

**AİLE ŞİRKETLERİNDE KURUMSALLAŞMA VE HALKA  
AÇILMANIN FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNE ETKİSİ:  
HALKA AÇIK BİR AİLE ŞİRKETİ ÜZERİNDE VAKA  
ÇALIŞMASI**

**Nevin YÖRÜK\***

**Özet**

Aile şirketleri, büyük işletmeler haline dönüşürken, artan sermaye ihtiyaçlarını ortaklardan, kurumsal yatırımcılardan ve küçük yatırımcılardan sağlamaktadırlar. Bu durum, işletmenin mevcut sermaye yapısında bazı değişikliklere ve işletmenin ortaklık ve yönetim yapısının birbirinden ayrılmasına neden olmaktadır. Aile şirketleri zaman içerisinde kurumsal anonim şirketlere dönüşmekte, bu nedenle kurumsal yönetim aile şirketleri için bir ihtiyaç olarak ortaya çıkmaktadır.

Çalışmada son yıllarda giderek önemi artan kurumsal yönetim kavramı aile şirketleri açısından incelenmiştir. Bu amaçla, öncelikle kurumsal yönetim kavramı, ilkeleri, önemi ve faydaları incelenmiştir. Daha sonra hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İ.M.K.B) işlem gören bir aile şirketinin kurumsallaşma adına önemli bir adım olan halka açılmasının, işletmenin finansal performansı üzerine etkisi tespit etmek için finansal analiz (oran analizi ve karşılaştırmalı mali tablolar analizi) yapılmıştır. Analizlerden elde edilen bulgulara göre, işletmenin kurumsallaşma çalışmalarının başarıya ulaştığı ve halka açılmasından sonra finansal performansında artışların olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Aile Şirketleri, Finansal Performans

**Abstract**

When the family companies are transformed big companies, they provide the more required capital from partnership, institutional investors and small investors. This situation causes some changes in constitution of capital, and seperation between constitution of administrative and partnership. In course of time, family companies are transformed institutional companies. Therefore corporate governance is appeared as a need for family companies.

In this study, we examined corporate governance which is being more important in recent years from view of point of family companies. For this aim, firstly knowledge about corporate governance, its principles, importances and values is given. Then some

---

\* Doç. Dr., Gaziosmanpaşa Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi

financial analyses are made for a family company trading in İstanbul Stock Exchange for determining the effect of going public in institutionalization on company's financial performance. According to findings provided the analyses, it is accomplished the working of institutionalization in the family company and increased its financial performance after going public.

**Keywords:** Corporate Governance, Family Companies, Financial Performance

## Giriş

Yirmi birinci yüzyıl iş dünyasında ulusal ve uluslararası başarının anahtarı rekabet gücüdür ve bu rekabet gücünün işletmelerin ve ülkelerin geleceğine şekil vermesi beklenmektedir. Aile şirketleri, rekabet gücünün ortaya çıkarılması ve sürdürülmesi için vazgeçilmez unsurlardır. Bununla birlikte, son yıllarda artan küreselleşme hareketleri ve uluslararasılaşma faaliyetleri, girişimcilik ruhu kuvvetli işletmeleri ön plana çıkarmıştır. Aile işletmeleri ise, girişimcilik yönü kuvvetli olan işletmeler olması nedeniyle son yıllarda özel bir önem kazanmıştır.

Yönetim süreci ve bu süreci işleten gruplar açısından ele alındığında, bir işletme yönetiminde sahipliğin, temel politik karar organlarının ve hiyerarşik yapının önemli bir kısmının belli bir ailenin üyelerinden oluşması halinde ailesel yönetim söz konusu olmaktadır. Bu yönetimin en önemli özelliği, üst yönetim kademelerinin belirli bir aile bireyine veya akrabalara açık olmasıdır (Koçel, 2003: 17).

Günümüzün küresel ekonomisi içinde aile şirketleri, gerek dünyada gerekse Türkiye'de sosyal ve ekonomik açıdan önemli yere sahiptirler. Aile şirketlerinin temel amaçlarından birisi devamlılıklarını sağlayarak sonraki kuşaklara devretmektir. Bununla birlikte, bazı aile şirketlerinin yaşam süreleri çok kısa olmaktadır. Bunun temel nedeni ise, aile şirketlerinin kurumsallaşma eğilimlerinin az olması ve aile içi şirket yönetimi düzeninin kurulamayıp işletmelerin hala klasik metotlarla idare edilmesidir.

Ekonomik gelişme ve modernleşme ilerledikçe, değişen çevre koşulları işletme faaliyetlerini daha karmaşık ve organizasyonları daha büyük hale getirmiştir, aile yönetimleri ise bu yeni koşulların gereklerini yeteri kadar yerine getiremez hale gelmişlerdir. Bu nedenden dolayı aile şirketleri, büyümek ve büyümeyi sürdürebilir kılmak için, profesyonel yardım almak zorunda kalmışlar ve yönetimlerinde uzman kişilerden yararlanmaya başlamışlardır. Böylece, aile işletmelerinin ortaklık ve

yönetim yapısı birbirinden ayrılmaya başlamış, aile şirketleri yavaş yavaş kurumsal anonim şirketlere dönüşmüştür. Daha da önemlisi, aile şirketleri, halka açık şirketler haline gelmişler, böylece bu şirketler için kurumsal yönetim ihtiyacı doğmuştur.

Bu çalışmanın amacı, aile şirketlerinde kurumsal yönetim uygulamalarının, finansal performansa olan etkilerini araştırmaktır. Bu çerçevede, öncelikle konu ile ilgili literatür çalışmasına yer verilerek, ikinci aşamada kurumsal yönetim kavramı, ilkeleri, önemi ve faydaları ele alınmıştır. Son aşamada ise, halka açık bir aile şirketi üzerinde yapılan, kurumsal yönetimin finansal performansa etkilerinin araştırıldığı uygulama çalışmasına yer verilmiştir. Uygulamada vaka çalışması baz alınarak, hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İ.M.K.B) işlem gören, halka açık bir aile şirketinin performansı, finansal analiz yöntemleri (oran ve karşılaştırmalı tablolar analizi) kullanılarak incelenmiştir. Şirketin, halka açıldığı yıl yönetimde kurumsallaştığı yıl olarak kabul edilmiş olup, şirketin performansı kurumsallaşma öncesi ve sonrası iki dönem halinde ele alınarak, değerlendirilmiştir.

### 1. Literatür Taraması

Konuyla ilgili olarak literatürde şu çalışmalar yer almaktadır: *Shelton* (1998) çalışmasında, kurumsal yönetimin aile şirketlerinde bu denli önemli bir konu haline gelmesinin nedenini, ortaklık yönetimindeki başarısızlık, suistimaller ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizler olarak belirlemiştir. *Johnson, Boone, Breach ve Friedman* (2000), zayıf kurumsal yönetim ve kötü ekonomik geleceğin beklendiği ülkelerdeki şirketlerin sermayelerinde yönetici hakimiyetinin arttığını ve bunun sonucunda şirketlerin finansal varlık fiyatlarında (özellikle hisse senetlerinde) daha büyük düşüşlerin gerçekleştiğini belirlemişlerdir.

*İMKB Araştırma Müdürlüğü* (Varış, Küçükçolak, Erdoğan, Özer), tarafından 2001 yılında üyesi bulunan aracı kurumlar ve işlem gören şirketlerde, OECD ilkeleri temel alınarak, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma derecesi ve ilkelerin şirketlerin hisse senetleri performanslarına etkilerini inceleyen bir kurumsal yönetim anket çalışması yapılmıştır.

*Gürbüz ve Erginçan'ın Çalışmasında* (2004), İMKB-30 endeksi kapsamına giren şirketlerin esas sözleşmeleri SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberine dayanılarak oluşturulan kriterlere göre değerlendirilmiş ve esas sözleşme endeksi oluşturulmuştur.

*Chung, Wright ve Kedia* (2003) çalışmalarında, şirketlerin sermaye ve ar-ge yatırımlarının piyasa değerlerinde şirketleri izleyen ve değerleyen menkul kıymet analistlerinin ve yönetim kurulu kompozisyonunun kritik önemde etkilerinin bulunduğunu gösterirken; kurumsal sahiplik yapısının, şirketlerin piyasa değerleri üzerinde fazla etkisinin olmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

*Churaev* (2003) çalışmasında, İMKB-30 Endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının performansına olan etkilerini incelemiştir. Çalışmada kullanılan anket, Sermaye Piyasası Kurulu'nun yayımladığı "Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi"ni esas almış ve İMKB-30 Endeksine dahil 30 şirkete uygulanmıştır.

Genel olarak, literatürdeki, kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkinin varlığını, Türkiye uygulamasında araştıran çalışmaların sonucunda, kurumsal yönetim ilkelerini görece daha iyi uygulayan şirketlerin, borsa performanslarının ve özsermaye kârlılıklarının daha yüksek olduğu, ayrıca daha iyi yönetilen şirketlerin kreditorlere daha çok güven duygusu verdikleri gözlemlenmiştir. Ayrıca, kurumsal yönetim ve şirket performansı arasında pozitif bir ilişkinin varlığı genel olarak saptanmıştır.

## **2. Kurumsal Yönetim Kavramı**

Kurumsal yönetim, işletmelerin kendi sorumluluklarının bilincinde olarak işletmenin devamlılığını sağlayacak, ortakların elde ettiği değerlere karşı işletmenin değerini arttırabilecek ve bunu yaparken de ilişkide olduğu kurum ve kişilerle olan ilişkilerini etik değerlere uygun prensipler çerçevesinde yürütebilecek bir kavramdır (Şenver,2002:34).

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD)'nün 1999 yılında hazırladığı raporda kurumsal yönetim şu şekilde tanımlanmaktadır: Şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistemdir ve esasen şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler dizisini içerir (OECD, 1998). Bir başka tanıma göre ise kurumsal

yönetim, anonim ortaklıkların idaresinde ve faaliyetlerinde kâr elde etme ve pay sahiplerine dağıtma ana unsuru ve amacını taşıyan geleneksel yapıların yanında, hissedarlar dahil tüm menfaat sahiplerinin haklarının korunmasını ve bu çerçevede, söz konusu menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin kurallarının düzenlenmesini hedefleyen bir anlayıştır (Şehirli,1999:8).

## 2.1. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Genel olarak ele alındığında, kurumsal yönetim ile amaçlanan, ilgili tarafların karşılıklı hak ve yükümlülüklerinin belirlenmesi ve yatırımcı güveninin sağlanmasıdır. Bununla birlikte, kurumsal yönetim, şirketlerin şeffaflık, hesap verebilirlik, adillik ve sorumluluk ilkeleri etrafında yeniden yapılanmalarını gerektiren ve en genel anlamıyla, kurumları yönlendirme ve icraatın performansını irdeleme sistemi olarak tanımlayabileceğimiz bir sistemdir.

Bu bağlamda, Dünya üzerinde genel kabul gören uluslararası kurumsal yönetim yaklaşımlarında, eşitlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik, ve sorumluluk kavramları olmazsa olmaz kavramlar olarak karşımıza çıkmaktadır (SPK,2003:3). Esas olarak bütün bu yaklaşımların temelinde yatırımların akıllıca ve verimli bir şekilde kullanılması ve şirketlere güvenen hissedarların çıkarlarının gözetilmesi unsuru bulunmaktadır ve etkili bir kurumsal yönetimin oluşturulabilmesi için ilkelerin tam anlamıyla bilinmesi ve yerine getirilmesi gereklidir. Bu ilkeleri şu şekilde açıklayabiliriz:

**Şeffaflık İlkesi:** Kredilerin yatırımcılarca kullanımı, kredi kullananların kredibilitesi, hükümetlerin kamu hizmetlerini sunumu (eğitim, sağlık, para, maliye politikaları) ve uluslar arası kuruluşların faaliyetleri hakkında doğru, zamanlı ve güvenilir, ekonomik, sosyal ve politik bilginin akışının sağlanmasıdır (Vishwanath ve Kaufmann,1999).

**Hesap Verebilirlik İlkesi:** Yönetim işlevinin ve sorumluluklarının açıklanması, hissedar ve yöneticilerin taleplerinin sıraya koyulmasının güvence altına alınması ve nesnel kararlar alındığının yönetim kurulları tarafından izlenmesidir (Millstein,2000:3). Hesap verebilirlik, alınan kararların doğruluğunu kanıtlama ve sorumluluğunu kabullenme

gerekliliğine işaret etmektedir. (Tuzcu,2003:35). Hesap verebilirlik ilkesi şeffaflık ilkesi ile yakından ilgilidir.

**Sorumluluk İlkesi :** Doğruları teşvik eden ve yanlışları cezalandıran bir kontrol yöntemidir. Yöntemin temel sorumluluğu, kuruma doğru hedefler koymak ve bunları uygulamaktır. Sorumluluk ilkesinin amacı, şirket faaliyetlerinin, kanunlara ve toplumsal değerleri yansıtan düzenlemelere uygunluğunu güvence altına almaktır (Millstein,2000:3).

**Adil Yönetim İlkesi:** Kurumun geleceği ile ilgili olarak tüm tarafların fikirlerini dengeli olarak değerlendirmektir. Bu ilke, şirket yönetiminin aldığı kararlarda yalnızca mülkiyet hakkı bulunan hissedarları değil, aynı zamanda şirketin uzun dönemde karlılığını ve varlığını sürdürmesine yardımcı olacak tüm tarafları dikkate alması anlamına gelmektedir (Tuzcu,2003:36).

Dünyadaki uygulamalara ve düzenlemelere paralel olarak, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından diğer uluslararası ilkelerle uyumlu “Kurumsal Yönetim İlkeleri”, Temmuz 2003 yılında oluşturularak, uygulamaya konulmuştur. İlkelerin hazırlanması aşamasında, başta 1999 yılında yayınlanan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” olmak üzere, birçok ülkenin konu ile ilgili düzenlemeleri incelenerek, Dünya’da benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile, ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından oluşturulan kurumsal yönetim ilkeleri şu şekilde sıralanabilir:

- Pay sahiplerinin hakları ve eşit işleme tabi olmaları konusundaki prensipler,
- Kamunun aydınlatılması ve şeffaflık kavramları ile ilgili prensipler,
- Menfaat sahipleri ile ilgili prensipler,
- Yönetim Kuruluna ilişkin prensipler.

## 2.2. Kurumsal Yönetimin Önemi

Başarılı bir kurumsal yönetim; yöneticilerin, şirketin ve hissedarların menfaatine yönelik amaçlar ve hedeflerin belirlemesini sağlayarak,

yöneticilerin performansını arttırmakta, denetimi kolaylaştırmakta, şirketin kaynaklarının verimli bir şekilde kullanılmasını teşvik etmektedir. Bunun sonucu olarak da şirkete olan güven artmakta ve şirketin sermaye maliyeti düşmektedir (Koç, Yavuz ve Yalın, 2004:232).

Şirketler açısından bakıldığında, kurumsal yönetimin, düşük sermaye maliyeti sağlanması, finansman imkanları ve likiditeyi artırması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasasından dışlanmaması gibi avantajlar sağladığı görülmektedir. Konuya ülke açısından baktığımızda ise, ülkenin imajının yükseltilmesi, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının artması, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, ekonomik krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların daha etkin bir şekilde dağıtılması, yüksek refahın sağlanması ve sürdürülmesi gibi avantajlar sağlamaktadır.

Ülke dışındaki fonlardan yararlanabilmek, fon arz edenlere güven vermekle mümkün olabilmektedir. Güveni oluşturmak ise, hem kamu hem de anonim şirket yönetimlerinde istikrar sağlamakla mümkün olmaktadır. İstikrarı sağlamanın yolu da, ekonomik alanda kuralları koymaktan ve bu kuralların uygulanacağını garantisini vermekten geçmektedir. Başarılı olarak oluşturulmuş kurumsal yönetim, mevcut sisteme güven duyulmasına yardımcı olmaktadır.

Son yıllarda, modern ekonomilerde kurumsal yönetimin öneminin artmasına neden olan gelişmeler, özel sektörün artan rolü, ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağılıklarının artması ve ortaklıkların içinde buldukları yeni rekabet şartları olarak sıralanabilmektedir (Şehirli, 1999:12).

### **2.3. Kurumsal Yönetimin Faydaları**

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve ülke açısından büyük yararları bulunmaktadır. Şirketler için, kurumsal yönetimin, düşük sermaye maliyeti sağlanması, finansman imkanlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasasından dışlanmaması gibi avantajlar sağladığı görülmektedir. Ülkeler için ise, ülkenin imajının yükseltilmesi, sermayenin yurt dışına kaçmasının önlenmesi, yabancı sermaye

yatırımlarının artması, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, ekonomik krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların daha etkin bir şekilde dağıtılması, yüksek refahın sağlanması ve sürdürülmesi anlamına gelmektedir.

#### **2.4. Aile Şirketlerinin Kurumsallaşması**

Aile şirketlerinin temel amaçlarından birisi de devamlılıklarını sağlayarak sonraki kuşaklara devretmektir. Ancak bu çok kolay bir süreç değildir. Örneğin ABD’de, ortalama olarak, yeni kurulan aile şirketlerinin %40’ı daha ilk beş yılda yok olmakta, geri kalanların %66’sı birinci kuşakta batmakta veya el değiştirmektedir. Dolayısıyla ikinci kuşağa kadar yaşayabilen aile şirketlerinin, oranı %20’ yi geçmemekte ve hatta bu yüzde yirminin ise ancak %17’si üçüncü kuşağa kadar devam edebilmektedir. Sonuçta, birinci kuşak tarafından kurulmuş olan 100 aile şirketinden sadece ve sadece 3.4 tanesi üçüncü kuşağa dek yaşamını sürdürebilmektedir. İngiltere’de ise durum benzerdir, İngiliz şirketlerinin oranı da %3.3. üçüncü kuşağa devredilebilmektedir.

Aile şirketi sahipleri, kendileri için başında olduğu, çok çalıştıkları, hızlı karar verdikleri ve işe fazla asıldıkları için kısa zamanda önemli karlar elde edebilmektedirler. Ancak iş belli bir büyüklüğe geldiği ve işin kendisinin yanında yönetim ve organizasyon, insan kaynakları, verimlilik, kalite, maliyet muhasebesi, insan ilişkileri gibi aile şirketinin sahibinin alışık olmadığı kavramlar işin içine girdiğinde sıkıntılar da baş göstermektedir. İş bilmek, işin çekirdeğinden gelmek önemlidir, fakat kalıcılık için yeterli değildir. Aile şirketi yöneticilerini kapsayan bir araştırmaya göre aile şirketi sahiplerinin % 85’inin dile getirdikleri sorunlar arasında ilk sırayı kurumsallaşamama almaktadır (Us,2004).

Aile şirketleri genelde küçükken zamanla büyümekte ulusal hatta uluslar arası şirketler haline gelmektedir. Ancak bu işletmelerin ömürleri kısa olmakta, sonraki kuşaklara devredilen işletme sayısı oldukça az sayılmaktadır. Başarılı işletmeler, geçmiş dönemlerde elde edilmiş başarılarına ulaşmak için kullandıkları taktiklerin her zaman geçerli olacağı yanılgısına düşebilmektedirler. Böylece, değişime direnir, başarısız olmaktadır. Bu düşünce tarzı, işletmenin sürekliliği açısından en önemli tehlikelerden birisini teşkil etmektedir. O nedenle, süreklilik



için aile şirketleri, geçmiş başarılarına sonsuz güvenmek yerine, değişime hazır hale gelmelidirler.

Bunun yanında ‘kurumsal’ bir yapı, sürekli başarı için zorunludur. Kurumsallaşma, patronların işi tamamen profesyonellere bırakması demek değildir. Tam tersine, patronların işin başında olmasında ve diğer çalışanlarla kolektif bir çalışma ruhu kurulması gerekir (Sağlam,2004).

Aile ilişkilerinin kurumsallaşması genelde, üzerinde çok fazla düşünülmeyen ama aile şirketlerinde en temel problemleri yaratan bir konudur. Kurumsallaşma “sistem haline gelmek” olarak düşünüldüğünde, sadece şirketin sistem haline gelmesi yetmez, aile ilişkilerinin de bir sistem haline getirilmesi gerekir. Bunun için aile şirketlerinin yeniden yapılandırılmaları gerekir.

Yeniden yapılanma ile şirketlerde yeni bir organizasyon yapısı oluşturulmalı ve bu yapı içinde yer alan herkesin görevi, yetkileri ve sorumlulukları yazılı olarak belirlenmelidir. Kurumsallaşma yolundaki aile şirketlerinde, uygulanabilecek bir görev yetki ve sorumluluk yönetmeliği ve personel yönetmeliği oluşturulmalıdır. Böylece bu işletmelerde karar alma süreci belirli kurallara bağlanacak ve böylece işletmenin kurumsallaşması için bir adım atılacaktır.

### **3. Bir Aile Şirketinde Kurumsal Yönetime Geçiş Sürecinin İncelenmesi: Vaka Analizi**

#### **3.1. Çalışmanın Amacı ve Yöntemi**

Bu çalışmanın amacı; yönetimde kurumsallaşmaya geçmiş halka açık bir aile işletmesinin finansal performansı, kurumsallaşma öncesi ve sonrası dönem olarak karşılaştırılarak, kurumsallaşmanın aile şirketine sağladığı avantajların ortaya konulmasıdır.

Çalışmada yöntem olarak; finansal analiz tekniklerinden oran analizi ve karşılaştırmalı analiz (yatay) teknikleri kullanılacaktır. Oran analizi, hesap veya hesap grupları arasında matematiksel ilişkiler kurulmak suretiyle, işletmenin; ekonomik ve mali yapısı ile karlılık, çalışma durumu hakkında bir yargıya ulaşmada yardımcı olan bir yöntemdir (Akdoğan ve Tenker,2001:606). Karşılaştırmalı analiz yöntemi ise, işletmenin birden fazla hesap dönemine ait, mali tablolarında yer alan

kalemlerin birbiriyle karşılaştırılması sürecidir(Akdoğan ve Tenker,2001:519). Kalemlerde görülen yüzde değişiklikler, kalemlerin birbirleriyle ilişkisini ve zaman içindeki artış ve azalışlarını gösterir.

İşletmenin halka açıldığı 2000 yılı baz yıl olarak ele alınarak, işletmenin 1998 yılından itibaren finansal analizi yapılacaktır. İşletme için dönüm noktası sayılabilecek halka açılmanın ve kurumsallaşmasının işletmeyi nasıl etkilediği analizler sonucunda ortaya konulup, elde edilen bulgular yorumlanacaktır.

### **3.2. Çalışmada Kullanılan Veriler ve Çalışmanın Sınırlılıkları**

Çalışmada kullanılacak olan veriler, işletmenin 1998 yılından itibaren yayımlanan finansal tablolarından elde edilecektir. İşletmeye ait finansal tablo verileri İstanbul Menkul Kıymetler Borsasının (İ.M.K.B) internet adresinden ve ibsanaliz.com internet adresinden temin edilmiştir. Kurumsallaşmanın etkisinin sadece bir aile şirketi üzerinde araştırılması ve çalışmada kullanılan finansal verilere 1998-2003 yılları arasındaki finansal tablolardan ulaşılabilmesi çalışmanın sınırlılıklarını oluşturmaktadır.

### **3.3. İşletmeyle İlgili Genel Bilgiler**

Araştırmada incelenen işletme 1966 yılında Kocaeli ili Hereke beldesinde kurulmuştur ve işletmenin ana faaliyet konusu çimento, elektrik ve beyaz tuğla üretim ve satışlarıdır. İşletme bir aile şirketi olarak kurulmuş olsa da, 2000 yılından itibaren İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında hisse senetleri işlem görmeye başlamış ve işletme için kurumsallaşma adına önemli bir adım atılmıştır. İşletme fabrikasında teknolojik gelişmeler yakından takip edilmektedir. Çimento üretimi son teknolojiye göre donatılmış değirmenlerde yapılmaktadır ve Türkiye' de kullanılan çimentonun yaklaşık %7'si araştırmaya konu olan işletme tarafından üretilmektedir.

### 3.3.1. Şirket Yönetimi

İşletmede bir yönetim kurulu başkanı, on yönetim kurulu üyesi, üç denetçi bulunmaktadır. Ayrıca genel müdür dışında, on altı müdürlük vardır. Tüm faaliyetleri için ayrı departmanlar ve her bir faaliyet için sorumluluk merkezleri işletme bünyesinde oluşturulmuştur. Buna ilaveten, ayrı bir finansman koordinatörlüğü de yine işletme bünyesinde mevcuttur.

### 3.3.2.Şirketin Sermaye Yapısı

1999 yılı Aralık ayında Şirket hisselerinin %49'u halka arz olunmuş olup, işletme sermayesinin %10 ve daha fazlasına sahip ortakların durumu Tablo 1'de verilmiştir.

**Tablo 1.** Sermayenin %10 ve daha fazlasına sahip ortaklar (1998-2003)

		Ortak 1	Ortak 2	Halka Açık Kısmı
1998	Pay Oranı	99,94%		
	Pay Tutarı	999.400		
1999	Pay Oranı	50,90%		49%
	Pay Tutarı	2.548.470		2.450.000
2000	Pay Oranı	%50.90		%49.00
	Pay Tutarı	5,096,940		4,900,000
2001	Pay Oranı	%50.90		%49.00
	Pay Tutarı	5,096,940		4,900,000
2002	Pay Oranı	%41.67	%14.67	%43.66
	Pay Tutarı	31,297,069	11,025,490	32,784,241
2003	Pay Oranı	%41.67	%15.01	%43.32
	Pay Tutarı	31,297,069	11,270,352	32,539,379

İşletmenin halka açılmasıyla birlikte kurumsallaşma çalışmalarının, işletme performansı üzerine etkilerini incelemek için işletmenin finansal analizi, oran analizi ve yatay analiz yöntemi kullanılarak yapılmıştır. Bunun için işletmenin halka açıldığı 2000 yılı baz yıl olarak alındığında, 1999 yılı ekonomik krizinin işletmeyi olumsuz etkilediğinden dolayı, işletmenin iki dönem öncesi ile 2003 yılı sonuna kadar olan finansal tabloları incelenmiştir.

### **Oran Analizi Yöntemi**

Yapılan oran analizinden elde edilen sonuçlar incelendiğinde (Tablo 2) 2000 yılından itibaren oranlarda bir yükselme görülmektedir. İşletmenin halka açılmasını izleyen yılda (2001), cari oranı genelde beklenen düzey olan 2:1 düzeyindedir. Ancak, 2002 ve 2003’de cari oran yeterli görülen düzeyin üstündedir. Her ne kadar işletmenin kısa süreli borçlarını ödeme gücünü ve net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını ve işletmenin cari mali gücünü gösteren cari oranın yüksek olması her zaman olumlu bir gelişme olmayabilir. İşletme elinde çok fazla nakit bulundurmaktadır. İşletmenin nakit oranının da diğer iki oran gibi artması aynı sonuca götürmektedir. Bu oranlardaki artış stoklardan kaynaklanmamaktadır. Çünkü stokların dönen varlıklar içindeki payı neredeyse değişmeyen bir seyir izlemektedir. İşletmenin asit test oranının 1’den büyüktür ve işletme borçlarını geri ödemedeki stoklarına bağımlı değildir. Buna rağmen, stok bağımlılık oranının yüksek olması, işletmenin stok devir hızının yüksek olması sebebiyle işletme elinde fazla stok bulundurmasından kaynaklanmaktadır.

**Tablo 2.** Likidite Oranları (1998-2003)

<b>LİKİDİTE ORANLARI</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
<b>Cari Oran</b>	1,12	1,13	1,48	2,05	2,57	2,46
<b>Asit test Oranı</b>	0,90	0,96	1,24	1,64	2,23	1,96
<b>Nakit oranı</b>	0,40	0,56	0,28	0,75	1,43	0,56
<b>Stok/DV</b>	0,20	0,15	0,16	0,20	0,13	0,20
<b>Stok bağımlılık oranı</b>	2,69	2,56	3,10	0,62	-1,29	0,89

**Tablo 3.** Finansal Yapı Oranları (1998-2003)

<b>FİNANSAL YAPI ORANLARI</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
<b>Kaldıraç Oranları</b>	0,43	0,45	0,31	0,32	0,28	0,23
<b>Özkaynak/Aktif Toplamı</b>	0,57	0,55	0,69	0,68	0,72	0,77
<b>Özkaynak/ Yabancı Kaynak Toplamı</b>	1,30	1,24	2,23	2,09	2,54	3,26
<b>KVYK/Pasif Toplamı</b>	0,22	0,33	0,21	0,21	0,18	0,13
<b>UVYK/Pasif Toplamı</b>	0,21	0,12	0,10	0,11	0,10	0,11
<b>Maddi duran varlık/Özsermaye</b>	1,33	1,13	0,99	0,84	0,74	0,90
<b>Maddi Duran Varlık/UVYK</b>	1,95	3,50	3,89	2,87	2,90	4,26
<b>KVYK/Yabancı Kaynak Toplamı</b>	0,51	0,74	0,69	0,65	0,65	0,54
<b>Banka Kredileri/Aktif Toplamı</b>	0,09	0,17	0,09	0,05	0,02	0,03
<b>Kısa Vadeli Banka Kredileri/KVYK</b>	0,42	0,42	0,33	0,06	0,00	0,05
<b>Dönen Varlıklar/ Aktif Toplamı</b>	0,25	0,37	0,31	0,43	0,47	0,31

İşletmenin finansal yapısına ait oranları incelendiğinde (Tablo 3), kaldıraç oranının sürekli düşüş halindedir. İşletmenin toplam kaynakları içinde yabancı kaynaklarının oranının düşük olması işletmeye kredi verenler için asında istenen bir durum olmasına karşın, işletmenin yabancı kaynaklardan yararlanmak yerine öz kaynaklardan yararlandığını göstermektedir. İşletmenin finansal kaldıraçtan tam anlamıyla yararlanamadığı net kar marjının halka açıldıktan sonra düşmesinden ve işletmenin Özkaynak/Aktif Toplam oranının da 2000 yılından itibaren artmasından görülmektedir. İşletme varlıklarını özkaynaklardan finanse etmekte, yabancı kaynak kullanımına çok fazla yönelmemektedir. Özkaynak/Toplam Yabancı Kaynak oranına (finansman oranı) bakıldığında, özkaynaklarının sağlamlığı ve varlıklarının çoğunun özkaynaklardan finanse edildiği konusunda bilgi vermektedir. İşletme KVKYK ve UVYK olmak üzere kaynak kullanımına da bu sebepten dolayı tercih etmemektedir. İşletme sahip olduğu maddi duran varlıkları da öz kaynaklarıyla finanse etmektedir (Maddi duran varlıklar/Özkaynak). İşletme banka kredisi kullanma konusunda da çekimser davranmaktadır.

**Tablo 4.** Faaliyet Oranları (1998-2003)

<b>FAALİYET ORANLARI</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>
<b>Alacak Devir Hızı</b>	8,02	5,35	3,62	5,13	7,77	4,75
<b>Stok Devir Hızı</b>	4,82	4,86	4,90	7,58	6,68	11,56
<b>Çalışma Sermayesi Devir Hızı</b>	2,72	1,47	1,94	1,55	1,50	2,30
<b>Net Çalışma Sermayesi Devir Hızı</b>	25,23	12,76	6,01	3,03	2,45	3,88
<b>Maddi Duran Varlık Devir Hızı</b>	1,63	1,34	1,62	2,03	2,46	1,56
<b>Özkaynak Devir Hızı</b>	1,19	0,99	0,88	0,98	0,99	0,94
<b>Aktif Devir Hızı</b>	0,68	0,55	0,61	0,67	0,71	0,72

İşletmenin faaliyet oranlarına bakıldığında (Tablo 4), alacak devir hızı dalgalı bir seyir halindedir. Ancak bu durum işletmenin alacaklarını tahsil edemediğini veya işletmenin sermayesini büyük oranda alacaklara bağladığını göstermez. Alacak devir hızının 2003 yılında 2002'ye göre çok düşmesi uzun ve kısa vadeli alacakların artmasından kaynaklanmaktadır. Net satışlar 2003 yılında en yüksek rakamına ulaşmış olsa da, alacak rakamları daha fazla artmıştır. İşletme elindeki stoklar hızlı bir şekilde tüketilmekte bu da satışları yıldan yıla arttırmaktadır. Özellikle 2000 yılından sonra bu durum gerçekleşmiştir. Net çalışma sermayesi devir hızının 2000 yılından itibaren diğer yıllara oranla çok

fazla düşmesi, işletmenin dönen varlıklarının çok fazla artmasından kaynaklanmaktadır. İşletmenin fazla net çalışma sermayesine ve gereksiniminden fazla nakdi değerlere sahip olduğu söylenebilir. Ayrıca aktif devir hızının artan satışlara rağmen çok az bir artış eğilimi göstermesi işletmenin dönen varlıklarının çok olmasından kaynaklanabilir. İşletme duran varlıklarını özellikle 2000 yılından sonra etkin kullanmaya başlamıştır. Özsermaye devir hızının azalma göstermesi işletmenin özsermayesinin iş hacmine göre fazla olduğu anlamına gelebilir.

İşletmenin karlılık oranlarına bakıldığında (Tablo 5), net kar marjı 2000 yılından itibaren düşmüştür. Satışları iyi olmasına karşın bu oranın düşmesi, işletmenin bu yıldan sonra çok fazla gider yapmasından kaynaklanmaktadır. İşletmenin faaliyet giderlerinin halka açıldıktan sonra artması net kar rakamını azaltmıştır. Ayrıca işletmenin satışlarının maliyetinin artması da net kar rakamının azalmasına etki etmiştir. İşletme varlıklarının ve özsermayesinin getirisi de 2000 yılından sonra düşmeye başlamıştır. Bu düşüş varlıkların ve özsermayenin etkin olarak kullanılmadığı anlamına gelebilir. İşletmenin nakdi değerlerinin ve özsermayesinin fazla olması mali yapısının kuvvetli olduğunu ancak bunun karlılık üzerinde aynı olumlu etkiyi yapmadığı görülmektedir.

**Tablo 5.** Karlılık Oranları (1998-2003)

KARLILIK ORANLARI	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Brüt Kar Marjı</b>	0,51	0,47	0,30	0,41	0,39	0,30
<b>Faaliyet Karı/Net Satışlar</b>	0,30	0,30	0,18	0,25	0,30	0,20
<b>Net Kar Marjı</b>	0,28	0,35	0,12	0,14	0,21	0,16
<b>Satılan malın maliyeti/Net satışlar</b>	0,49	0,53	0,70	0,59	0,61	0,70
<b>Varlıkların Kazanma Gücü (ROA)</b>	0,19	0,19	0,08	0,10	0,15	0,12
<b>ÖzSermaye Kazanma Gücü(ROE)</b>	0,33	0,35	0,11	0,14	0,21	0,15
<b>Vergi Öncesi Kar/Öz kaynaklar</b>	0,38	0,42	0,15	0,22	0,29	0,18

### ***Karşılaştırmalı Mali Tablolar Analizi (Yatay Analiz) Yöntemi***

Oran analizinden sonra, cari dönem ve önceki dönemlere ait karşılaştırmalı bilançosu ve gelir tablosu aşağıda verilen aile şirketinin mâli tabloları, karşılaştırmalı analiz yöntemi ile analiz edilmiştir. Yapılan analizde, şirketin halka açılmasından önceki yıl olan 1999 yılı baz yıl olarak alınmıştır. Şirketin halka açıldığı 2000 yılı ve sonrasındaki yıllarda düzenlenmiş olan mali tablolardan elde edilen rakamlar, hep 1999 yılının

mali tablo rakamları ile karşılaştırılmıştır. Böylece mâli tablolar, karşılaştırmalı olarak (dinamik analiz) analiz edilmiştir.

Araştırmaya konu olan şirkete ait karşılaştırmalı analiz yöntemi ile yapılan analiz sonuçları Tablo 6'da verilmiştir.

**Tablo 6.** İşletmenin 1998-2003 Yıllarına Ait Karşılaştırmalı Mali Tabloları ve Karşılaştırmalı Analiz Sonuçları

	ARTIŞ VEYA AZALIŞLAR			
	1999/2000		1999/2001	
<b>BİLANÇO (Milyon TL)</b>	<b>TL</b>	<b>%</b>	<b>TL</b>	<b>%</b>
<b>I. DÖNEN VARLIKLAR</b>	2.959.722	11,65	30.228.699	118,97
A. Hazır Değerler	(6.594.392)	-55,40	8.409.200	70,65
B. Menkul Kıymetler	(516.048)	-88,18	(585.215)	-100,00
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	8.215.051	117,74	9.837.805	141,00
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	67.037	334,83	226.062	1129,12
E. Stoklar	556.064	14,24	7.263.056	185,95
F. Diğer Dönen Varlıklar	1.232.010	61,07	5.077.791	251,69
<b>II. DURAN VARLIKLAR</b>	19.039.315	44,55	31.257.550	73,15
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	1.759	28,11	1.562	24,96
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	-	0	-
C. Finansal Duran Varlıklar	12.812.824	86,11	16.403.173	110,24
D. Maddi Duran Varlıklar	6.126.148	22,04	14.783.837	53,18
E. Maddi Olmayan Duran Var.	98.584	201,46	68.978	140,96
F. Diğer Duran Varlıklar	0	-	0	-
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	21.999.037	32,28	61.486.249	90,23
<b>I. KISA VADELİ BORÇLAR</b>	(3.272.737)	-14,56	4.706.428	20,94
A. Finansal Borçlar	(2.950.149)	-25,88	(4.792.675)	-42,04
B. Ticari Borçlar	(1.398.427)	-26,39	(853.102)	-16,10
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	873.916	27,71	1.180.014	37,41
D. Alınan Sipariş Avansları	(4.982)	-3,81	46.957	35,95
E. Borç ve Gider Karşılıkları	206.905	8,30	9.125.234	366,18
<b>II. UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	795.181	10,02	6.901.337	87,00
A. Finansal Borçlar	(420.763)	-6,56	3.917.249	61,04
B. Ticari Borçlar	(7.803)	-25,49	(17.490)	-57,14
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	0	-	0	-
D. Alınan Sipariş Avansları	0	-	0	-
E. Borç ve Gider Karşılıkları	1.223.747	82,44	3.001.578	202,20
<b>III. ÖZ SERMAYE</b>	24.476.593	64,87	49.878.484	132,19
A. Sermaye	834.560	5,26	834.560	5,26
B. Sermaye Taahhütleri (-)	0	-	0	-
C. Emisyon Primi	11.226.063	-	11.226.063	-
D. Yeniden Değ. Değer Artışı	15.463.011	305,08	34.926.680	689,10
E. Yedekler	3.272.264	90,70	3.687.190	102,20

F. Net Dönem Karı	(6.319.305)	-47,88	(796.009)	-6,03
G. Dönem Zararı (-)	0	-	0	-
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	-	0	-
1. .... Yılı Zararı	0	-	0	-
2. .... Yılı Zararı	0	-	0	-
<b>PASİF TOPLAMI</b>	21.999.037	32,28	61.486.249	90,23
<b>GELİR TABLOSU Milyon TL</b>				
A. Brüt Satışlar	17.669.053	47,23	48.920.771	130,78
B. Satışlardan İndirimler (-)	(19.356)	90,17	(27.004)	125,80
C. Net Satışlar	17.649.697	47,21	48.893.767	130,78
D. Satışların Maliyeti (-)	(18.316541)	91,67	(30.741.196)	153,85
<b>BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)</b>	(666.844)	-3,83	18.152.571	104,30
E. Faaliyet Giderleri (-)	(3.471.351)	62,17	(8.210.905)	147,05
<b>ESAS FAALİYET KAR/ZAR.</b>	(4.138.195)	-35,01	9.941.666	84,10
F. Diğer Faal. Gel ve Karlar	1.870.827	30,29	11.106.805	179,83
G. Diğer Faal. Gid. ve Zararlar(-)	(219.459)	73,73	(95.919)	32,22
H. Finansman Giderleri (-)	1.000.522	-15,28	(10.936.393)	167,07
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	(1.486.305)	-13,33	10.016.159	89,80
I. Olağanüstü Gelir ve Karlar	(8.539.451)	-90,39	(9.075.421)	-96,07
J. Olağanüstü Gid. ve Zar.(-)	3.904.727	-79,52	2.900.886	-59,08
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	(6.121.029)	-39,01	3.841.624	24,48
K. Ödenecek Ver. Yasal Yük (-)	(198.276)	7,96	(4.637.633)	186,15
<b>NET DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	(6.319.305)	-47,88	(796.009)	-6,03

Tablo 6.'nın devamı

	ARTIŞ VEYA AZALIŞLAR			
	1999/2002		1999/2003	
	TL	%	TL	%
<b>BİLANÇO (Milyon TL)</b>				
<b>I. DÖNEN VARLIKLAR</b>	59.658.553	234,80	34.348.675	135,19
A. Hazır Değerler	35.509.221	298,34	1.608.350	13,51
B. Menkul Kıymetler	(585.218)	-100,00	(585.218)	-100,00
C. Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	9.397.834	134,69	21.922.614	314,20
D. Diğer Kısa Vadeli Alacaklar	318.991	1593,28	393.604	1965,96
E. Stoklar	7.190.352	184,09	8.167.196	209,10
F. Diğer Dönen Varlıklar	7.827.373	387,98	2.842.129	140,88
<b>II. DURAN VARLIKLAR</b>	52.413.851	122,65	89.183.008	208,70
A. Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	16.492	263,53	19.610	313,36
B. Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	0	-	0	-
C. Finansal Duran Varlıklar	28.373.043	190,69	28.623.673	192,37
D. Maddi Duran Varlıklar	23.951.634	86,16	60.449.993	217,46
E. Maddi Olmayan Duran Var.	72.682	148,53	89.732	183,37
F. Diğer Duran Varlıklar	0	-	0	-
<b>AKTİF TOPLAMI</b>	112.072.404	164,47	123.531.683	181,29



<b>I. KISA VADELİ BORÇLAR</b>	10.620.761	47,25	1.831.662	8,15
A. Finansal Borçlar	(8.368.366)	-73,40	(5.884.825)	-51,62
B. Ticari Borçlar	1.771.621	33,43	2.219.099	41,88
C. Diğer Kısa Vadeli Borçlar	1.171.710	37,15	(307.259)	-9,74
D. Alınan Sipariş Avansları	66.521	50,92	(130.633)	-100,00
E. Borç ve Gider Karşılıkları	15.979.275	641,22	5.935.280	238,17
<b>II.UZUN VADELİ BORÇLAR</b>	9.933.246	125,22	12.798.866	161,34
A. Finansal Borçlar	4.388.189	68,38	7.667.912	119,48
B. Ticari Borçlar	(30.611)	-100,00	(30.611)	-100,00
C. Diğer Uzun Vadeli Borçlar	1.281.257	-	34.116	-
D. Alınan Sipariş Avansları	0	-	0	-
E. Borç ve Gider Karşılıkları	4.294.411	289,28	5.127.449	345,40
<b>III. ÖZ SERMAYE</b>	91.518.397	242,55	108.901.155	288,62
A. Sermaye	59.250.960	373,69	59.250.960	373,69
B. Sermaye Taahhütleri (-)	0	-	0	-
C. Emisyon Primi	0	-	0	-
D. Yeniden Değ. Değer Artışı	15.907.024	313,84	27.510.749	542,78
E. Yedekler	2.698.787	74,81	13.275.653	367,98
F. Net Dönem Karı	13.661.626	103,50	8.863.793	67,15
G. Dönem Zararı (-)	0	-	0	-
H. Geçmiş Yıllar Zararları (-)	0	-	0	-
1. .... Yılı Zararı	0	-	0	-
2. .... Yılı Zararı	0	-	0	-
<b>P A S İ F T O P L A M I</b>	112.072.404	164,47	123.531.683	181,29
<b>GELİR TABLOSU MilyonTL</b>				
A. Brüt Satışlar	90.673.600	242,39	101.957.908	272,56
B. Satışlardan İndirimler (-)	(690.043)	3214,74	(1.944.827)	9060,46
C. Net Satışlar	89.983.557	240,68	100.013.081	267,51
D. Satışların Maliyeti (-)	(57.423.009)	287,38	(75.625.864)	378,48
<b>BRÜT SATIŞ KARI (ZARARI)</b>	32.560.548	187,08	24.387.217	140,12
E. Faaliyet Giderleri (-)	(12.470.584)	223,34	(11.084.088)	198,51
<b>ESAS FAALİYET KAR/ZAR.</b>	20.089.964	169,95	13.303.129	112,54
F. Diğer Faal. Gel ve Karlar	4.491.787	72,73	663.883	10,75
G. Diğer Faal.Gid.ve Zararlar(-)	(761.722)	255,90	(3.446.953)	1157,99
H. Finansman Giderleri (-)	3.511.095	-53,64	5.296.619	-80,91
<b>FAALİYET KARI (ZARARI)</b>	27.331.124	245,04	15.816.678	141,80
I. Olağanüstü Gelir ve Karlar	(8.737.180)	-92,49	(4.647.538)	-49,20
J. Olağanüstü Gid. ve Zar.(-)	2.998.041	-61,05	(233.412)	4,75
<b>DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	21.591.985	137,61	10.935.728	69,70
K. Ödenecek Ver.Yasal Yük (-)	(7.930.359)	318,32	(2.071.935)	83,17
<b>NET DÖNEM KARI (ZARARI)</b>	13.661.626	103,50	8.863.793	67,15

Tablo 6 incelendiğinde, işletmenin satış rakamlarında ve kâr rakamlarında 2000 yılı öncesi rakamlara oranla, büyük bir artış gözlemlenmiştir. İşletmenin net satışları 1999 yılı rakamlarına oranla değerlendirilecek olursa, halka açıldığı yıl olan 2000 yılından itibaren satış rakamlarında sırasıyla, %47, %131, %242 ve %272 oranında büyüme gerçekleşmiştir.

Buna paralel olarak, işletmenin dönen varlık rakamlarında da sırasıyla, %12, %119, %235 ve %135 oranında büyüme olmuştur. Bununla birlikte, işletmenin kısa vadeli ticari alacak rakamlarında da satış rakamlarına oranla sırasıyla, %117, %141, %134 ve %314 oranında artış söz konusu olmuştur.

Yine işletmenin satış rakamlarına oranla maddi duran varlıklarında da sırasıyla %22, %53, %86 ve %217 oranında artış gözlenmiştir. Buna ilaveten yine satış rakamlarına paralel olarak, işletmenin stoklarında da sırasıyla %14, %185, %184 ve %209 oranında artış olmuştur.

İşletmeye ait dönen varlıklar ve kısa vadeli borçlar birlikte değerlendirildiğinde, işletmenin halka açıldığı ilk yıl olan 2000 yılında kısa vadeli borçları dönen varlıklardan daha fazla artış göstermiştir. Bu artışın temel nedeni kısa vadeli ticari alacaklardaki ve stoklardaki artıştır. İşletmenin dönen varlık rakamlarında, 2000 yılından sonraki yıllarda sırasıyla, %12, %119, %235 ve %135 oranında büyüme gerçekleşirken, kısa vadeli borçlarında, %32, %90, %164 ve %181 oranında büyüme gerçekleşmiştir. İşletmenin kısa vadeli borçları, satış rakamlarındaki ve dönen varlıklardaki artışa paralel olarak artmıştır. Özellikle 2003 ve 2004 yılı için işletme dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarını karşılama gücüne sahiptir diyebiliriz.

Bununla birlikte kısa vadeli ticari alacak rakamlarındaki artış, işletmenin nakit devir hızını düşürmekte ve likidite oranlarını gereğinden fazla artırmaktadır. Fakat 2003 yılında, 1999 yılına oranla dönen varlık yönetiminde işletmenin optimum noktayı bulduğu söylenebilir.

İşletmenin ticari borçları ile stokları karşılaştırıldığında ise, stoklar 1999 yılına göre sırası ile % 14, %186, %184 ve % 204 oranlarında artarken, işletmeye ait uzun vadeli ticari borçlar sırası ile, %25, %57, %100 ve %100 oranında azalmaktadır. Buna ilaveten işletmenin kısa vadeli ticari borçları ise, 1999 yılına oranla sonraki yıllarda sırasıyla ilk

iki yıl %26 ve %16 oranında azalırken, son iki yılda %33 ve %41 oranında artmıştır.

Maddi duran varlıklardaki artışa paralel olarak özkaynaklarda, 1999 yılına oranla sırasıyla %65, %132, %242 ve %288 oranında artış söz konusu olmuştur.

Net dönem kârı/zarar rakamlarına bakılacak olursa, 1999 yılına oranla, ilk iki yıl sırasıyla, %48, %6, oranlarında dönem zararı kaydedilmiş olup, 2003 yılı ve 2004 yılında ise, sırasıyla %103 ve %67 oranında net dönem kârı kaydedilmiştir.

Genel bir değerlendirme yapılacak olursa, kurumsallaşma yolunda bir köşe taşı olarak kabul edebileceğimiz halka açılma vasıtasıyla işletme performansı, işletmenin kârlılığı, satış rakamları ve özkaynak yaratma gücü halka açılmadan önceki yıllara oranla dikkat çekecek şekilde artmıştır. Kısacası kurumsallaşma derecesindeki artış, araştırma konusu olan aile işletmesinin finansal performansını da pozitif yönden etkilemiştir diyebiliriz.

### 3.3.3. Analiz Sonuçları

Araştırmada incelenen işletmenin, oran analizi ve karşılaştırmalı mali tablolar analizi yöntemleri kullanılarak finansal analizi yapılmıştır. İşletme açısından kurumsallaşmada büyük bir adım sayılan halka açıldığı yıl (2000), oran analizinin yorumlamasında temel alınmıştır. 1999 yılında ekonomik krizin işletme üzerinde olumsuz etkilerinin olacağı varsayımından, 1998 yılı verileri de finansal performansın değerlendirilmesinde kullanılmıştır. Karşılaştırmalı mali analiz yönteminde, halka açılmadan önceki yıl olması sebebiyle, 1999 temel yıl olarak alınmıştır ve tüm karşılaştırmalar bu yıla göre yapılmıştır.

İşletme için beş dönemi kapsayan oran analizleri incelendiğinde, işletmenin likiditesinin yüksek düzeyde olduğu görülmektedir. Dönen varlık düzeyinin artması likiditeden ileri gelmekte, borçlarını ödeyememe riski azalmakta fakat işletmenin kazanma gücü azalmaktadır.

Öz kaynaklarının yüksek olması işletmenin sağlam bir sermaye yapısı olduğu konusunda açıklayıcı olmasına karşın, işletmenin finansal kaldıraç etkisinden yararlanmadığını göstermektedir. İşletme varlıklarını öz

kaynaklarla finansman yolunu seçmekte, yabancı kaynaklara yönelmemektedir. İşletme her ne kadar halka açılma ile kurumsallaşma adına ilerleme kaydetmiş olsa da, aile şirketi olmasından dolayı muhafazakar bir davranış içerisinde davranarak yabancı kaynaklara yönelmek yerine öz kaynaklarını kullanmak ve güçlendirmek yolunu seçmektedir.

UVYK ve KVKYK'larının yüzdesel olarak 1999 yılına oranla çok artması işletmenin yabancı kaynak kullandığı anlamına gelse de, bu kalemlerin pasif içerisindeki payı değişim göstermemiştir. Pasif toplamındaki artış, özkaynak artışından kaynaklanmaktadır. Borçlarını ödemede dönem itibarıyla bir sıkıntı içerisinde olmadığı söylenebilir de, işletme yabancı kaynak kullanmadığından dolayı finansal kaldıraç etkisinden faydalanmamaktadır.

Satışlar yüzdesel olarak çok artmış ancak satılan malın maliyeti ve faaliyet giderleri de satışlara oranla daha fazla arttığından dolayı net kar üzerinde olumlu bir etki yapamamıştır. Stok devir hızının yüksek olması da satışların artmasını desteklemektedir. İşletme varlıklarının ve özsermayesinin getirisi de 2000 yılından sonra düşmeye başlamıştır. Bu düşüş varlıkların ve özsermayenin etkin olarak kullanılmadığı anlamına gelmektedir. İşletmenin nakdi değerlerinin ve özsermayesinin fazla olması mali yapısının kuvvetli olduğunu ancak bunun özsermayenin karlılığı üzerinde aynı olumlu etkiyi yapmadığı görülmektedir.

### **Sonuç**

Dünyada ve Türkiye'de işletmelerin büyük çoğunluğunun ailelerce yönetildiği gerçeğine dayanarak, aile şirketlerinin yönetimlerinde uzman kişilerden yaralandıkları görülmektedir. Aile şirketleri, genelde küçükken, zamanla büyümekte ulusal hatta uluslararası şirketler haline gelmekte ve günümüzde yaşanan yoğun rekabet ortamında ayakta kalabilmek için aile içi şirket yönetimi düzeninin kurulması, kurumsallaşma yolunda çalışmalarını arttırmaları gerekmektedir.

Kurumsal Yönetim anlayışı, işletmenin pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri ile çalışanları ve iş ilişkisinde bulunduğu diğer kurum ve kişilerle arasındaki ilişkilerin belirli ilkelerle ve standartlarla kurallara bağlanması olarak ifade edilebilir. İşletmeler açısından son

zamanlarda kurumsal yönetim uygulamaları ve ilkeleri önem kazanmaya başlamış ve Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından kurumsal yönetim ilkeleri oluşturulmuştur. Kurumsal Yönetim İlkeleri bağlayıcı olmamakla birlikte, ülkelerin ve şirketlerin kendi yönetim ilkelerini gözden geçirerek kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaları işletmeler için yararlı olacaktır.

Çalışma kapsamında incelenen işletmenin halka açılması kurumsallaşma yönündeki önemli gelişmelerden biri olarak kabul edilebilir. Yapılan oran analizi ve karşılaştırmalı mali tablolar analizinden, işletmenin halka açılmasının finansal performansı üzerinde olumlu etkileri olduğuna sonucuna ulaşılmıştır. Özellikle 2000 yılından sonra özkaynaklarının çok güçlendiği, borçlarını ödemedeki bir sıkıntı içinde olmadığı görülmektedir. Ancak; aşırı derecede nakit bulunması işletmenin bir likidite sorunu ile karşı karşıya olduğunu gösterebilir. İşletme her ne kadar halka açılarak kurumsallaşma yolunda önemli bir adım atmış olsa da, yabancı kaynaklara yönelmemesi muhafazakar yapısının çözülmediği ve kurumsallaşma çalışmalarının tam olarak tamamlanmadığı anlamına gelmektedir.

### **Kaynaklar**

Akdoğan Nalan Ve Tenker Nejat, **Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri**, Gazi Kitabevi,2001.

Churaev, Kamil; The Impacts of Corporate Governance Issues on Values of Turkish Companies, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2003.

Corporate Governance for the Global Company International Conference, Brüksel,1998.

Estrin, S. and M. Wright, “Corporate Governance in the Former Soviet Union: An Overview”, Journal of Comparative Economics 27, 398-421, 1999.

Gürbüz, A. Osman, Erginçan, Yakup; **Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004,

Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E.. “Corporate governance in the Asian financial crisis, 1997-98”. Journal of Financial Economics 58, 141-186,2000.

Koç İ.Özlem, Yavuz Nur Ve Yalın Pınar, “Ab’ne Entegrasyon Sürecinde Kurumsal Yönetim Ve Öncü İki Sektör Üzerine Uygulama”, 22.03.2005.

Koçel Tamer, **İşletme Yöneticiliği**, Beta yayınları.2003.

Millstein Ira, “Corporate Governance: The Role of Market Forces”, OECD Observer, Summer,(221/222),2000.

Sağlam Necdet,“Aile Şirketlerinde Yeniden Yapılanma”,[http://www.kobifinans.com.tr/icerik.php?Article=457&Where=danisma\\_merkezi&Category=020603](http://www.kobifinans.com.tr/icerik.php?Article=457&Where=danisma_merkezi&Category=020603),

Shelton, Joanna R. “The Importance of Governance in the Modern Economy”, New

Şehirli, Kübra, “Kurumsal Yönetim”Araştırma Raporu (Yeterlik Etüdü) , Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, 1999

Şenver B., “Türkiye’de ve Dünya’da Yönetişim”,Türkiye İç Denetim Enstitüsü Dergisi,Sayı:3.

Tuzcu Arcan M., “Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı İMKB-100 Örneği”,Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi,Ankara, 2003.

US,Ahmet Talas, [http://www.kalder.org.tr/preview\\_content.asp?contID=749&tempID=1&regID=2](http://www.kalder.org.tr/preview_content.asp?contID=749&tempID=1&regID=2), 22.03.2005.

Varış M, Küçükçolak A, Erdoğan Ol, Özer, L.; Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri, İMKB Dergisi, Özel Sayı, Yıl.5, Sayı.19, 2001,

Vishwanath T. ve Kaufman D. “Towards Transparency in Finance and Governance”,The World Bank Working Paper, 1999.

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr):Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri.

[www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr)