalışmamız ise gerçek finansal durum tespiti örneklerini incelemekte ve söz konusu durum tespiti çalışmalarında elde edilip hisse devir sözleşmesine konulan riskleri belirlemektedir. Örnek vakalar gerçek çalışmalardan derlendiği için satıcının ismi gizlenirken mali verilerine kısıtlı bir şekilde yer verilmiştir. Ancak potansiyel alıcıların bilgileri açıklanmıştır. Çalışmamız alan yazına durum tespiti çalışmasının detayları ile ilgili katkıda bulunmayı hedeflemektedir. Tüm örneklerin gerçek bir işleme dayanması ise bir diğer önemli noktadır. Çalışmamızın ilk kısmında alan yazına bir bakış gerçekleştirilirken ikinci bölümde metodoloji ve veriler özetlenmiştir. Üçüncü bölümde uygulama sonuçları gerçek vakalar üzerinden incelenirken son bölümde sonuçlar yorumlanmıştır.

1.1 Birleşme ve Satın Almalarda Finansal Durum Tespiti

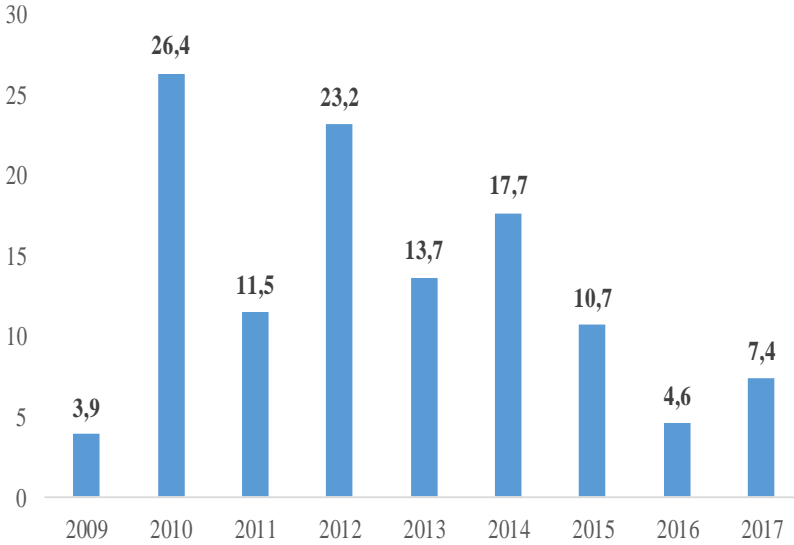
Birleşme ve satın almalarda alıcı tarafın şirket devrini gerçekleştirmeden önce temel olarak 6 durum tespiti çalışması gerçekleştirilmesi gerekmektedir. (Arkan, 2016, s. 273- 278). Bunlardan 3 tanesi genelde ön plandadır. İlk olarak hukuki durum tespiti (Legal Durum Tespiti) ile şirketin ortakları, çalışanları, lisansı ve tüm sözleşmelerine yönelik mevzuata uygunluk ve lehte ve aleyhteki davalar incelenerek yeni alıcılara raporlanır. İkinci aşamada teknik durum tespiti çalışması ile şirketin makine ve ekipmanlarının gerekli niteliğine uygun olup olmadıkları incelenir. Eşanlı olarak yapılması gereken bir diğer durum tespiti çalışması ise finansal durum tespiti raporudur. Bu raporda şirketin ticari ve finansal olarak tüm risklerinin resmi çekilir ve hisse devir anlaşmasında kullanılmak üzere şartlı teklifler alıcıdan satıcıya sunulur. Finansal durum tespiti bağımsız denetim çalışması olarak görülemez. Lamb ve Smith (2018)'e göre bu çalışma firmanın sadece geçmişi ile ilgilenmez. Bağımsız denetim raporları daha çok firmanın geçmişi ile ilgilendir. Finansal durum tespiti çalışmasında ise

firmanın gelecek projeksiyonu hakkında da analizler gerçekleştirir. Mevcut ortak yerine potansiyel firma alıcıları için hazırlanır. Bağımsız denetim raporundan en belirgin farkı ise potansiyel yatırımcıya firmanın iş modelini tanımlar ve daha ticari bir bakış açısı ile raporlama gerçekleştirilir. Finansal durum tespiti çalışmasında mevcut gelir tablosu ve bilançolar alıcının risk algısına göre tekrardan sınıflandırılır. Böylece şirket değerine mesnet olacak mali tablolar baştan oluşturulmuş olmaktadır. Hem mevcut durum hem de bütçeler analiz edilir. Tarihi ve aktüel bir analiz söz konusudur. (Arıkan, 2016, s. 274)

Finansal durum tespiti raporu ile firmanın maliyetlerini azaltabilecek noktalar belirlenir. Firmanın son 3 yıldaki mali tablolarında görülen net satış geliri ve faiz amortisman vergi öncesi kardan (FAVÖK) ziyade sürdürülebilir net satış geliri ve FAVÖK belirlenmeye çalışılır (Lamb ve Smith, 2018; Busby, 2014, s. 12). Fiyatlama için bu durum önemlidir. Firmayı satın alırken hangi bölümlerin satın alınmayacağına karar verilir. Firmanın sadece markası satın alınabileceği gibi firma üzerinde yer alan yatırım amaçlı gayrimenkullerle yeni alıcı ilgilenmeyebilir. Finansal durum tespiti raporu ile Hisse Devir Sözleşmesi'nde (SPA) yer alacak alıcı lehine garantiler ve opsiyonlar tanımlanır. Bu raporun en büyük amacı alıcı ve satıcı arasında fiyat için pazarlığa geçmeden pazarlığa tabi konuların belirlenmesidir. Söz konusu tespitler yapıldıktan sonra alıcıya teklif edilen ilk fiyattan indirimler talep edilecektir. Finansal durum tespiti raporunun belirlediği riskler hem yeni fiyata hem de Hisse Devir Anlaşması'na entegre edilecektir. Firmanın mali verilerinin doğruluğu finansal durum tespiti ile test edilirken firmanın gelecek yıllardaki nakit akışları, yatırım politikası, borçluluk politikası, önemli müşteri sözleşmeleri, değişken ve sabit maliyetleri ve karlılık seviyesi analiz edilir (CFI, 2015)

Değeri açıklanmayan işlemlerle beraber 2017 yılında yaklaşık 10 milyar dolar seviyesinde birleşme ve satın alma işleminin olduğu görülürken darbe

teşebbüsünün gerçekleştiği 2016 yılına göre önemli artış dikkat çekmektedir. İşlemlerin çoğu KOBİ ölçekli olup yabancıların tutar bazlı işlemlerden aldığı pay %62'dir. Özel sermaye fonlarının toplam işlemlerden aldığı pay %33 olarak gerçekleşirken 2016 yılına göre oransal artış dikkat çekmektedir. Sektörel dağılım ise 2016 yılına benzer şekilde gerçekleşmiştir. İşlem hacmi bazında enerji sektörü, işlem adedi bazında ise bilişim sektörü ön plana çıkmaktadır. Enerji sektöründe devam eden özelleştirmeler sektörü öne çıkarırken işlem adedi bazında bilişimin öne çıkması dünyadaki trendin Türkiye'de de yaşandığını göstermektedir. Bilişim sektöründeki çoğu şirket el değiştirmesi start-up firmalar üzerinden gerçekleştiği için işlem tutarlarına yansımaları henüz sınırlıdır. (EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2017 Raporu, 8- 10 - 12).



Şekil 1. Gerçekleşen İşlem Hacimleri (Milyar USD)

Kaynak: EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2017 Raporu

Tablo 1: Yatırımcıların İşlem Değeri (Mn USD)

Türkiye	2.838
Hollanda	1.441
İspanya	921
Avustralya	869
Güney Kore	246
ABD	206
Brezilya	179
Katar	167
Fransa	160
Diğer	363

Kaynak: EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2017 Raporu

Tablo 2: İşlem Hacmine Göre Sektörel Dağılım (m USD)

Enerji	2.878
Ulaştırma	1.330
Finansal Hizmetler	998
Gayrimenkul	650
Yiyecek ve İçecek	393
Bilişim	281
Madencilik	205
Perakende	198
Diğer	457

Kaynak: EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2017 Raporu

Tablo 3: Özel Fonların Payı (2017)

	İşlem Adedi
Finansal Yatırımcı	82
Stratejik Yatırımcı	169

Kaynak: EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2017 Raporu

Tablo 4: İşlem Sayısına Göre Sektörel Dağılım

Bilişim	75
Enerji	37
Ulaştırma	19
Sağlık	18
Yiyecek ve İçecek	16
İmalat	13
Perakende	12
Kimya	12
Finansal Hizmetler	10

Kaynak: EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2017 Raporu

2. Finansal Durum Tespiti ile İlgili Yapılan Akademik Çalışmalar

Son yıllarda Türk ekonomisine yönelik birleşme ve satın almalarda önemli bir artış görülmektedir. Birleşme, şirketlerin çatı bir şirket altında toplanarak diğer şirketlerin tasfiye edilme süreci olarak tanımlanmaktadır (Göktürk, 2013, s. 635). 2017 yılında EY raporuna göre açıklanmayanlar dahil gerçekleşen birleşme ve satın alma işlemlerinin büyüklüğü 10 milyar doları yakalamıştır. 2010 yılında ise bu rakam 26 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir (EY, 2017).

Birleşme ve satın alma daha çok doygunluğa ulaşmış ekonomilerde firmaların büyüme metodu olarak uygulanırken Türkiye'deki işlemlerin önemli bir kısmında yabancı yatırımcılar baskındır. 1990'lı yıllarda gümrük vergileri ve ticari bariyerlerin azalmasıyla sermaye hareketleri canlanmış ve özellikle birleşme ve satın alma işlemleri ile ülkelere doğrudan yatırımlar akmaya başlamıştır (Arslan, 2005, s. 117). Şirketler birçok açıdan dışsal büyüme olan birleşme ve satın alma ile büyümeyi tercih edebilmektedir. Birleşilen firmadan sağlanan sinerji, finansman ve vergi avantajı temel parametreler olarak görülebilir (Eyceyurt ve Serçemeli, 2013, s. 159; Ceylan, 2003, s. 85). Brealey vd. (2007)'ye göre bir diğer

önemli sebep ise firmalar için hayati olan üretim sürekliliğinin sağlanması adına firmaların tedarikçileri ile birleşerek bu riski azaltma dürtüsüdür

Sing (2002) göre birleşme ve satın almalarda ABD öne çıkarken Kandemir (2003)'e göre Avrupa'da İngiltere ve Fransa birleşme ve satın almalar açısından önemli ülkelerdir

Birkinshaw, Bresman, ve Hakanson (2000)'a göre birleşme ve satın almalarda başarının kaynağı firmaya katma değer katabilecek sinerjileri yakalayabilmek ve kaynakların etkin kullanımını artırmaktır. Başarının oluşabilmesi için devir işleminde olabildiğince sağlıklı bir durum tespiti çalışması yapılmalıdır. Birleşme ve satın alma sürecinde en önemli kavramlardan birisi Durum Tespiti kavramıdır. Durum tespiti satın alınacak firmanın detaylı bir şekilde incelenmesi ve analiz süreci olarak tanımlanabilir. (Arıkan, 2016, s. 268 - 269).

Reed ve Reed Lajoux (1999)'a göre durum tespiti satın alınacak firmanın faydaları ve yükümlülüklerinin geçmiş, mevcut durum ve gelecek açısından analizinden ibarettir. Sağlıklı bir durum tespiti işlemi, satın alan tarafın firma hakkındaki bilgi düzeyini satıcı düzeyine yaklaştırırken satın almada anlaşılacak fiyatın tam olarak belirlenmesinde oldukça etkili olacaktır. Ayrıca durum tespiti, satın alan tarafın devir sonrası firmayı bünyesine sağlıklı bir şekilde entegre edebilmesi ve sinerji elde edebilmesini beraberinde getirir. (Pulaşlı, 2007, s. 211).

Arslan (2005)'e göre 1999 yılındaki bir ankette Avrupa'daki firmaların birleşme ve devralmalarda durum tespiti sürecine yeteri kadar zaman ve kaynak ayırmadıkları ortaya çıkmıştır. (Arslan, 2005, s. 119).

Arıkan (2016)'a göre durum tespiti ABD menşeli bir kavramdır ve şirketlerin halka arzında ya da satışında imzalanan izahname ve sözleşmede tarafların o

günkü şartlardaki firma hakkındaki bilgi havuzunun doğruluğunu gösteren bir teyit mekanizmasıdır. Kutlan (2004)'e göre durum tespiti firmayı satın alacak tarafa doğru bilgi vererek yapılan işlemde yatırımcının hata yapmasını engellemeye çalışan sistematik bir olgudur.

Angwin (2001) ve Harvey ve Lusch (1995)'e göre durum tespiti bir ekip çalışmasıdır ve firmanın teknolojik alt yapısı, insan kaynakları, üretim, pazarlama ve satış ağı detaylı bir şekilde incelenir. Hohn (2003)'e göre finansal durum tespiti firmanın tarihsel verilerini ve mevcut finansal performansını analiz etmek amacıyla yapılan detaylı çalışmayı simgeler. Zacharakis ve Meyer (1998)'e göre durum tespiti girişimcilerin yatırım kararı vermelerinde önemli bir dönüm noktasıdır.

Davidson (1988), Jarrett (1989)'a göre 1980'li yıllarda yapılan birleşme ve satın almalarda anlaşılmıştır ki birleşme ve satın almalarda maliyet satın alınan firmalara ödenen sermaye değil, satın alma sürecinde doğru bir durum tespiti çalışması ile ortaya çıkarılmayan risklerdir.

Harvey ve Lusch (1995)'e göre durum tespiti çalışmalarında firmaların entelektüel sermayesine de yoğunlaşılmalı ve bu anlamda durum tespiti çalışmalarının alanı genişletilmelidir. Firmanın gerçek değeri entelektüel sermayesinden kaynaklanabilir. Durum tespiti çalışmaları yönetim, pazarlama ve bilgi sistemlerini kapsayacak şekilde genişletilmeli ve durum tespiti çalışmaları için ortalama zaman süresi artırılmalıdır.

Gilbert (1992) ve Rechten (1992)'e göre firmanın sahibi olduğu teknolojik süreçler, lisanslar ve mülkiyet hakları, birleşme ve satın alma sürecinde değer için önemli bir kısmını oluşturabilir.

Alan yazında genel olarak birleşme ve satın almaların şirketin hisse ve finansal performansına etkisi anlamında çalışmalar ön plana çıkmaktadır. 2008 - 2009 döneminde 5 şirket üzerine yapılan bir çalışmada birleşme işleminin şirketlerin piyasa değerine kayda değer bir şekilde etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır (Eyceyurt ve Serçemeli, 2013, s. 173). Liargovas ve Spyridon (2011)'in Yunan bankaları için yaptıkları çalışmada birleşme ve satın almalar sonrası şirketlerin finansal rasyolarında önemli bir iyileşme görülmemiştir.

Moeller ve Zhu (2016), Çin firmalarının İngiltere'deki birleşme ve satın alımlarının piyasa değerlerine etkisini çalışmış ve Kobi ölçeğindeki firmaların piyasa değerindeki anlamlı iyileşmelerin büyük firmalara göre bu süreçte daha iyi olduğu sonucuna varmışlardır. Borsa İstanbul'da 1997 - 2004 dönemleri arasında gıda sektörü için yapılan bir çalışmada ise uzun vadeli kayda değer bir getiri farkı görülemezken kısa vadeli olarak birleşme ve satın alma haberlerinin şirketlerin piyasa değerini pozitif etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. (Yörük ve Ban, 2006, s. 100)

Alan yazında birleşme ve satın almaların şirket değerine olan etkisinde anlamlı bir sonuca ulaşılamamıştır. Bu durum hisse senedi piyasalarının verimsiz çalışmasından kaynaklanabileceği gibi gerçekleşen birleşme ve satın alma süreçlerinin sinerji üretmemesinin de bir sonucu olabilir. Alan yazında durum tespiti çalışmaları tanımlanmasına rağmen gerçek vaka incelemelerine yer verilmemiştir. Çalışmamız gerçek durum tespiti vaka incelemesi ile alan yazına katkıda bulunmakta ve özel sektör analistleri için referans noktası olabilecek noktaları belirlemektedir.

3. Çalışmada Kullanılan Firmalara İlişkin Finansal Durum Tespiti

Çalışmada hedef şirketlerin son 3 yıl itibariyle gelir tabloları, bağımsız denetim raporları, mizanları ve muavin hesapları veri kaynağı olarak kullanılırken hedef firmaların isimleri gerçek birleşmeleri yansıttığı için kullanılmamıştır. Alıcı firmaların isimlerine ise yer verilmiştir.

3.1 Birleşme ve Satın alma Çalışmasının Aşamaları

PWC Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Şirket Değerlemeleri (2006) raporuna göre birleşme süreci farklı aşamalarda gerçekleşmektedir. Buna göre ilk olarak satıcı firmanın danışmanları Ön Tanıtım Dokümanını (Teaser) potansiyel alıcılarla paylaşmaktadırlar. Bu dokümanda firmanın ismi yer almaz. Sadece firma hakkında kısa ve öz bilgiler verilir ve firmanın satış sürecini başlattığı ifade edilir. Söz konusu doküman yatırımcılarla paylaşıldıktan sonra yatırımcılara sürece dâhil olup olmayacaklarına yönelik süre tanınır. Belirli bir süre sonra Ön Tanıtım Dokümanını alan potansiyel yatırımcılardan resmi cevap beklenir. Sürece dahil olmak isteyen yatırımcılarla Gizlilik Sözleşmesi imzalanır. Gizlilik sözleşmesi imzalanan potansiyel yatırımcılarla Geniş Tanıtım Dokümanı (Information Memorandum) paylaşılır. Bu dokümanda Ön Tanıtım Dokümanından çok daha detaylı bilgi bulunmaktadır. Firmanın güçlü yanları detaylı bir şekilde potansiyel alıcılarla paylaşılır. Potansiyel alıcılara referans olmak kaydı ile firmanın gelecek 10 yılda beklenen nakit akışı tahminleri satıcının beklentilerine göre potansiyel alıcılarla bu raporda paylaşılmış olmaktadır. Bu aşamada potansiyel alıcılara firmanın fiyatlanabilmesi için daha fazla detay verilmiş olmakta ve potansiyel alıcılardan bağlayıcı olmayan fiyat tekliflerinin verilmesi beklenmektedir. Satıcı gelen fiyat tekliflerini değerlendirir. Burada en yüksek fiyatın tercih edilmesi gibi genel bir standart yoktur. Firmanın hangi alıcıda gelecekte daha iyi bir konuma geleceği değerlendirilir. Hangi alıcının mevcut iş modeli ile firmada daha iyi

sinerji oluşturulabileceği dikkate alınır. Kimi zamanlarda hisse satış oranı % 100 olmamaktadır. Bir iş birliği söz konusu olacaksa hangi alıcının mevcut finansal ve ticari bakış açısı ile firmayı daha stratejik bir konuma getireceği dikkate alınmalıdır. Bu kriterlere göre firma ve danışmanları Yatırımcı Kısa Listesini oluşturur. Kısa listeye dahil olan yatırımcılara firma hakkındaki tüm gizli ve açık bilgileri içeren Veri Odası açılır. Veri odasındaki verilere göre yatırımcılar hukuki, vergisel, teknik ve finansal durum tespit rapor çalışmalarını yaparlar. Finansal durum tespiti çalışması bu aşamada gerçekleştirilmektedir. Veri odasının açık kaldığı süre zarfında finansal ve teknik durum tespiti raporlarını hazırlayan danışmanlar potansiyel yatırımcılarla saha ziyareti gerçekleştirir. Firmanın genel merkez, fabrika ve şubelerini yerinde incelerler. Veri odasının açık kaldığı dönemde mevcut ortaklar kısa listede yer alan potansiyel alıcılara firmanın tarihçesi, vizyon ve hedefleri, finansman açığı ve yaratılabilecek sinerjileri içeren bir sunum yaparlar. Danışmanlar birleşme ve satın alma sürecinde çoğu kez teyit mekanizması görürler. Anlaşmanın sağlandığı ya da sağlanmadığı nokta alıcı ve satıcı ortaklarının bir araya geldiği yönetim toplantılarıdır. Veri odasının kapanması sonrası kısa listeden bağlayıcı teklifler beklenir. Potansiyel alıcılar da finansal, hukuki, vergi ve teknik durum tespiti raporlarını beklerler. Bu raporlardaki noktalara göre nihai tekliflerini sunarlar. Bağlayıcı tekliflerin alınması sonrası yatırımcılarla satıcı arasında pazarlık aşaması başlar. Teklifi veren kurumlardan fiyatlamının metodolojisi de istenir. Pazarlık aşamasının zamanlaması açısından doğrudan bir standarttan bahsedemeyiz. Bazen bu süre oldukça uzun da sürebilir. Pazarlık aşamasından sonra en iyi teklifi veren yatırımcı ile anlaşılır. En iyi teklifi veren yatırımcı finansal durum tespiti raporundaki çıktılarına göre Hisse Devir Anlaşması'na bazı maddeler ekler. Hisse devir anlaşması güncellenir. Hisse devir anlaşmasının güncellenmesi sürecinde gerekli resmî kurumlardan şirketin satın alınması ya da birleşme için onay alınır. Rekabet Kurumu'nun bu işlemi onaylaması gerekir. K & P Legal (2007)'ye göre

eğer firma enerji sektöründe faaliyet gösteriyor ise ya da halka açık bir firma ise EPDK ve SPK'nın da işlemi onaylaması gerekecektir. Resmî kurumlardan alınan onaylar sonrası Hisse Devir Anlaşması imzalanır

Birleşme ve satın almalarda hem satıcı hem de alıcı finansal durum tespiti raporu hazırlayabilir. Alıcı tarafından talep edilen finansal durum tespiti raporlarında firmanın finansal ve stratejik noktaları risk ve getiri bazlı incelenir. Amaç satın alma işleminde alıcının potansiyel getirisini maksimum seviyeye getirmektir. Satıcı tarafından da finansal durum tespiti (Vendor Durum Tespiti) yapılabilmektedir (Arıkan, 2016, s. 280). Bu raporda amaç potansiyel alıcılara sinerji oluşturabilecek noktaların tespitidir. Potansiyel alıcılara tartışma konusu olabilecek konulara makul cevaplar belirlenir. Amaç satıcının getirisinin maksimize etmek adına fiyatı olabildiğince yükseltmektir. Satıcı tarafından hazırlanan finansal durum tespiti raporlarında firmanın hikayesi doğru bir şekilde anlatılmalıdır. Firmanın mali tablolarında yer alan tek seferlik gelir ve giderler belirlenmelidir. Veri odasındaki tüm finansal veriler arasında bir uyum olmalıdır. Örneğin sabit kıymet defterinde hesaplanan amortisman gideri ile mizanlarda görülen amortisman gideri arasında fark olması halinde verinin güvenilirliği tartışma konusu olacaktır. Satıcının hazırladığı finansal durum tespiti raporunda firmanın gelecek on yıllık gelir ve giderlerinin makul modellerinin oluşturulması verinin kaliteli bir şekilde işlenerek potansiyel alıcılara paylaşılması anlamına gelmektedir.

3.2. Finansal Durum Tespiti Raporunun Konu Başlıkları

Firmanın Vergi Usul Kanunu'na göre hazırladığı tüm mali verileri UFRS bazına çevrilmelidir. Mali verilerdeki yeniden sınıflandırma sürecinde firmanın muhasebe politikalarına yönelik eleştiri ve öneriler varsa raporda yer almalıdır. Finansal durum tespiti potansiyel yatırımcılara yönelik bir çalışma yapar. Lamb &

Smith (2018)'e göre firmanın anahtar gelir ve gider kalemleri ve değişkenleri belirlenir. Gelirler ve net karın kalitesi ve sürdürülebilirliği ölçülür. İşletme sermayesi analizi, geçmiş mali verilerin değerlendirilmesi, firmada kilit personelin tespiti temel konu başlıkları arasında yer alır . Anahtar müşteri ve faaliyet sözleşmeleri incelenir ve raporda yer alacak şekilde önemli noktalar belirlenir. En büyük on müşteri ve tedarikçinin toplam gelirler ve giderlerdeki payına göre müşteri ya da tedarikçi yoğunluğu varsa Finansal Durum tespiti raporunda risk olarak tanımlanır. Firmanın nakit akışı ve işletme sermayesi incelenir. Geçmişin incelenmesi sonrasında gelecek için de bu modeller oluşturulur. Firmanın net borç seviyesi tespit edilir. Değerlemede kullanılacak net borç rakamının doğru tespiti oldukça önemlidir. Firmanın 3. şahıslar için vermiş olduğu kefaletler ve teminatlar analiz edilir. Firmanın gelecek nakit akışını gerçekleştirebilmesi için yapması gereken sabit sermaye ve bakım yatırımları tespit edilir. Her yıl gerçekleştirilecek stok eğer düşüklüğü karşılığı, kıdem ve izin karşılıkları, şüpheli alacak karşılığı ve dava karşılıkları belirlenir. Maliyet avantajı sağlanabilecek konular tespit edilir. Firma ile ilişkili firmalar tespit edilmeli ve ilişkili taraflardan alımlar ve ilişkili taraflara satışlar ölçülmelidir. İlişkili taraflar olmadan firmanın net kar ve faaliyet karı belirlenmelidir. Satış sonrası firmanın ilişkili taraflarla tüm işlemleri sonlandırılabilir.

4. Bulgular

4.1 Mobilya Firması

X Mobilya'nın birleşme ve satın alma sürecinde alıcı tarafında yer aldığı projede mobilya sektöründe faaliyet gösteren firmanın satın alınma sürecinde finansal durum tespiti raporu hazırlanmıştır. Firma ile gizlilik sözleşmesinin imzalanması nedeniyle hedef firma ve alıcı firma ismi gizli tutulmuştur.

Finansal durum tespiti raporunda aşağıdaki noktalar tespit edilmiş ve Hisse Devir Anlaşması'na risk unsuru olarak konulmuştur;

1- Mizanda görülen Kasa hesabının 1,5 mn TL civarında fiktif nakit barındırdığı anlaşılmıştır. Fiktif kasa belirli bir süre sonra ortaklardan alacak hesabına aktarılmakta ve firmanın net kar üreteceği dönemlerde temettü ile mahsup edilerek kapatılmaktadır.

2- Firmanın ticari alacakları yaşlandırılmış ve vadesini 150 gün aşan tüm alacaklar donuk alacak olarak görülmüştür. Böylece firmanın alacakları donuk alacak miktarı kadar silinirken silinen alacaklar geçmiş yıl zararına atılmış ve firmanın öz kaynakları bu oranda azaltılmıştır.

3- Şirketin stokları yaşlandırılmış ve donuk stoklar belirlenerek aktiflerden hurda değerinden çıkarılmışlardır. Bu durum öz kaynaklarda geçmiş yıl zararı olarak azalmayı beraberinde getirmiştir.

4- Verilen avanslarda karşı taraftan fatura gelmediği için bakiyeye rastlanmıştır. Söz konusu stoklar firmaya ulaşmış ve firma bu stokları satarak deposundan çıkarmasına rağmen tedarikçinin faturayı kesmemesi nedeniyle maliyete atılması gereken stoklar hala verilen sipariş avanslarında kaydedilmeye devam etmektedir.

5- İşçilere elden maaş ödemelerin olduğu anlaşılmıştır. Kasa fazlasını doğuran ana etken de işçilere kayıt dışı ödemelerden kaynaklanmaktadır. Gelir tablosundaki kaydi işçilik maliyetleri fiili işçilik maliyetleri ile değiştirilmiş ve gerçek brüt kara ulaşılmıştır. Firma karlı pozisyonunu gizlemek ve vergi ödememek için fazla faturalarla giderlerini artırmıştır. Söz konusu fazla faturalar gelir tablosundan çıkarılmış ve gerçek karlılığa ulaşılmıştır. Firma kıdem ve izin karşılıklarını giderleştiremezken Finansal Durum Tespiti raporunda kıdem ve izin

karşılıkları bilanço ve gelir tablosuna yansıtılmıştır. Firmanın son üç yıllık gelir tablosunda süreklilik arz etmeyen gayrimenkul satış karı ve kur şoku kaynaklı kur farkı gelir giderleri de net kara giderken mali tablolardan çıkarılmıştır.

6- İlişkili tarafa yüksek satışlar dikkat çekmiştir. İlişkili taraflardan gelirler toplam gelirlerden çıkarılarak faaliyet karı bulunmaya çalışılmış ve değer bu rakam üzerinden hesaplanmıştır.

7- Firmanın üretim ve pazarlama şirketlerinin ayrı ayrı olması da gelecek dönemlerde halka arzın gerçekleşmesi halinde yatırımcı nezdinde önemli bir risk unsuru olacaktır. Üretim tarafında kar düşük tutulup pazarlama şirketine karın transfer edilmesi halinde toplam değer değişirse de halka açık firmanın değeri rahatlıkla halka kapalı firmaya transfer edilebilir. Bu durumu yok etmek için halka arz öncesi pazarlama firması ile üretim firmasının birleşmesi ya da tam konsolide edecek şekilde yapılanması önerilmektedir.

Firmanın satın alınma sürecinde kayıt dışılık gibi önemli bir riske ulaşılmış ve firmanın gelir tablosu ve bilançosunda hesap hareketlerini doğru göstermediği sonucuna varılmıştır. Böyle bir firmanın satın alınmasında Hisse Devir Sözleşmesine geçmiş on yıldan kaynaklanabilecek tüm risklerin eski satıcıya ait olduğu maddesinin konulması elzemdir. Hedef firmanın başka bir mobilya firmasınınca satın alınması da ise bazı sinerjiler oluşabilir. Hedef firma ihracatta oldukça güçlüdür. Alıcı ise yurtiçi pazarda güçlüdür. Alıcı, hedef firmanın yurtdışı ağına kendi ikame ürünlerini pazarlayabilir. Ters bir sinerji de hedef firma için yurtiçi pazarda geçerlidir. Firma çok yüksek iade oranı, alacak ve stok değer düşüklüğü karşılığı ile çalışmaktadır. Alıcı firma bu oranları kendi ortalamasına çekerek firmaya değer katabilir. Hedef firma, tedarikçileri nezdinde kredibilite olmadığı için hammaddeyi peşin almakta ve müşterilerine yüksek vadelerde mal satmaktadır. Alıcı firma, kendi kredibilitesini kullanarak satın alma sonrası hedef firmanın uzun vadelerde hammadde alımı yapmasıyla işletme sermayesini

düzeltebilir. Aynı şekilde hedef firma bankalardan yüksek maliyetli borçlanırken devir sonrası alıcı firmanın bankalar nezdindeki yüksek kredibilitesi ile hedef firmanın borçlanma maliyeti düşecektir. Söz konusu sinerjiler sonrası firmanın değeri artacaktır.

Tablo 5. Bilanço Düzeltmesi (1000 TL)	Düzeltilme
Kasa (100)	-1.532
Çekler (101)	-449
Alıcılar (120)	-567
Senetler (121)	-273
Stoklar (150)	-2.007
Verilen Avanslar (159)	-3.994
Binalar (252)	2.288
Tesis ve Makinalar (253)	2.547
Kıdem Tazminatı Karşılığı (472)	1.338
Toplam Öz kaynak Değişimi (Kümülatif)	-5.325

4.2 Polsan

Polsan'ının birleşme ve satın alma sürecinde alıcı tarafında yer aldığı projede enerjinin alt sektöründe faaliyet gösteren firmanın satın alınma sürecinde finansal durum tespiti raporu yapılmıştır. Firma ile gizlilik sözleşmesinin imzalanması nedeniyle hedef firma ismi gizli tutulmuştur.

Finansal durum tespit raporunda aşağıdaki noktalar tespit edilmiş ve Hisse Devir Anlaşması'na risk unsuru olarak önerilmiştir;

1- Hedef firma devir öncesi kamu statüsünde bulunduğu için bankalardan düşük maliyetli borçlanabilmektedir. Devir sonrası alıcının kredibilitesi kamudan düşük olacağı için kredi maliyetleri artacaktır. Firmanın satın alınması sonrası gelecek 3 yıl için kamudan köprü kredi kullandırması talep edilebilir.

2- Sektördeki düşük kâr marjı dikkat çekicidir. Agresif oyuncular pazara girmekte; bazı durumlarda brüt kâr marjı negatife dönmektedir. Sektörde kayıt

dışılık önemli bir sorun olarak görülmektedir. Sektörde ilk 5 oyuncu %80'lik pazar payı ile oligopol bir yapı oluşturmuştur.

3- Firmanın gelirlerinin %80'i kamuya gerçekleşirken kamudaki kâr marjı %1 gibi oldukça düşük bir seviyededir.

4- Sektör ve firmaya dair risklere ek olarak alıcı, hedef firmanın ticari modeline aşına değildir. Firmanın satın alınma sürecinden önce öğrenme sürecini yaşamak adına firmanın bazı bayilerinin satın alınması önerilmiştir.

5- Firmanın satın alınması sonrası alıcı için ters sinerji oluşacaktır. Ticari borç ödeme süreleri kısılacak ve borçlanma maliyetleri artacaktır. Kamunun kaldırıcı ortadan kalkacaktır. Devir sonrası muhtemelen kamuya satışlar azalacak ve firma gelir kaybı riski ile karşı karşıya olacaktır.

4.3 Boydak Enerji Projeleri

Müşteriler arasında yer alan Boydak Enerji'nin birçok birleşme ve satın alma projesinde finansal durum tespiti raporu hazırlanmıştır. Bu projelere yönelik çıkarımlar özet şekilde aşağıda gösterilmiştir.

1- Bazı projelerde enerji santrali inşaatı bitirilmediği için hisse devir anlaşmasına santralin belirlenen sürede bitirilmemesi halinde put opsiyon ile alınan hisselerin tekrardan satıcıya satma hakkı konmuştur. Kimi projelerde inşaat süresince anlaşılan hisse bedeli emanet bir hesaba aktarılması önerisinde bulunulmuştur.

2- Bazı projelerde genel müdür seviyesindeki kişinin kilit personel olması ve yatırım-müşteri tarafında önemli kontaklara sahip olması nedeniyle söz konusu personelin devir sonrası hedef firmada en az beş yıl çalışma şartı finansal durum tespiti raporunda belirtilmiştir.

3- Bazı santrallerde fizibilite raporu ile uyumlu kapasite kullanım oranına karşılık gelen şirket değerinde anlaşılırken fizibilite raporundaki istatistiklerin göreceli olması ve santralin üretime başlama süresinin oldukça yeni olması nedeniyle anlaşılan kapasite kullanım oranının gelecekte gerçekleşmeme riski bulunmaktadır. Bu tarz santrallerde anlaşılan kapasite kullanım oranına karşılık gelen değer devir sonrası 3 yılda ortalama kapasite kullanım oranının anlaşılan tutardan önemli oranda saptması halinde ilk fiyatın güncellenmesi ya da put opsiyon ile alıcıya tekrardan hisselerin satılma hakkının verilmesi finansal durum tespiti raporlarında belirtilmiştir.

4- Bazı rüzgâr enerjisi santral satıcıları firmayı elden çıkarmaya yakın zamanlarda grup şirketlerine ikili anlaşmalarla yüksek fiyattan elektrik satışı gerçekleştirmiş ve firmanın faaliyet karını normalin üzerine çıkarmışlardır. Söz konusu durum finansal durum tespiti raporunda düzeltilerek alıcıya sunulmuştur.

5- Bazı rüzgâr enerjisi santral satıcıları grup şirketlerinden yıllarca borç kullanmış ve grup şirketleri hiçbir dönem finanse ettikleri firmaya faiz faturası kesmemişlerdir. Söz konusu firmanın el değiştirmesi sonrası grup şirketlerinden böyle bir fatura kesilmeyeceği hisse devir anlaşmasında yer almalıdır.

6- Bazı santraller yatırım aşamasında satın alınmışlardır. Bu santraller için anlaşılan fiyat sonrası yatırım ya da lisans dönemine dair herhangi bir ilave faturanın alıcıya kesilmeyeceği hisse devir anlaşmasına konulmak üzere finansal durum tespiti raporunda yer almıştır.

7- Satın alınan firmaların bilanço dışı bir borcunun, yatırımının ya da iştirakinin olmadığına dair taahhütlerin verilmesi gerekmektedir. Ayrıca geçmiş on yıldan kaynaklanabilecek personel, vergi, hukuki ya da finansal her konuda rücu edilecek kurum satıcıdır maddesi hisse devir anlaşmasına konulmalıdır.

Tablo 5. Dönemin FAVÖK Düzeltmesi (1000 TL)	Düzeltilme
İşçilik Giderleri (720-730)	-1.070
Fazla Fatura (150)	3.001
Fiili Stok Farkı (150)	1.150
Alacak Karşılığı (120-128-121-101)	-427
Stok Değer Düşüklüğü (150)	-115
Toplam FAVÖK Değişimi	2.539

4.4 Kombassan Holding (Bera) Finansal Durum Tespit Raporu

Kombassan Holding için benzer şekilde finansal durum tespiti raporu hazırlanmıştır. Kombassan Holding A.Ş., Borsa İstanbul'da işlem görmekte olup ismi Bera Holding olarak değiştirilmiştir. Firma için hazırlanan finansal durum tespiti raporunun genel çıktıları aşağıda özetlenmiştir;

1- Tüm iştiraklerde farklı raporlama standardının olması yatırımcı ve mevcut yönetimin firmanın faaliyetlerini yorumlaması açısından bazı zorluklar doğurabilir. Firmanın tüm iştiraklerinin benzer standartlarda raporlama yapması önerilmiştir. Tüm firmalar için FAVÖK benzer şekilde ve uluslararası boyutta tanımlanırsa kıyaslama yapmak daha makul olacaktır.

2- Benzer alanda faaliyet gösteren firmaların birleşmesi, bazı firmaların tasfiye edilmesi ve satılması, faaliyet alanları oldukça farklı iç içe geçmiş firmaların ise bölünmesi holdingin yapısını daha sade ve anlaşılabilir kılacaktır. Anlaşılabilir yalın yapılar yatırımcılar tarafından daha sağlıklı fiyatlanabilmektedir.

3- Birçok firmada faaliyet alanları dışında yatırım amaçlı gayrimenkul tespit edilmiştir. Firmaların emlakçılık yapmaları beklenmemekte; kendi faaliyet alanlarına yoğunlaşmaları daha verimli sonuçlar doğurmaktadır. Tüm iştiraklerdeki yatırım amaçlı gayrimenkullerin yeni kurulacak bir firmada

toplanması hem söz konusu gayrimenkullerin bakımı ve yönetimi açısından sağlıklı olacaktır hem de söz konusu firmanın gelecekte gayrimenkul yatırım ortaklığı olarak halka açılması mümkün kılınacaktır.

4- Birçok firma kendi markasını bünyesinde barındırmaktadır. Firmaların kendi faaliyet alanlarına yoğunlaşması ve marka yönetimini holdingin yapması daha verimli bir yapı doğuracaktır. Bu model için tüm markaların değerlendirilip piyasa değerinden holdinge satışı gerçekleştirilmeli ve iştirakler holdingden söz konusu markaları kiralamalıdır.

5- Birçok iştirak son dönemde kara geçmiş olmalarına rağmen geçmiş yıl zararından dolayı temettü dağıtamamaktadır. Grubun toplam değerini artırmak ve yatırımcı nezdinde kredibilitelerini yükseltmek için iştiraklerdeki geçmiş yıl zararının sermaye ile mahsup edilmesi ve sermaye azaltımı sonrası geçmiş yıl zararlarının bilançodan çıkarılması önerilmektedir. Böylece firmalar yatırımcılarına temettü dağıtabileceklerdir.

4.5 Diğer Projeler

Hem alıcı hem de satıcının isminin açıklanmasının uygun olmadığı diğer projelerde finansal durum tespiti raporunda elde edilen ortak çıktıları aşağıdaki gibi özetleyebiliriz;

1- Bazı durumlarda satıcı iş modelinde oldukça başarılı olduğu için devir sonrası beş yıl devrettiği işi yapmama taahhütü alıcının hisse devir anlaşmasına koyması gerektiği finansal durum tespiti raporunda ifade edilmiştir.

2- Kimi firmalarda stoklarda illegal bir şekilde fire oranı belirlendiği ve bu sayede zararın artırılarak vergi kazancı elde ettikleri gözlenmiştir. Fire olarak gösterilen stoklar ise bilançodan çıkarılarak vergisiz ve faturasız bir şekilde satılarak paralel

bir temettü mekanizması kurgulanmıştır. Bu tarz firmalarda devrin gerçekleşebilmesi için söz konusu risklere yönelik taahhütlerin alınması gerekmektedir. Aksi takdirde yeni alıcı söz konusu risklerle baş başa kalacaktır.

3- Dünyadaki büyük bir şirketin Türkiye distribütörü olan bir firma için finansal durum tespiti raporu hazırlanmıştır. Firmanın ürünlerinin % 90'ı küresel tedarikçiden sağlanmaktadır. Küresel tedarikçinin dünyadaki diğer uygulamaları incelendiğinde bazı ülkelere önce acentelik ve bayilik ile giriş yaptığı ve belirli bir süre sonra ülkeye bizzat kendisinin girerek bayisi ile olan ilişkisini kopardığı gözlenmiştir. İncelemesi yapılan firma bu anlamda önemli bir tedarikçi yoğunlaşma riski ile karşı karşıyadır. Ayrıca söz konusu firma yüksek işletme sermayesi ile çalışmakta ürünlerini peşin alıp satışını vadeli yapmakta ve finansman açığına düşmektedir. Finansal durum tespiti raporunda firmaya aynı sektörde distribütörlük işine dikey entegrasyonla perakende alanında faaliyet gösteren bir firmanın satın alınması önerilmiştir. Böylece gelecekte karşılaşılabilecek tedarikçi riski çeşitlenecek ve yüksek işletme sermayesi açığı işletme sermayesi fazlası olan perakende segmenti ile azaltılmış olacaktır.

4- Halka arza hazırlanan bir şirkette değeri artırabilmek adına şirketin üretim hatları, fabrika binası ve genel merkezi grup şirketine satıp kiralaması önerilmiştir. Piyasa değerinden yapılan kiralamada firma çok yüksek nakde sahip olacak buna karşılık ödenen kira bedeli oldukça düşük olacaktır. Bu durum firmanın halka arz öncesi değerini artıracaktır. Ayrıca tüm varlıklar grup şirketine satıldığı için üretimin sürdürülebilirliği açısından bir problem gözükmemektedir. Bununla birlikte varlıkları satın alan grup şirketi gelecekte gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşerek varlıkların bakımı ve işletilmesinden sorumlu olacaktır.

5- Bazı firmalarda sözleşmelerin piyasa değerinden yapılmadığı gözlenmiştir. Doğru fiyatlamanın yapılabilmesi adına tüm sözleşmeler piyasa rayicine çekilmelidir. Örneğin firmanın genel merkez binası kurucu ortağın eşine aittir ve

firma söz konusu binanın kira bedeli için oldukça düşük bir ücret ödemektedir. Devir sonrası alıcı için söz konusu genel merkez binasının kira gideri gelir tablosunda gösterilen tutarın oldukça üzerinde olacaktır. Finansal durum tespiti raporu bu durumu düzelterek fiyat belirlemek zorundadır.

5. Tartışma ve Sonuç

Dünyada küreselleşmenin etkisiyle 90'lı yıllarda ekonomik sınırlar kalkmış ve her ülke farklı ülkelere mal alıp satabilir hale gelmiştir. Sermaye arayışında olan gelişmekte olan ülkeler için bu durum ilk etapta önemli bir kilometre taşı olarak görülmüştür. Birçoklarına göre yurtdışından ithal edilen ürünler yurtiçinde de üretim kalitesini artıracak ve dünya standartları yakalanacaktır. Ancak gelişmekte olan ülkeler bu süreçten zayıflayarak çıkmışlardır. Üretimden ziyade tüketime dayalı bir ekonomik modele yakınsamışlardır. Gelişmiş ekonomiler için ise bu süreç doğunluk kaynaklı yavaş büyümelere bir çözüm olarak görülmüştür. Dışsal büyüme ile firmalar büyüme süreçlerini hızlandırmışlardır. Finansal durum tespiti çalışmasının önemli bir aşaması olduğu birleşme ve satın alma süreçleri kuvvetli bir dışsal büyüme kaynağıdır. (Öztunalı, 2008, s. 30)

Yaşanan sermaye hareketleri ilk olarak finansal varlıklarda kendini gösterse de bir süre sonra şirket satın alma ve birleşmelere de yansımıştır. Birçok yabancı firma yerli firmayı satın almış ya da birleşerek bünyesine katmıştır. Bugün itibariyle birçok firmanın ortaklık yapısında yabancı bir firma ya da şahıs ortak bulunmaktadır. EY Birleşme ve Satın Alma Raporuna göre 2017 yılında Türkiye'de toplamda 7,4 milyar dolar birleşme ve satın alma işlemi kaydedilirken bu işlemlerin % 62'si yabancılar tarafından gerçekleştirilmiştir (EY Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2017 Raporu, 2017, s. 8 - 10 - 12). Tutar olarak enerji sektörü öne çıkarken adet bazlı olarak bilişim sektörünün ön planda olduğu görülmektedir. Birleşme ve satın alma süreçlerinde en önemli adım satıcı ve alıcı

tarafından ayrı ayrı yapılan durum tespiti çalışmalarıdır. Vergisel, hukuki, finansal, insan kaynakları ve bilişim alt yapısı üzerine durum tespiti çalışmaları yapılırken tüm birleşme ve satın alma işlemlerinde finansal durum tespiti çalışması yapılmaktadır. Davidson (1988) ve Jarrett (1989)'a göre şirketin satın alınmasındaki esas maliyet firmanın değeri değil kaliteli bir durum tespiti çalışmasının yapılmamasıdır. Çalışmamızda 10 farklı birleşme ve satın alma işlemindeki gerçek finansal durum tespiti raporları incelenmiştir. Elde edilen çıktılar firma bazlı değişmektedir. Türk firmalarında mizan kayıtlarında fiili ve resmi ayrımı net bir şekilde görülmüştür. Bu durum alıcı açısından büyük güven problemine sebep olmaktadır. Firmaların alacak, dava, stok, kıdem ve izin karşılıkları mali tablolarında net bir şekilde görülmemektedir. Söz konusu karşılıkların doğru bir şekilde ayrılması firmanın değerine önemli oranda etki etmektedir. Çalışmamızın bir diğer önemli çıktısı mali tabloların düzenlenmesine ek olarak hisse devir anlaşmasında gelecekte potansiyel alıcının karşılaşılabileceği risklere karşı satıcıdan alınması gereken taahhütlerdir. Bu taahhütler finansal durum tespit çalışmalarında net bir şekilde görülmüştür. %30 kapasite kullanım oranı ile satın alınan bir rüzgar santrali için gelecek 3 yılda söz konusu kapasite kullanım oranının dramatik bir şekilde azalması halinde hisse devir anlaşmasına put opsiyon ile alınan hisselerin tekrardan eski satıcıya satılma hakkının konulması bu taahhütlerden sadece bir tanesidir.

Çalışmamızın bir diğer önemli sonucu ise finansal durum tespit çalışmalarında sürdürülebilirlik ve ilişkili taraf hacimlerinin incelenmesidir. Buna göre deviş sonrası şirketlerin ilişkili taraflarına olan mal ve hizmet satışları ya da ilişkili taraflardan olan mal ve hizmet alımları değişebilecektir. Bu durum devir sonrası şirketin karını etkileyecektir. Benzer şekilde firmaların geçmiş yıllarda karlılığı ve marjları dalgalanabilmektedir. Şirketlerin karlılıklarında tek seferlik gelirler ve giderler olabilmektedir. Finansal durum tespit çalışmaları firmaların tek seferlik gelir ve giderlerini ayırtırmakta ve sürdürülebilir gelir ve marjları geçmiş için

oluşturmaya çalışmaktadır. Hem ilişkili taraf işlemleri hem de tek seferlik işlemlerde finansal durum tespit raporlarında amaçlanan en önemli değişkenin sürdürülebilirlik olduğu anlaşılmaktadır.

Alan yazında birçok çalışmada birleşme ve satın alma sonrası şirketlerin değerindeki artış incelenirken genelde durum tespiti kavramı tanımlanma aşamasında bırakılmıştır. Çalışmamız durum tespiti kavramını, detaylarını ve süreçlerini tanımlamakla birlikte gerçekleşmiş on vaka üzerinden elde edilen sonuçları da alan yazına sunmaktadır. Çalışmanın en büyük kısıtı ise durum tespiti raporlamalarından elde edilen risklerin kayıt dışılık gibi unsurları bünyesinde barındırmasından dolayı hedef firmalara yönelik gizliliğin bulunmasıdır.

KAYNAKÇA

- Angwin, D. (2001). "Mergers and Acquisitions Across European Borders: National Perspectives an Preacquisition Due Diligence and The Use of Professional Advisers". *Journal of World Business*, 32-57.
- Arıkan, M. (2016). "Due Diligence Kavramı ve Şirket Birleşme ve Devralma Sözleşmelerinde Satıcının Sorumluluğu Hakkında TBK Hükümleri Çerçevesinde Değerlendirmeler". *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 265-300.
- Arslan, H. (2005). "Toward a New Generation Due Diligence: Shift in the Cornerstones of Tradition". *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 115-129.
- Birkinshaw, J., Bresman, H., and Hakanson, L. (2000). "Managing Post Acquisition Integration Process: How the Human Integration and Task Integration Process Interact to Foster Value Creation". *Journal of Management Studies*, 395-425.
- Brealey, R., Myers, S., and Marcus, A. (2007). *İşletme Finansının Temelleri*. İstanbul: Literatür Yayınları.
- Busby, D. (2014). "What's Your Business Worth? Start with Your Profitability and Go from There". *Austin Business Journal*.
- Ceylan, A. (2003). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. Bursa: Ekin Kitabevi.
- CFI. (2015). *Corporate Finance Institute*. Types of Due Diligence: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/types-of-Due-Diligence/> adresinden alındı
- Chang, H. (2012). *Sanayileşmenin Gizli Tarihi*. Ankara: Epos Yayınları.
- Consulting, A. (2018). *M & A Süreç Sunumu*. İstanbul: Ark Consulting.
- Davidson, K. (1988). "Tax-distorted Mergers". *Journal of Business Strategy*, September-October:63-64.

- EY. (2017). Birleşme ve Satın Alma İşlemleri 2017 Raporu. <https://docplayer.biz.tr/78263057-Birlesme-ve-satin-alma-islemleri-2017-raporu-ocak-2018.html> adresinden alınmıştır
- Eyceyurt, T., ve Serçemeli, M. (2013). “Şirket Birleşme ve Satın Almalarının Hisse Senedi Fiyatına Etkisi”. Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 159-175.
- Gilbert, F. (1992). “Evaluating Technology as an Asset”. National Law Review, 25-29.
- Göktürk, K. (2013). “Türk Ticaret Kanunu’na Göre Ticaret Şirketlerinin Birleşme Süreci ve Bazı Sorunlar”. Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, 631-662.
- Gönüllü, O. (2017). “Birleşme ve Devralmalar Yoluyla Büyümenin Hisse Senedi Performansı Üzerine Etkisi”. Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, 1430-1440.
- Harvey, M., ve Lusch, R. (1995). “Expanding The Nature and Scope of Due Diligence”. Journal of Business Venturing, 5-21.
- Hohn, J. (2003). *Einführung in die Rechtliche Due Diligence*. Zürich.
- Hutchby, Ian (1991). “The Organization of Talk on Talk Radio.” Broadcast Talk. (Der.) Paddy Schannel. London: Sage. 154-178.
- Jarrett, T. (1989). “The Perils of Acquisition”. Mortgage Banking, March: 85-87.
- K&P Legal. (2007). *K & P Legal*. Şirket Birleşme ve Satın almalarında Hukuki Süreç: <https://kplegal.com.tr/sirket-birlesme-ve-satinalmalarinda-huku-ki-surec> adresinden alındı
- Kandemir, T. (2003). *Küresel Rekabet Ortamında Birleşme ve Satın Almaların İşletmeler Üzerine Finansal Etkisi ve İMKB’deki Birleşmeler Üzerine Bir Araştırma*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Afyon Kocatepe Üniversitesi SBE.

- Kutlan, S. (2004). *Birleşme ve Devir Almalarda Due Diligence*. Ankara: Yaklaşım Yayıncılık.
- Lamb, B., and Smith, L. (2018). "Understanding the Differences Between an Audit and Financial Due Diligence". Maxwell & Rocke Ritter: <https://www.mlrpc.com/articles/understanding-the-differences-between-an-audit-and-financial-due-diligence/> adresinden alındı
- Liargovas, P., and Spyridon, R. (2011). "The Impact of Mergers and Acquisitions on the Performance of the Greek Banking Sector: An Event Study Approach". *International Journal of Economics and Finance*, 89-100.
- Moeller, S., and Zhu, L. (2016). "An Analysis of Short-Term Performance of UK Cross Border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies". <http://openaccess.city.ac.uk/> adresinden alınmıştır
- Öztunalı, A. (2008). *Birleşme ve Satın Almalar Yoluyla Değer Yaratımı*. Yayınlanmamış *Doktora Tezi*, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı, Ankara
- Pulaşlı, H. (2007). "Şirket Satın Alma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Diligence". *Batider*, 203-235.
- Pwc. (2006). *Birleşme ve Satın Alma İşlemleri Şirket Değerlemeleri, PwC Türkiye*. <https://docplayer.biz.tr/323250-Birlesme-ve-satin-alma-islemleri-sirket-degerlemeleri.html> adresinden alındı
- Rechtin, M. (1992). "Intellectual property: Ticking Time Bomb for the Unwary Buyer". *Mergers and Acquisitions*, 28-31
- Reed, S., & Reed Lajoux, A. (1999). *The Art of M&A*. New York: McGraw-Hill.
- Sing, A. (2002). "Capital Account Liberalization, Free Long Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development". ESRC Centre For Business Research, University of Cambridge Working Paper.

Şahin, A. (2018). *Fortune*. Fortune Turkey: <https://www.fortuneturkey.com/ey-2017de-dunyadaki-satin-alma-ve-birlesme-hacmi-36-trilyon-dolar-50389> adresinden alındı

Şimşek, M., ve Çelik, A. (2012). *Genel İşletme*. Konya: Eğitim Yayınevi.

Yörük, N., ve Ban, U. (2006). “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 88-101.

Zacharakis, A., and Meyer, G. (1998). “A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand Their Own Decision Process?” *Journal of Business Venturing*, 57-76.

EXTENDED ABSTRACT

Introduction

Factors such as increased growth thresholds for firms in developed economies and local currencies being valid in the world have encouraged many developed country companies to grow through merger and acquisitions in developing countries. While merger and acquisition transactions are increasing, the most vital stage in this process is due diligence works. While there are many due diligence studies like financial, technical, legal-tax, informatics and human resources, the financial due diligence is the common one for all merger and acquisition transactions.

Method

The merger and acquisition process take place at different stages. Firstly, the consultants of the vendor share the Teaser with potential buyers. Only brief information about the company is given and stated that the company has started the share sales process. After the teaser stage, the period is given to the investors whether they will be involved or not. An official response is expected from potential investors. Confidentiality Agreement is signed with investors who want to be involved in the process. Information Memorandum is shared with potential investors signed confidentiality agreement. This document contains much more detailed information than the teaser. At this stage, more details are given to potential buyers so that the firm can be priced easily and non-binding offers are expected from potential buyers. The vendor evaluates the price offers. There is no general standard here that the highest price is preferred. It is taken into account which buyer can build a better synergy with the current business model. It should be taken into consideration which buyer will bring the company to a more strategic position with the current financial and commercial perspective. According to these criteria, consultants constitute the Investor Short List. The Data Room is opened to investors, containing all confidential and detailed information about the company. After data room process, investors conduct legal, tax, technical and financial due diligence works. Financial due diligence study is carried out at this stage. Advisors preparing financial and technical due diligence visit the company's headquarters, factories and branches. it on site. During this process, the available partners make a management presentation to potential buyers, including the company's history, vision and goals, synergies that can be created. After the data room closes, binding offers are expected from the short list. Potential buyers also expect financial, legal, tax and technical due diligence reports. They present their final offers according to the points in these reports. After the binding offers are received, the negotiation phase begins between the

investors and the seller. We cannot directly talk about a standard in terms of timing of the negotiation phase. Sometimes this period can take quite a long time. The best offer wins the game. The Competition Authority must approve this transaction. If the firm operates in the energy sector or is a publicly traded company, EMRA and CMB will also have to approve the transaction. After the approvals received from official institutions, the Share Purchase Agreement is signed (K & P Legal, 2007).

Findings (Results)

In this study, while financial due diligence stages and calendar are examined in detail, examples of financial due diligence are given over real cases and a vital contribution is made to the literature in this regard. The items obtained as a result of financial due diligence studies are listed and the financial risk part of the share purchase transfer agreement is summarized. The study contributes to the academic literature and is an important reference point for market analysts who will conduct due diligence study.

Conclusions and Discussion

Through the quantitative easing process many foreign companies bought the Turkish company. According to EY Mergers and Acquisitions in 2017 report \$ 7.4 billion merger transactions pointing 62 % of the total transactions in Turkey were carried out by foreigners (EY Merger and Purchase 2017 Report, 8-10-12). While the energy sector stands out in terms of amount, it is seen that the information sector is prominent in terms of numbers. The most important step in the merger and acquisition processes is due diligence studies performed separately by the seller and the buyer. While due diligence studies are carried out on tax, legal, financial, human resources and IT infrastructure, financial due diligence is carried out for all mergers and acquisitions. According to Davidson (1988) and Jarrett (1989), the main cost of purchasing the company is not the value of the company, but a lack of quality due diligence. In this study, 10 real financial due diligence reports were examined. The receivables, net earnings, payables, net debt, net sales, EBITDA and other provisions are not clearly seen in the financial statements. The financial due diligence corrects these recordings.

In the literature, while valuation models for the companies making mergers and acquisition are examined, the concept of due diligence has been left at the stage of definition. While this study defines the concept of due diligence, it shows application of financial due diligence processes with 10 cases. The biggest limitation of the study is the existence of confidentiality for target firms.