

Araştırma Makalesi / Research Article

Aile İşletmelerinin Sermaye Yapısı Üzerine Bir İnceleme

Aclan OMAĞ¹ - Mehmet Altan MASUN²

Makale Gönderim Tarihi: 25 Temmuz 2022

Makale Kabul Tarihi: 14 Eylül 2022

Öz

Sermaye yapısı finansal kararların bir unsuru olup, farklı faktörlere bağlı olarak şekillenir. İşletmelerin mali tablolarından bilançonun pasif kısmı sermaye yapısının nasıl oluştuğunu anlamamıza yardımcı olur. Aile işletmeleri de kendilerine özgü yapılarıyla farklı kaynakların bir arada kullanıldığı işletmelerdir. Kurulışta ve ilk dönemlerde daha fazla özsermayeden yararlanan aile işletmelerinde zamanla büyüme olduğunda farklı finansman tercihleri söz konusu olabilmektedir. Bu çalışmada da, örnek bir aile işletmesinin sermaye yapısını belirlemek amacıyla 2017-2019 dönemi bilançoları dikey analiz yöntemiyle incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar, şirketin incelenen dönemde sermaye yapısında kısa vadeli borçların ağırlıkta olduğunu göstermiştir. Şirketin yararlandığı diğer kaynaklar sırasıyla özsermaye ile uzun vadeli borçlar olmuştur.

Anahtar Kelimeler: Aile İşletmeleri, Sermaye Yapısı, Dikey Analiz

JEL Sınıflandırması: G30, G32, M49

¹ Doç. Dr., Marmara Üniversitesi, Finansal Bilimler Fakültesi, Sermaye Piyasası Bölümü, aomag@marmara.edu.tr, ORCID: 0000-0002-0914-4727

² Dr., Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, masun@marmara.edu.tr, ORCID: 0000-0002-4112-1066

An Analysis on the Capital Structure of Family Firms

Abstract

Capital structure is an element of financial decisions and is shaped by various factors. The liability part of the balance sheet helps us to understand how the capital structure is formed. Family firms are defined as businesses where different resources are used together with their unique structures. There may be different financing preferences when there is growth over time in family businesses which benefit more from equity capital in their establishment and early periods. In this study, in order to determine the capital structure of a sample family business, the balance sheets for the 2017-2019 period were examined by vertical analysis method. The results obtained showed that the company's capital structure was dominated by short-term debts in the period under review. Other sources utilized by the company were equity and long-term liabilities, respectively.

Keywords: *Family Firms, Capital Structure, Vertical Analysis*

JEL Classification: *G30, G32, M49*

1. Giriş

Sermaye yapısı, finansal kararların bir alt unsuru olarak işletmelerde finansal yöneticilerin çalışma alanlarından birisini oluşturmaktadır. Sermaye yapısı, işletmenin bilançosunun pasifindeki borç ve özsermaye ağırlığı hakkında bilgi verir. Bu kaynakların her birinin sermaye yapısı içindeki düzeyinin çeşitli etkileri bulunmaktadır. Örneğin, borcun miktarındaki artışların, sabit yükümlülükleri aynı şekilde etkileyeceği ve işletme faaliyetlerinin riske girebileceği vurgulanmaktadır. (Berk, 1999, ss.290-292'den aktaran Karaaslan, 2021, s.39). Bu durum, her şirket gibi aile işletmeleri için de söz konusu olabilir. Aile işletmelerinin finansal kararlarıyla ilgili literatürde de en yaygın konulardan biri sermaye yapısıdır (Motylska-Kuzma, 2017, s.351). Aile işletmelerinin bu bakımından yaşadıkları temel problemin uygun maliyete sahip finansman kaynaklarını kullanamamaları olduğu belirtilmektedir. Bu kapsamda, sermaye kaynak planlamasının önemine vurgu yapıldığı görülmektedir (Çetiner ve Çağlar, 2018, s. 183).

Diğer taraftan işletmenin sürdürülebilir olması zincirleme bir şekilde ülkenin ekonomik büyüme ve gelişmesinin sürdürülmesine katkıda bulunur. Bu bağlamda aile işletmelerinin varlıkları ve devamlılıklarının ülke ekonomisine büyük oranda etkisi bulunduğu düşünülmektedir (Küçüköğlü, 2020, s. 218).

Aile işletmelerinin Türkiye’de ve Dünya’daki kayıtlı işletmeler arasında yüksek bir payının olması bu işletmelerin ağırlığını ortaya koymaktadır. Dünya’da genel olarak aile işletmelerinin oranı %80’dir. Buna mukabil, Türkiye’de bu rakamın %90-95 düzeyine çıktığı belirtilmektedir (Kırtaş, 2018, s.70; Ayrıca bkz. Göker ve Üçok, 2006, s.45; Sebilcioğlu ve diğerleri, 2013, s.13).

Bu çalışma da aile işletmelerinin ekonomi için önemini ve sermaye yapısını esas alarak örnek bir aile işletmesi için borç ve özsermaye dağılımının nasıl olduğunu ve bunun olası nedenleri ve sonuçlarını ele almaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde aile işletmesi kavramına değinilmektedir. İkinci bölümde, genel olarak sermaye yapısı ile aile işletmelerinde sermaye yapısını konu alan çalışmalara yer verilmektedir. Üçüncü bölümde, çalışmanın konusu ile ilgili veriler ve kullanılan yöntem açıklanmaktadır. Dördüncü bölümde, mali tablolara uygulanan dikey analiz yöntemiyle örnek aile işletmesinin sermaye yapısı ve bunun yansımaları 2017-2019 dönemi için belirlenmektedir. Son bölümünde, teoride ve uygulamada karşılaşılan durum değerlendirilerek çalışmanın ulaştığı sonuç açıklanmaktadır.

2. Aile İşletmeleri Kavramı

Aile işletmeleri kısaca, “bir kişinin veya bir ailenin herhangi bir işletmenin hisse senetlerinin/ oy kullanma miktarının en azından %20’sine sahip olduğu işletmeler” şeklinde ifade edilmektedir (Sraer ve Thesmar, 2007; Miller vd., 2006’dan aktaran Kızıltoprak ve Aksoy, 2017, s.137)

Aile işletmelerinin kendilerine özgü bir takım özellikleri vardır: Genellikle aileden en az iki nesil işletme yönetimi ile ilgilenmektedir (Aydın, 1984, s. 5). Bu çerçevede, “Aile bağları diğer faktörler yanında yönetimden sorumlu kişilerin belirlenmesinde önemli rol oynar. Şu andaki veya daha önceki yöneticilerin çocukları çoğunlukla işletmenin yönetiminde görev alırlar” (Yeğen, 1990, s. 22).

Aile işletmeleri “ekonomik sermaye yoğun” değil, “sosyal sermaye yoğun” işletmelerdir. Sosyal sermaye işletme eylemlerini birçok açıdan etkilemektedir. “Sosyal sermaye yapısal, bilişsel ve ilişkisel olmak üzere üç boyutu vardır. Yapısal boyutunu sosyal ağların bağlantıları ve yapılandırılması, Bilişsel boyutunu paylaşılan dil ve anlatılar ve son olarak ilişkisel boyutunu da güven, normlar ve yükümlülükler oluşturur. Bu boyutların her biri, aile biriminin içerisinde ve bu birimin dışındaki paydaşlar ile bağlantılar kapsamında yer almaktadır” (Sirmon ve Hitt, 2003, s.342).

Aile işletmeleri global düzeyde çeşitli açılardan ağırlığı olan işletmeler olarak kabul edilmektedir. Bu çerçevede, hasılat ve istihdam yaratma, tüketici beklentileri gibi konularda iyi durumda oldukları belirtilmektedir. (<https://familybusinessindex.com/>, Son Erişim: 9.6.2022). Türkiye açısından da benzer bir durumun olduğu ifade edilmektedir. Buna ek olarak, söz konusu işletmelerin temel nitelikleri arasında mülkiyet-kontrol birliği ile aile bireylerine bağlı belirli niteliklerin bulunduğu belirtilmektedir. Bu nitelikler, gelir düzeyinin yüksekliği ile işe bağlılık şeklinde sıralanmaktadır. Aile işletmelerinin bu üstünlüklerine rağmen fazla uzun ömürlü olmadıkları belirtilmektedir. Bu kapsamda, üçüncü kuşağa kadar kalan aile işletmelerine sık rastlanılmadığı vurgulanmaktadır (Sebilcioğlu ve diğerleri, 2013, ss. 13, 31).

Sektörler olarak bakıldığında bazı sektörlerin aile tipi işletme yapısına uymadığı ifade edilmektedir. Bu sektörler yeni ya da sermaye yoğun sektörlerdir. Bunlar arasında telekomünikasyon ve enerji gibi sektörler bulunmaktadır. Öte yandan, aile tipi işletmelerle uyumlu sektörler arasında perakendecilik ve hizmet sektörü gibi sektörlerin olduğu vurgulanmaktadır (Vernimmen ve diğerleri, 2005, s.851). Türkiye’de de aile işletmelerinin çoğunlukla bulunduğu sektörlerin başında bu sektörlerin olduğu görülmektedir (Göker ve Üçok, 2006, ss. 46-47).

3. Literatür Taraması

3.1. Genel Olarak Sermaye Yapısı

İşletmenin türüne bağlı olarak değişmekle birlikte, genelde, bir işletmenin sermaye yapısında kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklar ile özsermayenin yer aldığını görebiliriz (Akgüç, 2010, s.483).

Kısa vadeli borçlar, ödeme süresi bir hesap dönemi olan ve dönen varlıklar yardımıyla geri ödenebilen borçlar şeklinde tanımlanmaktadır. Söz konusu borçlar arasında faiz yükü doğuran borçların da bulunduğu görülmektedir. Bir diğer borç türü olan uzun vadeli borçlar, esas olarak duran varlıkların finansman kaynağı olarak değerlendirilir. Buna ek olarak, kısa vadeli borçların yeterli olmaması halinde dönen varlıklar için kullanıldığı vurgulanmaktadır. Uzun vadeli borcun geri ödemesi iki kaynağa bağlıdır. Bunlar sırasıyla, uzun vadeli yatırımlar ile esas faaliyetlerden sağlanan karlardır. Söz konusu kaynakların eksikliği durumunda işletmelerin iki seçeneğinin bulunduğu ifade edilmektedir. Bu seçeneklerden ilki sermaye artırımını; ikincisi de borçlanmadır. İkinci seçeneğin dezavantajı finansman giderlerinde yarattığı artışlardır (Toroslu ve Durmuş, 2020, ss.38-39).

Sermaye yapısının üçüncü bölümü özsermayedir. Özsermaye, varlıkların işletme sahiplerince karşılanan kısmıdır. Bilançoda da aktif toplamıyla borç toplamı arasındaki farka eşittir. Miktar olarak büyük ve dağıtılmayan karlara (otofinansman) bağlı olan bir özsermaye, işletme bakımından olumlu katkı sağlamaktadır. Alacaklıların (işletmeye borç verenler) güvencesi olması, borçlardaki geri ödeme zorunluluğunun bulunmaması gibi üstünlükleri de finansman kaynakları arasında tercih nedeni olarak ön plana çıkmaktadır (Toroslu ve Durmuş, 2020, s.39).

Sermaye yapısının belirlenmesinde işletme faaliyetlerinin özelliklerinin dikkate alındığı belirtilmektedir. Bu kapsamda, dönen varlıklar için kısa vadeli borçlar ile kendiliğinden oluşan kaynaklar kullanılırken, duran varlıklar için uzun süreli kaynakların kullanıldığı görülmektedir. Bu kuralın ihmal edilmesi durumunda, örneğin duran varlıklar için kısa vadeli borçların tercih edilmesi durumunda, nakit akışı yapısının bozulacağı belirtilmektedir. Bunun, durgunluk ile yüksek faiz gibi ekonomik koşullarda daha belirgin olduğu gözlemlenmektedir (Berk, 2020, s.361). Sermaye yapısı ile ilgili ikinci husus işletme gelirleridir. Söz konusu gelirlerin dalgalanmaması ve tahmininin yapılabilmesinin sermaye yapısında borçlanmaya yardımcı olduğu belirtilmektedir. Üçüncü olarak, nakit akımlarının da borçlanmayı kolaylaştırdığı ifade edilmektedir. Bunun için işletme gelirleri gibi tahmininin yapılabilmesi ve miktarının yeterliliği şarttır. Dördüncü olarak, işletme yönetiminin riske karşı tutumunun sermaye yapısında borcu kısıtlayabildiği görülmektedir. Yine işletme yönetimiyle ilgili bir konu da kontroldür. Yönetimin kontrolü devam ettirebilmesinin borçlanmayla mümkün olduğu gözlemlenmektedir (Burada borcun olumlu etkisi uygun kullanımına bağlıdır). Sermaye yapısını ilgilendiren son bir husus da zamanlamadır. Bu kapsamda, faiz oranlarının düşüklüğünün borçlanmayı; yüksekliğinin de özsermayeyi ön plana çıkardığı vurgulanmaktadır (Gitman ve Zutter, 2015, ss.595-596).

3.2. Aile İşletmelerinde Sermaye Yapısı

Aile işletmelerinin kurucularının aile bireyleri olması, kapalı olmaları anlamını taşır ve kaynak ihtiyacı için halka açılma veya borçlanma dışında bir seçeneği gerektirir. Bu seçenek aile bireylerinin finansal imkânlarıdır (Karpuzoğlu, 1999, s.11). Bu doğrultuda, küçük aile tipi işletmelerde, genel olarak mali yapının özelliği özsermayeye dayanmasıdır. Söz konusu işletmeler için bunun anlamı, finansman ihtiyacı için başka kaynağa bakılmasının genellikle zorunlu olmamasıdır. Zira, bu piyasasının gelişmişlik derecesiyle de ilgili bir konudur. Burada, aile tipi işletmeler için bir başka nokta da kriz dönemidir. Bu kapsamda, işletme yararı için çeşitli önlemlerin gözlemlendiği belirtilmektedir.

tedir. Bunlar arasında, şahsi tasarruf ile servet kullanımı yer almaktadır (Karpuzoğlu, 2002, s.22'den aktaran Göker ve Üçok, 2006, ss. 47-48). KOBİ'lerle ilgili bir çalışmada da, aile işletmelerinin sermaye yapısında önceliğin özsermayeye ait olduğu belirtilmektedir. Söz konusu üstünlüğün yanında, borçtan yararlanılmaması ve riskten uzak durulmasının büyüme bakımından zayıflık yarattığı vurgulanmaktadır (Ergüden, 2022, ss.3,4).

Aile işletmeleri için başka bir açıdan bakıldığında kontrolün ön planda olduğu ve bunun sonucunda özel çıkarların söz konusu olduğu görülmektedir. Bunun sermaye yapısı bakımından yansımaları, borç kullanımında kendisini gösterir. Bu kapsamda, borçtan uzak durularak, doğuracağı belirli sorunların (finansal sıkıntı gibi) önüne geçildiği ifade edilmektedir. Söz konusu sorunların doğrudan aile işletmesi sahiplerini ilgilendirdiği vurgulanmaktadır. Bunun nedeni olarak yatırımlarının tek bir alanla sınırlı olması gösterilmektedir (Mishra ve McConaughy, 1999, s.53; Andres, 2008, s.434). Aile işletmesi küçük ölçekliyse, amaç sıralamasında önceliğin yönetimde kontrolün devam ettirilmesi yönünde olduğu belirtilmektedir. Bunun sağlanabilmesine yardımcı olacak belirli önlemler ortaklarla ilgili vergi dezavantajı nedeniyle kar payı dağıtmama ve işletme gelirlerinin artışı sağlama şeklindedir (Büker, Aşıkoğlu ve Sevil, 2008, s.487).

Aile işletmelerinde finansmanda diğer alternatiflerin hisse senedi ihracı ile borçlanma olduğu vurgulanmaktadır. Bunun piyasaya odaklı büyük aile işletmelerine daha uygun olduğu görülmektedir. Bu konuda verilecek kararın da iki sonucunun olduğu vurgulanmaktadır. Bunlardan ilki, hisse senedi satışı sonucu ortaklık çıkarlarında gerileme; ikincisi ise banka kredisinden yararlanılması sonucu kredi takibine maruziyettir (Ampenberger, Bennedsen ve Zhou, 2012, s. 169). Bu sonuçlar olumsuz olmakla beraber; hisse senedi ihracı (halka açılma) bakımından bir olumlu sonucun olduğu görülmektedir. Bu kapsamda, borsa ortamında hisselerin alım satımına konu olmasıyla kurumsallaşma ile kurumsal yönetim uygulama zorunluluğunun doğmasının, sürdürülebilirlik ile uygun maliyetli fon kaynaklarının edinilmesine yardımcı olacağı vurgulanmaktadır (Sebilcioğlu ve diğerleri, 2013, s.14). Yukarıdaki çalışmalara ek olarak literatürde aile işletmelerinin sermaye yapısını konu alan diğer çalışmalar da şu şekildedir:

1996 yılında aile işletmelerine yönelik temel konuları ele alan bir çalışmada, ait oldukları sektörlerdeki payları yüksek aile işletmelerinin borçlanma oranlarının yüksek olmadığı gözlemlenmiştir (Gallo ve Vilaseca, 1996, s.387)

2001 yılında aile işletmelerine yönelik sermaye yapısı karar sürecini ele alan çalışmada, finansman kaynakları olarak aile kredileri, dağıtılmayan karlar ve özsermayenin belirli koşullarda kullanıldığı belirtilmektedir. Bu kap-

samda, aile kredilerinin temel kullanıcılarından birisinin küçük aile işletmeleri olduğu görülmektedir. Dağıtılmayan karlar ile özsermayenin ise büyümeyi destekleyici rolüne vurgu yapılmaktadır. Her iki kaynağın temel kullanıcıları ise büyük firmalar, yeni kurulan firmalar ile yüksek kar marjına dayalı büyüme hedefi bulunan firmalar şeklinde olduğu ifade edilmektedir (Romano, Tanewski ve Smyrniotis, 2001, s.286).

2014 yılında yapılan bir diğer çalışmada, aile işletmelerinin genelde gözlemlenen bazı özellikleri nedeniyle kaynak alternatiflerinin fazla olmadığı vurgulanmaktadır. Bu özellikler, kapalılık ile küçük ve orta ölçekte faaliyet gösterme olarak sıralanmaktadır. Kaynak alternatifleri belirlenirken, farklı alanlarda izlenen politikaya bakıldığı belirtilmektedir. Bu çerçevede, kar payı dağıtımının genelde olmaması veya az olması, kaynak yaratmada belirleyici faktörlerden biri olarak görülmektedir (Dwaikat, Queiri ve Aziz, 2014, s.127).

Avrupa veri seti yardımıyla 1998-2008 dönemi aile kontrolü altındaki firmalarının finansman tercihlerini ele alan çalışmada, borcun ön planda olduğu, sermaye artırımlarına genelde başvurulmadığı belirtilmiştir (Crocchi, Doukas ve Gonenc, 2011, s.860). 2005-2010 dönemi için Avusturya'daki 470 KOBİ üzerine yapılan çalışmada, kurucu kontrolü veya dışındaki aile işletmelerinin borçlanma düzeyinin yüksek olduğu belirtilmiştir. Borçlanma düzeyinde fark olursa, bunun muhtemel nedenleri olarak kontrolün kaybedilmesi endişesi, finansman tercihlerinin kısıtlılığı ile bunun dışındaki etkenler ifade edilmiştir. Söz konusu araştırmada, kurucu ile alt soy kontrolü altındaki aile işletmelerinin borçlanma düzeylerinin aynı olduğu vurgulanmıştır (Burgstaller ve Wagner, 2015, s.73). İspanya'da aile işletmelerinin finansal yapısına yönelik bir çalışmada, küçük aile işletmelerinin kontrolün sürdürülmesi için finansmanda iç kaynaklara öncelik verdiği vurgulanmaktadır (Lopez-Gracia ve Sanchez-Andujar, 2007, s.282).

2014 yılında İtalya'da sermaye yapısı tercihlerini aile işletmeleri ve diğer bakımından ele alan çalışmada, aile işletmelerinin borçlanma oranının yüksekliğine vurgu yapıldığı görülmektedir. Söz konusu durumunun orta ve büyük işletmeler düzeyinde belirginleştiği ifade edilmektedir (Gottardo ve Moisello, 2014, s.254).

2015 yılında yapılan bir çalışmada, aile işletmelerinin kaynak kullanımı ve tercihlerinin önemli etkileri olduğu belirtilmiştir. Bu kapsamda, özsermayenin iyi düzeyde olmaması ve kötü kullanımı söz konusuysa, işletme için problemlerin doğabileceği ifade edilmektedir. Benzer bir durum, yabancı kaynaklar için geçerlidir. Ancak, buradaki problemin, yabancı kaynak kullanmaktan doğan bir problem olduğu belirtilmektedir (Nakıpoğlu, 2015, s.103).

4. Veriler ve Yöntem

Aile işletmelerinde kaynak yapısı dikey yüzde analiziyle (kısaca dikey analiz) ele alınacaktır. Dikey analizin finansal tablo hesaplarının oransal büyüklüğünü bulmaya yardımcı olduğu ifade edilmektedir. Bu kapsamda, bilançoadaki uygulamanın ilkinin ilgili hesabın toplam aktiflere ya da pasiflere bölünmesi olduğu belirtilmektedir. Diğer uygulamanın ise ilgili hesabın olduğu grup toplamına bölünmesi olduğu vurgulanmaktadır (Çabuk ve Lazol, 2018, s.185).

Bilanço için hesaplamalar aşağıdaki gibi bir örnekle gösterilebilir:

$$\frac{\text{Stoklar}}{\text{Varlık Toplamı}}$$

ilk hesaplama şeklidir (1). Bu, genel toplam esaslı hesaplama. İkinci hesaplama da

$$\frac{\text{Stoklar}}{\text{DönenVarlıklar}}$$

şeklinde (2). Bu da grup toplamı esaslı hesaplama.

Bilanço uygulamasında ilk yöntemde toplam aktifler/pasiflerin 100'e; ikinci yöntemde de grup toplamlarının 100'e eşit olduğu ifade edilmektedir. (Akgüç, 2017, ss.521, 522; Ross, Westerfield ve Jordan, 2006, s.54).

Gelir tablosu açısından da genel uygulama, ilgili gelir tablosu hesabının net satışlara bölünmesi şeklindedir. Dikey analizin tek dönemli ya da çok dönemli yapılabileceği gözlemlenmektedir. Birincisinin statik analizin; ikincisinin de dinamik analizin kapsamına girdiği ifade edilmektedir. Dikey analizin faydalarından birisinin de mutlak rakamlara bağlı farklılıkların giderilmesi olduğu vurgulanmaktadır. Bu kapsamda, mutlak rakamların ortak biçime dönüştürülmesinin endüstri veya firma karşılaştırmasına yardımcı olduğu belirtilmektedir (Çabuk ve Lazol, 2018, ss.185-186). Dikey analizin mali tablolarda sermaye yapısının oluşma şeklini yansıtan temel araçlardan biri olduğu görülmektedir. Bu kapsamda, işletme varlıklarının nasıl elde edildiği ve ne şekilde fonlandığının anlaşılabilirdiği vurgulanmaktadır (Özerol, 2009, ss.86-87; Ayrıca bkz. Okka, 2009, s. 97).

Analiz kapsamındaki örnek aile işletmesi küçük ev aletleri endüstrisi firmaları arasındadır. Firmanın hizmetlerini çok çeşitli alanlarda gerçekleştirdiği ifade edilmektedir. Bunlar sırasıyla, küçük ev aletlerinin tasarımı, üretimi, yurt içi ve yurt dışı satışı ile satış sonrası hizmetlerdir. Üretim faaliye-

tinin belirli tedarikçiler yardımıyla olduğu ve yüzde 24 oranında yurtdışında gerçekleştiği belirtilmektedir. Çin, bu üretimin merkezinde yer almaktadır. Örnek işletmenin kişisel bakım, elektrikli ev aletleri ile mutfak aletleri ana ürün kategorilerini oluşturmaktadır (TSKB, 2020, s.1). Başlangıç bir aile işletmesi olan işletmenin kuruluş yılı 1950 başlarına gitmekte olup, kurucuları Kazım Kolbaşı, Kemal Kolbaşı ile İbrahim Kolbaşı'dır. 2021 itibariyle işletmenin aile işletmesi niteliği sürmekte olsa da 2008 ve 2009 yılındaki ortaklık anlaşmaları ve 2020 yılındaki halka arzlar şirket paylarının bir kısmının aile dışı kişi ve kurumlara satıldığını göstermektedir. 2021 itibariyle kurucuların toplam paylarının oranı %44, 19 iken diğer kişi ve kurumların payları %56,81 olmuştur. (Arzum'a Genel Bakış, <https://yatirimciiliskileri.arzum.com.tr/tr/kurumsal/>; Arzum Faaliyet Raporu 2021, s. 20). Küçük ev aletleri endüstrisi elektrik ve elektronik sektörüne dâhildir. Bu sektörün ön plana çıkan özellikleri ise "ihracat odaklı büyüme, teknolojik gelişim ile geniş ürün yelpazesi" şeklinde sıralanmaktadır (T.C. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, Elektrik-Elektronik Sektörü Raporu, 2020, s.6). Analiz kapsamında örnek işletmenin 2017-2019 dönemi verileri kullanılmıştır. Bunun nedeni 2020 ve 2021 yıllarının küresel salgın döneminin etkilerini taşımasıdır.

Tablo 1: Örnek İşletmenin Bilançoları

(Milyon TL)	2019	2018	2017
Dönem Sonu:	31/12	31/12	31/12
Toplam Dönen Varlıklar	288,86	240,65	184,59
Nakit ve Kısa Vadeli Yatırımlar	8,2	4,63	3,04
Nakit	8,2	4,16	3,04
Nakit ve Nakit Benzerleri	-	-	-
Kısa Vadeli Yatırımlar	-	0,47	-
Toplam Alacaklar, Net	225,52	176,64	143,61
Alacaklar - Net Ticaret	221,58	171,74	140,57
Toplam Envanter (Stoklar*)	45,78	52,34	34,04
Gelecek Aylara Ait Giderler	9,36	7,04	3,88
Diğer Cari Aktifler, Toplam	-	0,01	0,03
Toplam Aktifler	318,16	261,34	201,71
Gayrimenkul, Tesis ve Ekipman, Toplam – Net	22,13	12,57	8,38
Gayrimenkul, Tesis ve Ekipman, Toplam – Brüt	37,21	22,92	17,25
Birikmiş Amortisman, Toplam	-15,08	-10,35	-8,87
Şerefiye, Net	-	-	-
Maddi Olmayan Duran Varlıklar, Net	3,6	3,2	1,99
Uzun Vadeli Yatırımlar	0,48	0,68	0,34
Senet Alacakları - Uzun Vade	-	-	3,71
Diğer Uzun Vadeli Aktifler	3,09	4,24	2,71
Diğer Aktifler, Toplam	-	-	-
Toplam Cari Yükümlülükler	213,05	174,4	94,81

Borç Hesapları (Ticari Borçlar*)	119,25	78,17	55,76
Ödenecek/Tahakkuk	-	-	-
Kısa Vadeli Yatırımlar	9,19	12,95	10,09
Borç Senetleri/Kısa Vadeli Borç	63,85	25,43	17,61
Uzun Vadeli Borçların Cari Kısmı/Finansal Kiralama	1,98	25,75	0,53
Diğer Cari Yükümlülükler, Toplam	18,78	32,1	10,83
Toplam Yükümlülükler	219,44	177,53	123
Toplam uzun Vadeli Borç	1,89	-	25
Uzun Vadeli Borç	-	-	25
Finansal Kiralama Yükümlülükleri	1,89	-	-
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	-	-	-
Azınlık Payları	-	-	-
Diğer yükümlülükler, Toplam	4,5	3,13	3,2
Toplam Özkaynak	98,72	83,81	78,71
Paraya Çevrilebilir İmtiyazlı Hisse Senedi, Toplam	-	-	-
Şerefiye, Net	-	-	-
Hisse Senedi Karşılığı, Toplam	32,21	32,21	32,21
Ek Ödenmiş Sermaye	18,64	18,64	18,64
Geçmiş Yıllar Kar (Birikmiş Zarar)	48,7	33,31	28,51
Hazine Bonosu - Adi Hisse Senetleri	-	-	-
Çalışanların Hisse Senedi Sahipliği - Borç Teminatı	-	-	-
Gerçekleşmemiş Kâr (Zarar)	-	-	-
Diğer Özkaynak, Toplam	-0,83	-0,34	-0,65
Toplam Yükümlülükler & Özkaynaklar	318,16	261,34	201,71

Kaynak: TR Investing, https://tr.investing.com/equities/arzum-elektrikli-ev-aletleri-sanayi-balance-sheet?_cf_chl_jschl_tk_=hShLbqdt8u3eE2hU.nsRueINypj4S1pit0Ob1ZvoILO-1636796042-0-gaNycGzNDr0 Erişim Tarihi: 13/11/2021

*Arzum Faaliyet Raporu 2020, ss.201, 202.

Tablo 1'e göre bilançoların aktifindeki dönen varlıklar 2017'de 184.59 milyon TL iken 2019'da 318.16 milyon TL'ye ulaştığı görülmektedir. Duran varlıklar için de benzer bir durum vardır. Bu varlıklar için ilgili değerler bilançoda olmadığından toplam aktiflerden toplam dönen varlıklar düşülmüştür. Bu çerçevede, 2017'de 17.12 milyon TL olan duran varlıklar, 2019'da 29.3 milyon TL düzeyine gelmiştir. Dönen varlıklar içinde stoklar, ticari alacaklar ile nakit ve kısa vadeli yatırımların ağırlığı dikkati çekmektedir. Bilançonun aktifindeki ikinci grup varlıklarda da (duran varlıklar) maddi duran varlıkların ağırlığı söz konusudur.

Bilançoların pasifindeki kısa vadeli borçların 2017'de 94.81 milyon TL'den 2019'da 213.05 milyon TL'ye yükseldiği gözlemlenmektedir. Kısa vadeli borçlar içinde borç hesaplarının (ticari borçlar) payının fazla olduğu ifade edilebilir. Uzun vadeli borçların değişimi kısa vadeli borçlardan farklı gerçekleşmiştir. Bu kapsamda, 2017'den 2018'e düşüş; 2018 sonrası ise bir

yükseliş söz konusudur. Tablo 1’deki bilgiler uzun vadeli borcun kaynak yapısındaki payının düşük olduğu yönündedir. Özsermayeye bakıldığında, kısa vadeli borçlardaki gibi bir değişimin olduğu görülmektedir. 2017’de 78,71 milyon TL olan özsermaye 2019’da 98,72 milyon TL’ye erişmiştir. Özsermaye grubunda da ağırlık geçmiş yıllar karları ile hisse senedi karşılığındadır.

5. Uygulama ve Değerlendirme

İnceleme dönemi için dikey analiz yöntemine göre sermaye yapısını ifade eden oranlar Tablo 2’de gösterilmiştir.

Tablo 2 Sermaye Yapısı Oranları (Dikey Analiz Yöntemine Göre)

Bilançonun Genel Toplamına Göre Oranlar	Bilançodaki Grup Toplamlarına Göre Oranlar
Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Kaynaklar	Ticari Borçlar/Toplam Cari Yükümlülükler (Kısa Vadeli Borçlar)
Uzun Vadeli Borçlar+Özsermaye/Toplam Kaynaklar	Finansal Kiralama Yükümlülükleri/Uzun Vadeli Borçlar
	Hisse Karşılığı/Özsermaye
	Ek Ödenmiş Sermaye/Özsermaye
	Geçmiş Yıllar Karları/Özsermaye

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

Hesaplamalar kapsamında genel toplama göre kaynak türleri toplam kaynaklara bölünürken; grup toplamına göre grup içindeki kaynak türleri ait oldukları kaynak grubuna bölünmektedir.

Verilere dayalı olarak bilançolar genel toplam ve grup toplamına göre dikey yüzdelerle Tablo 3 ve Tablo 4’te belirtilmiştir.

Tablo 3’e göre 2017-2019 dönemi için toplam varlıkların büyük bir kısmının payı biraz azalsa da dönen varlıklardan oluştuğu görülmektedir. Buna karşı duran varlıkların toplam varlıklar içindeki payında biraz artış söz konusudur.

Kaynak yapısına bakıldığında kısa vadeli borçların payında yükseliş olduğu görülebilir. Bu işletmenin aynı zamanda en çok yararlandığı kaynak türü olmuştur. Kısa vadeli kaynak tutarındaki artışlar çeşitli nedenlerle açıklanabilir. Örneğin, “eğer bir işletmenin toplam varlıklarının önemli bir bölümünü dönen varlıklar oluşturuyorsa, kullanacakları kısa vadeli fonlar da artacaktır.” (Ceylan ve Korkmaz, 2021, s.169). Örnek işletmenin de dönen varlıklarının toplam varlıkların çoğunluğunu oluşturması, bu durumu desteklemektedir. Kaynak yapısında uzun vadeli borçların ve özsermayenin payında da düşüş gözlemlenmektedir. Her iki kaynak değerlendirildiğinde, işletmenin özserma-

yeden daha çok yararlandığı görülmektedir. Bununla beraber, özsermaye oranındaki düşüş, sermaye yapısı dengesi bakımından iyi değildir (Akgüç, 1995, s. 337).

Tablo 3 Örnek İşletmenin Dikey Yüzelere Göre Düzenlenmiş Bilançoları (Genel Toplam Esaslı)

Yüzde			
VARLIKLAR	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
Dönen Varlıklar	90,7	92	91,5
Duran Varlıklar	9,3	8	8,5
Toplam Varlıklar	100	100	100
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Borçlar	67	67	47
Uzun Vadeli Borçlar	2	1	14
Özsermaye	31	32	39
Toplam Kaynaklar	100	100	100

Kaynak: Yazarlar tarafından Excel yardımıyla oluşturulmuştur.

Tablo 4'teki grup toplamı esaslı bilançolara göre dönen varlıklar içinde ticari alacaklar ve stokların yüzde olarak ön planda olduğu söylenebilir. Dönen varlıkların diğer önemli kalemi ise nakit ve nakit benzerleridir. Duran varlıkların da çoğunlukla gayrimenkul, tesis ve ekipmanlar ile maddi olmayan duran varlıklardan meydana geldiği vurgulanabilir.

Pasif tarafta cari yükümlülükler (kısa vadeli borçlar) arasında ticari borçlardan fazla yararlanıldığı görülmektedir. Bu, stok alımlarının vadeli olmasının neticesi olarak değerlendirilebilir. Uzun vadeli borçlar grubundaki finansal kiralama yükümlülükleri, işletmenin duran varlık alımlarının bir bölümünü bu şekilde gerçekleştirdiği anlamına gelir (Arzum Faaliyet Raporu, 2020, s. 231). Toplam özsermayeye göre, özsermaye unsurlarının oranının iki önemli konuyu aydınlattığı ifade edilmektedir. Bunlardan ilki otofinansman (yedeklerle ilgili politika); ikincisi ise kar dağıtım politikasıdır (Akgüç, 1995, s.337). Özsermayede hisse senedi karşılığı ve ek ödenmiş sermayenin yüzdesi azalsa da miktar olarak bir değişim yoktur. Geçmiş yıllar karlarının özsermayedeki yüzdesinin artması, iyi yorumlanabilir. Bu rakamın bu şekilde değerlendirilmesi için yasal yedek akçeler ve hisse senedi ihraç primleri temelli enflasyon düzeltilmesi farklarının miktar olarak fazla olmaması önem taşır. Çünkü, söz konusu değişim reel (gerçek) bir değişim değildir (Akgüç, 2017,

ss.528, 564). Şirketin mali tablolarında geçmiş yıllar karlarında bu kapsamda bir düzeltme görülmemektedir. Şirketin mali tablo dipnotlarından elde edilen bilgiler doğrultusunda kar payı dağıtım politikasının karların sadece bir kısmının kar payı olarak dağıtılması yönünde olduğu ifade edilebilir (Arzum Faaliyet Raporu, 2020, ss.246, 247). Böylece, dağıtılmayan karların, gelecekteki faaliyetlerin finansmanı için iç kaynak olarak kullanılabilmesi söylenebilir.

Tablo 4 Örnek İşletmenin Dikey Yüzelere Göre Düzenlenmiş Bilançoları (Grup Toplamı Esaslı)

Yüzde	2019	2018	2017
	31.Ara	31.Ara	31.Ara
Toplam Dönen Varlıklar	100	100	100
Nakit ve Kısa Vadeli Yatırımlar	3	2	2
Toplam Alacaklar, Net	78	73	78
Alacaklar - Net Ticaret	77	71	76
Toplam Envanter	16	22	18
Gelecek Aylara Ait Giderler	3	3	2
Diğer Cari Aktifler, Toplam			
Toplam Aktifler			
Duran Varlık Toplamı	100	100	100
Gayrimenkul, Tesis ve Ekipman, Toplam - Net	76	60	49
Maddi Olmayan Duran Varlıklar, Net	12	15	12
Uzun Vadeli Yatırımlar	1		2
Senet Alacakları - Uzun Vade			22
Diğer Uzun Vadeli Aktifler	11		15
Toplam Cari Yükümlülükler	100	100	100
Borç Hesapları	56	45	59
Ödenecek/Tahakkuk			
Kısa Vadeli Yatırımlar	4	7	11
Borç Senetleri/Kısa Vadeli Borç	30	15	19
Uzun Vadeli Borçların Cari Kısmı/Finansal Kiralama	1	15	0
Diğer Cari Yükümlülükler, Toplam	9	18	11
Toplam Yükümlülükler			
Toplam Uzun Vadeli Borç	100		100
Uzun Vadeli Borç			100
Finansal Kiralama Yükümlülükleri	100		
Toplam Özkaynak	100	100	100

Hisse Senedi Karşılığı, Toplam	32	38	40
Ek Ödenmiş Sermaye	19	22	24
Geçmiş Yıllar Kar (Birikmiş Zarar)	49	40	36

Kaynak: Yazarlar tarafından Excel ortamında oluşturulmuştur.

6. Sonuç

Sermaye yapısı, finansal kararlar arasında önemli bir yer tutar. Bunun birçok nedeni vardır ama en önemli nedeni işletmenin gelecekteki faiz ve anapara geri ödeme yükünü belirlemesidir. Borç-özsermaye dağılımı, geçmişten bugüne birçok unsur ve teoriyle açıklanmaya çalışılmıştır. Söz konusu çalışma ve araştırmalar halen sürmektedir. Bu çalışma da onlardan bir tanesidir.

Sermaye yapısı, her işletme açısından farklı unsurlara bağlı olarak oluşmaktadır. Aile işletmeleri için de ön plana çıkan unsurların kontrol, finansal kaynaklara ulaşma, kar payı dağıtımını, piyasalara başvurma ve varlık yapısı olduğu görülmektedir. Bu doğrultuda, teoride ağırlıkla gözlemlenen husus, aile işletmelerinin kapalı yapıları nedeniyle genellikle fazla kaynak bulamadıkları ve bu çerçevede özsermaye ve faaliyetler sonucu yaratılan dağıtılmayan karlarla faaliyetlerini sürdürdükleridir. Zaman içinde ortaklık yapısının değişmesi ya da halka arzlar yoluyla sermaye artırımının yapılması sonucunda şirketin büyümesiyle dış kaynaklardan (yabancı kaynaklar ve yeni ortaklardan sağlanan özsermaye) daha fazla yararlanılmasına neden olmaktadır. Örnek işletmenin bir aile işletmesi olmakla birlikte dolaşımdaki paylarının bir bölümünün aile dışı kesimlere satılması bunun bir göstergesi olarak değerlendirilebilir. İncelenen dönem boyunca, şirketin kısa vadeli borç kullanımındaki artış, dönen varlıkların artması yanında ülkemiz koşullarında normal kabul edilebilir. Kısa vadeli borçlarda ticari borçların ağırlıkta olması işletmeyi faiz ve anapara geri ödemesi bakımından rahatlatan bir unsurdur. Ancak, stok alımları için satıcılarla çok bağlantılı olmasının bir sonucudur. Kar payı dağıtımının belirli miktarlarda yapılması da işletmenin gelecekteki faaliyetlerinin sürdürülmesi açısından yararlı olacağı görülmektedir. Zaman ve veri sınırlamaları olan bu çalışma, konuyla ilgili kapsamlı bir değerlendirme imkânı sunmasa da, özellikle aile işletmeleri alanında sermaye yapısını ilgilendirmesiyle bu alandaki çalışmalara katkı niteliğini taşımaktadır.

Kaynakça

- Akgüç, Ö (1995). Mali Tablolar Analizi. Genişletilmiş 9.Bası. İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Akgüç, Ö. (2010). *Finansal Yönetim*. 8.Baskı (7.Baskıdan Tıpkı Basım). İstanbul: Avcıol Basım Yayın.
- Akgüç, Ö. (2017). *Mali Tablolar Analizi*. Genişletilmiş 16.Baskı. İstanbul: Arayış Basım ve Yayıncılık.
- Ampenberger, M, Bennedsen, M & Zhou, H. (2012). The Capital Structure of Family Firms. D. Cumming (Ed.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, ss. 167-192. UK, Oxford University Press.
- Andres, C. (2008). Large Shareholders and Firm Performance-An Empirical Examination of Founding-Family Ownership. *Journal of Corporate Finance*, Vol 14, Issue 4, ISSN 0929-1199, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.05.003>. ss.431-445.
- Arzum Faaliyet Raporu 2021, https://yatirimciiliskileri.arzum.com.tr/resimler/dosyalar/dosya_1653681223_84985018.pdf, Erişim tarihi: 24/07/2022
- Arzum Faaliyet Raporu 2020, https://yatirimciiliskileri.arzum.com.tr/resimler/dosyalar/dosya_1628290633_24506.pdf, Erişim Tarihi: 24/07/2022
- Arzum'a Genel Bakış. <https://yatirimciiliskileri.arzum.com.tr/tr/kurumsal/>, Erişim tarihi: 14/11/2021.
- Aydın, N. (1984), "Aile Şirketlerinin Yönetim ve Organizasyon Sorunları: Eskişehir Aile Şirketlerinde Bir Uygulama", T.C. Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi
- Berk, N. (2020). *Finansal Yönetim*. 13.Baskı. İstanbul:Türkmen Kitabevi.
- Burgstaller, J & Wagner, E (2015). How Do Family Ownership and Founder Management Affect Capital Structure Decisions and Adjustment of SMEs? *The Journal of Risk Finance*, Vol 16, No.1, pp.73-101.
- Büker, S, Aşıkoğlu, R & Sevil, G (2008). *Finansal Yönetim*. 4.Baskı. Ankara: Sözkese Matbaacılık.
- Ceylan, A & Korkmaz, T. (2021). *İşletmelerde Finansal Yönetim*. 17.Baskı. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Croci, E, Doukas, J.A & Gonenc, H (2011). Family Control and Financing Decisions. *European Financial Management*. Vol 17, No 5, 860-897.
- Çabuk, A. & Lazol İ (2018). *Mali Tablolar Analizi*. 18.Baskı. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Çetiner, E.M.& Çağlar, O (2018). Aile İşletmelerinde Sürdürülebilir Finansmana Yönelik Alternatif Bir Model Önerisi. *T.C.İstanbul Kültür Üniversitesi 8.Aile İşletmeleri Kongresi* 09-10 Nisan 2018, Kongre Kitabı (Ed: Prof.Dr.Uğur Yozgat & Dr.Öğr.Üyesi Andaç Toksoy), ss.45-57
- Dwaikat, N K, Queiri, A. R. & Aziz, M.D.N. (2014). Capital Structure of Family Companies. *International Conference on Business, Law and Corporate Social Responsibility (ICBLCSR 14)* October 1-2 Phuket, Thailand, ss.127-132, <http://dx.doi.org/10.15242/ICEHM.ED1014047>
- Ergüden E, Aile Şirketlerinin Temel Özellikleri ile Avantaj ve Dezavantajları

- <https://www.halkbankkobi.com.tr/tr/uzmanina-danisin/makaleler/muhasebe-ve-denetim/Aile-Sirketlerinin-Temel-Ozellikleri-ile-Avantaj-ve-Dezavantajlari.html> (Erişim tarihi: 22/07/2022)
- Family Business Index, University Of St. Gallen Center For Family Business, <https://familybusinessindex.com/>, (Son Erişim: 9.6.2022)
- Gallo M.A & Vilaseca A (1996). Finance in Family Business. *Family Business Review*.9(4):387-401. doi:10.1111/j.1741-6248.1996.00387.x
- Gitman, L.J & Zutter, C.J. (2015). Principles of Managerial Finance. 14th Edition. Harlow:Pearson Education.
- Gottardo, P & Moisello, A.M (2014). The Capital Structure Choices of Family Firms: Evidence from Italian Medium-Large Unlisted Firms. *Managerial Finance*, Vol 40 No 3, 254-275.
- Göker, A. Z. & Üçok, T. (2006). Aile İşletmeleri ve Karar Verme Süreci,Köklü Aile İşletmelerinde Bir Uygulama, *T.C.İstanbul Kültür Üniversitesi 2.Aile İşletmeleri Kongresi 14-15 Nisan 2006, Kongre Kitabı* (Ed: Prof.Dr.Tamer Koçel), ss.45-57
- Karaaslan, B (2021). Hisse Senedi Getirilerini Belirleyen Etkenler Olarak Sermaye Yapısı ve Beta'nın Karşılaştırılması: BİST-İmalat Sanayi Örneği. Bursa: Ekin Kitabevi
- Karpuzoğlu, E (1999). Aile Şirketlerinin Kurumsallaşma Düzeyini Belirlemeye Yönelik Bir Araştırma.
- Doktora Tezi. T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Tez Danışmanı: Prof.Dr. İlhan Erdoğan).
- Kırtaş, M., (2018), Uzun Ömürlü Türk Aile Şirketlerinin Sürdürülebilirliğine İlişkin Çoklu Örnek Olay, Ankara Siyasal Kitabevi, Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi 7 (1) sayfa: 68-95 <https://dergipark.org.tr/en/pub/eyad/issue/57407/813618>
- Kızıltoprak, S. & Aksoy, M. (2018). Borsa İstanbul'da İşlem Gören Aile İşletmelerinin Finansal Performanslarının Analizi. *Ege Akademik Bakış*, Cilt 18, Sayı 1, 135-152; <https://dergipark.org.tr/pub/eab/issue/39984/475243>
- Küçükoğlu, T. M (2020). Aile İşletmelerinin Sürdürülebilirliğinin Sağlanmasında Devir Planlaması (İç B.): Yılmaz,O.&Bayramoğlu G (Ed.), *Aile İlişkileri Bağlamında Aile İşletmeleri İstanbul: Kriter Yayınları*, ss.217-235.
- Lopez-Gracia, J & Sanchez-Andujar, S (2007). Financial Structure of the Family Business: Evidence from a Group of Small Spanish Firms. *Family Business Review*. Vol XX, No.4, pp. 269-287.
- Mishra, C. S. & McConaughy D. L. (1999). Founding Family Control and Capital Structure: The Risk of Loss of Control and the Aversion to Debt. *Entrepreneurship Theory and Practice*. Volume: 23 issue: 4, page(s): 53-64, July 1, 1999
- Motylska-Kuzma, A (2017). The Financial Decisions of Family Businesses. *Journal of Family Business Management*. Volume 7, No.3, pages 351-373.
- Nakıpoğlu, N. (2015). Aile İşletmelerinde Kuşak Çatışmalarının Finansal Yapıya Etkileri: İtalyan-Türk Aile İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama (Master's thesis, İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü). Tez Danışmanı: Yrd.Doç.Dr. Mustafa YURTTA-DUR
- Okka, O (2009). Analitik Finansal Yönetim. 1.Basım. Ankara: Nobel Yayınevi.

- Özerol, H (2009). Finansçı Olmayanlar için Finans. 9.Basım. Ankara: Elma Yayınevi.
- Romano, C. A., Tanewski G. A & Smyrniotis, K X (2001). Capital structure decision making: A model for family business, *Journal of Business Venturing*, Volume 16, Issue 3, Pages 285-310, ISSN 0883-9026, [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(99\)00053-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(99)00053-1) (SCIENCE DIRECT)
- Ross, S. A, Westerfield, R. W. & Jordan, B. D. (2006). *Corporate Finance Fundamentals*. 7th Edition, New York: McGraw Hill ISE Edition.
- Sebilcioğlu, F, Karaağaoğlu, S, Karacar, G, Naipoğlu, S, Arkun, F & Koçer, B (2013) TKYD Aile Şirketleri Yönetim Rehberi Güncellenmiş 5. Baskı, https://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/kyd_yayinlari/aile_sirketleri_yonetim_rehberi_2013_2.pdf
- Sirmon, D. G., & Hitt, M. A. (2003). Managing resources: Linking unique resources, management, and wealth creation in family firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27(4), 339–358
- T.C. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı. Elektrik ve Elektronik Sektörü Raporu (2020), [https://www.sanayi.gov.tr/assets/pdf/plan-program/ElektrikElektronikSektorRaporu\(2020\).pdf](https://www.sanayi.gov.tr/assets/pdf/plan-program/ElektrikElektronikSektorRaporu(2020).pdf), Erişim tarihi: 14/11/2021.
- Toroslu, V. & Durmuş, C.N. (2020). Finansal Tablolar Analizi. 5.Baskı. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- TR Investing. *ARZUM Bilanço Tablosu*, https://tr.investing.com/equities/arzum-elektrikli-ev-aletleri-sanayi-balance-sheet?__cf_chl_jschl_tk__=hShLbqdt8u3eE2hU.nsrueINyPi4S1pit0Ob1ZvoILO-1636796042-0-gaNycGzNDR0 Erişim Tarihi: 13/11/2021.
- TSKB. Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu (16 Aralık 2020) <https://www.tskb.com.tr/i/assets/document/pdf/ARZUM.pdf>, Erişim tarihi: 14/11/2021.
- Vernimmen, P, Quiry, P, Le Fur, Y, Dallacchio, M & Salvi, A (2005). *Corporate Finance: Theory and Practice*. Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Yeğen, H. (1990). Küçük İşletmelerin Başlıca Özellikleri, Sorunları ve Konuyla İlgili Karşılaştırmalı Bir Çalışma. İ.Ü. İşletme Fakültesi, Yüksek Lisans Tezi. Tez Danışmanı: Prof. Dr. Yıldırım ÖNER

