

**SERMAYE YAPISININ FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

**Abdulkadir Ali TİFOW**

**(Yüksek Lisans Tezi)**

**Eskişehir, 2015**

# SERMAYE YAPISININ FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

**Abdulkadir Ali TİFOW**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**  
**İşletme Anabilim Dalı**  
**Danışman: Yrd. Doç. Dr. Özlem Sayılır**

**Eskişehir**  
**Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**  
**Eylül, 2015**

## JÜRİ VE ENSTİTÜ ONAYI

**Abdulkadir Ali TIFOW'un "Sermaye Yapısının Firma Performansı Üzerindeki Etkisi"** başlıklı tezi **09 Eylül 2015** tarihinde, aşağıdaki jüri tarafından Lisansüstü Eğitim Öğretim ve Sınav Yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca toplanan **İşletme(Finansman)** Anabilim Dalında, **yüksek lisans tezi** olarak değerlendirilerek kabul edilmiştir.

**İmza**

**Üye (Tez Danışmanı) : Yrd.Doç.Dr.Özlem SAYILIR**

**Üye : Doç.Dr.Fatih TEMİZEL**

**Üye : Doç.Dr.Abdullah YALAMA**

**Prof.Dr.Kemal YILDIRIM**  
**Anadolu Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürü**



## Yüksek Lisans Tez Özü

### SERMAYE YAPISININ FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

**Abdulkadir Ali TİFOW**

**İşletme Anabilim Dalı- Finansman Bölümü**

**Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eylül 2015**

**Danışman: Yrd. Doç. Dr. Özlem SAYILIR**

Sermaye yapısı işletmelerin iyi performansa ulaşabilmesi için en önemli konulardan birisidir. Bu çalışmanın amacı sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisinin araştırmaktır. Bu amaç doğrultusunda, 2008-2013 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören 130 imalat şirketinin finansal verileri panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir. Öz sermaye karlılığı (ROE), aktif karlılığı (ROA), pay başına kar (EPS) ve Tobin Q oranı çalışmada bağımlı değişkenler olarak ele alınmıştır. Kısa vadeli yabancı kaynaklarının aktif toplamına oranı (STDTA) ve uzun vadeli yabancı kaynakların aktif toplamına oranı (LTDTA) sermaye yapısı ölçütü olarak bağımsız değişken olarak kullanılırken, satışların büyüme oranı ile firma büyüklüğü kontrol değişkenleri olarak seçilmiştir.

Çalışmada, Kısa vadeli yabancı kaynaklarının aktif toplamına oranı (STDTA) ile Aktif karlılığı (ROA), Pay başına kazanç (EPS) ve Tobin Q oranı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu, ancak Kısa vadeli yabancı kaynaklarının aktif toplamına oranı (STDTA) ile ROE arasında anlamlı bir ilişki olmadığı ortaya çıkmıştır. Uzun vadeli yabancı kaynaklarının aktif toplamına oranı (LTDTA) ile ROE, EPS ve Tobin Q oranı arasında anlamlı ve negatif ilişki olduğu görülürken, Uzun vadeli yabancı

kaynaklarının aktif toplamına oranı (LTDTA) ile ROA arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu ortaya çıkmıştır. Öte yandan, satışların büyüme oranı ve firma büyüklüğü ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olmadığı tespit edilmiştir. Sonuç olarak, çalışmanın bulgularında, genel olarak sermaye yapısı ile firma performansı arasında negatif bir ilişki olduğu gözlenmektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Sermaye Yapısı, MM Teorisi, Finansman Hiyerarşisi Teorisi, Dengeleme Teorisi, Öz kaynak Karlılığı, Aktif Karlılığı, Pay Başına Kar, Tobin q oranı, Optimal Sermaye Yapısı, Panel Veri Analizi.

## **Abstract**

### **CAPITAL STRUCTURE AND ITS IMPACT ON FIRM PERFORMANCE**

**Abdulkadir Ali TİFOW**

**MBA in Finance**

**Anadolu University, Graduate School of Social Science, September 2015**

**Advisor: Asst. Prof. Dr. Özlem SAYILIR**

Capital structure is one of the most important issues for firms in order to achieve better performance. The main objective of this study was to examine the impact of capital structure on firm performance of 130 Turkish manufacturing firms listed in Borsa Istanbul for the period 2008-2013. Panel data analysis was utilized to analyze and obtain findings. The study used Short term debt to total asset (STDTA), long term debt to total asset (LTDTA) as proxies of capital structure (independent variables), while return on equity (ROE), return on asset (ROA), Earning per share (EPS) and Tobin's q ratios were used as proxies of firm performance (dependent variable). Sales growth rate and Firm size were also used as a control variables in the study.

Based on the balanced panel data analysis of 130 manufacturing firms, the study found that short term debt leverage (STDTA) has a significant negative relationship with ROA, EPS and Tobin q ratios. While, it is insignificantly correlated with ROE. Regarding the long term leverage (LTDTA), the study found that it has a significant and negative relationship with ROE, EPS and Tobin's q ratios, while it is positively and significantly correlated with ROA. On the other hand, the study revealed that

sales growth rate and firm size have no significant relationship with firm performance. Finally, the study concluded that capital structure has a negative impact on firm performance in Turkey.

**Key Words:** Capital Structure, MM theory, Pecking Order Theory, Trade-off Theory, Return on Equity, Return on Asset, Earning Per Share, Tobin q ratio, Optimal Capital Structure, Panel Data Analysis.

09/09/2015

### **Etik İlke Ve Kurallara Uygunluk Beyannamesi**

Bu tez çalışmasının bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmamın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumunda bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilmeyen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Anadolu Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla tarandığını ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim.

Her hangi bir zamanda, çalışmamla ilgili yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması durumunda, ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

Abdulkadir Ali Tifow



## Önsöz

Tez çalışmam süresince, elinden gelen tüm yardımı, tavsiye ve yönlendirmeleri yapan, çalışmamın her aşamasında desteğini, bilgisini ve hoşgörüsünü esirgemeyen danışmanım Yrd. Doç. Dr. Özlem SAYILIR'a teşekkür ederim. Eğitim hayatımın her aşamasında maddi ve manevi destekleyen rahmetli babam Ali Tifow ve annem Mumino Hassan ve kardeşlerime en kalbi duygularıyla sonsuz teşekkür ederim.

Abdulkadir Ali Tifow

## İçindekiler

Jüri Ve Enstitü Onayı .....	ii
Yüksek Lisans Tez Özü .....	iii
Abstract .....	v
Önsöz.....	viii
Özgeçmiş .....	ix
Tablolar Listesi.....	xii
Şekiller Listesi .....	xiii
Kısaltmalar Listesi .....	xiv
1. Giriş .....	1
1.1. Araştırma Problemi.....	3
1.2. Araştırmanın Amacı.....	4
1.3. Araştırmanın Sorusu .....	5
1.4. Araştırmanın Önemi.....	5
1.5. Araştırmanın Hipotezleri .....	6
1.6. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları .....	8
1.7. Tanımlar .....	8
1.8. Kavramsal çerçeve .....	10
2. Alan Yazın .....	11
2.1. Teorik Çerçeve .....	11
2.1.1. Modigliani ve Miller teorisi .....	11
2.1.2. Vekâlet Teorisi (Agency Theory).....	13
2.1.3. Dengeleme teorisi .....	14
2.1.4. Finansman hiyerarşisi kuramı.....	15
2.2. Firma Performansı.....	17
2.3. Ampirik Çalışmalar .....	18
3. Yöntem .....	23
3.1. Verilerin Toplanması .....	23
3.2. Araştırmanın Evreni .....	23

3.3. Değişkenler .....	23
3.3.1. Bağımlı değişkenler .....	23
3.3.2. Bağımsız değişkenler .....	24
3.3.3. Kontrol değişkenleri .....	24
3.4. Tahmin Modeli .....	25
4. Veri Analizi ve Bulgular .....	27
4.1. Tanımlayıcı İstatistiksel Analizi .....	27
4.2. Panel Veri Analizi .....	31
5. Araştırma Bulguları ve Tartışma .....	33
5.1. Sermaye Yapısı ile Sermaye Karlılığı (ROE) Arasındaki İlişki .....	33
5.2. Sermaye Yapısı ile Aktif Karlılığı (ROA) Arasındaki İlişki .....	35
5.3. Sermaye Yapısı ile Pay Başına Kar (EPS) Arasındaki İlişki .....	37
5.4. Sermaye Yapısı ile Tobin Q Oranı Arasındaki İlişki .....	39
6. Sonuç ve Öneriler .....	41
6.1. Sonuç .....	41
6.2. Öneriler: .....	43
Ekler .....	44
Kaynakça .....	65

## Tablolar Listesi

Tablo 1 :	Tanımlayıcı İstatistiksel Analiz .....	27
Tablo 2 :	Değişkenlerin Yıllık Ortalama Değerleri .....	28
Tablo 3 :	Panel Veri Analizi Tahmin Sonucu (Bağımlı Değişken: ROE).....	31
Tablo 4 :	Hausman testi.....	31
Tablo 5 :	Sermaye Yapısı ile Sermaye Karlılığı (ROE) Arasındaki İlişki .....	33
Tablo 6 :	Sermaye Yapısı ile Aktif Karlılığı ( ROA) Arasındaki İlişki .....	34
Tablo 7 :	Sermaye Yapısı ile Pay Başına Kar (EPS) Arasındaki İlişki .....	36
Tablo 8 :	Sermaye Yapısı ile Tobin Q Oranı Arasındaki İlişki .....	37
Tablo 9 :	Çalışmanın Özet Sonuçları.....	40

## Şekiller Listesi

Şekil 1: Kavramsal çerçeve .....	10
Şekil 2: ROE Trendi .....	28
Şekil 3: ROA Trendi .....	28
Şekil 4: EPS Trendi .....	29
Şekil 5: Tobin Q Trendi .....	29
Şekil 6: STDTA Trendi .....	30
Şekil 7: LTDTA Trendi .....	30
Şekil 8: Satışların Büyüme Oranı Trendi.....	30
Şekil 9: Firma Büyüklüğü Trendi .....	30

## Kısaltmalar Listesi

<b>ROE:</b>	Return on Equity- Öz sermaye Karlılığı oranı
<b>ROA:</b>	Return on Assets – Aktif Karlılığı Oranı
<b>EPS:</b>	Earnings per share – Pay Başına Kar
<b>STDTA:</b>	Short term debt to total assets – Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Aktiflere oranı
<b>LTDTA:</b>	Long term debt to total assets - Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Aktiflere oranı
<b>TDTA:</b>	Total debt to total assets - Toplam Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Aktiflere oranı
<b>FVÖK:</b>	Faiz Vergi Öncesi Kar
<b>GSE:</b>	Ghana Stock Exchange - Gana Menkul kıymetleri
<b>EKK:</b>	En Küçük Kareler
<b>EGEKK:</b>	Esnek Genelleştirilmiş en küçük kareler
<b>GLS:</b>	Generalized Least Square

## 1. Giriş

Bu çalışmanın amacı, sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkilerini araştırmaktır. Sermaye yapısı, uzun yıllardır finans bilim insanları arasında popüler ve tartışmalı bir konu olarak süregelmektedir. Brealey vd. (2009), sermaye yapısını borç ve sermaye finansmanı karışımı olarak tanımlanmışlardır. Myers, (2001) sermaye yapısını “gerçek yatırımlarını finanse etmek için şirketler tarafından kullanılan menkul ve finansman kaynaklarının karışımı” olarak açıklamaktadır. Saad, (2010) sermaye yapısını “bir şirketin varlıklarını borç ya da melez menkul kıymetler birleşimi yoluyla finanse etmesi” diye tanımlamıştır.

Sermaye yapısı, firmaların faaliyetlerini ve yatırımlarını finanse etmek için kullandığı fonların çeşitli kaynak bileşimi ile ilgili kararlarını kapsamaktadır. Kaynaklar, borç finansmanını ve öz sermaye finansmanını kapsamaktadır. Borç finansman kaynakları, uzun vadeli borç finansmanı ve kısa vadeli borç finansmanından oluşurken, sermaye finansman kaynakları da imtiyazlı ve adi hisse senetlerinden oluşmaktadır (Khan, 2012).

Firmaların uygun sermaye yapısını seçebilmesi, finansal yönetim için önemli bir karardır. Düzgün, iyi ve sağlam bir sermaye yapısı kararı, finansal performansı ve şirketin değerini etkileyip yüksek karlılık ile firma değerine yola açabilirken, yanlış bir karar ise finansal sıkıntılara ve sonucunda iflasa neden olabilmektedir. (Eriotis vd., 2007).

Sermaye yapısı seçiminde, hiçbir evrensel teori yoktur ve beklenmesi için de hiçbir neden yoktur (Myers, 2001). Bu alanda geliştirilmiş Modigliani- Miller (MM) teorisi,

dengeleme teorisi ve finansal hiyerarşi teorisi gibi bazı yararlı ve iyi bilinen teoriler vardır. Teoriler, ne ölçüde borç kullanılmasının uygun olabileceği ve aynı zamanda sermaye yapısı ile firma değeri ve sermaye maliyeti arasında bir ilişki olup olmadığı konularını aydınlatmaktadır.

Modigliani ve Miller (1958) teorisinde, temel varsayım olarak sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir. Modigliani ve Miller (1958), asimetric bilgi ve vergilerin olmadığı varsayımı altında, firmanın sermaye yapısı ile firma değeri arasında bir ilişki olmadığını belirlemişlerdir. Daha sonra, Modigliani ve Miller, (1963) yılında yaptıkları çalışmada, değişken olarak modellerine vergiyi de katmışlardır. Firmaların borçlandıklarında vergi kalkanından yararlanarak piyasa değerlerini arttırabilecekleri vurgulamışlardır.

Dengeleme teorisi, yabancı kaynak kullanımının sağladığı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyeti arasında yapılan dengelemeye dayanmaktadır. Bu çalışmalarda, şirketlerin yabancı kaynak ile öz kaynak arasında optimal bir oranı yakalamaları gerektiği önerilmektedir. Buna göre, çok kârlı şirketler borç üzerindeki finansal yükün vergi matrahından indirimi sonucu elde edilen vergi avantajını arttırmak için daha çok yabancı kaynak kullanmalıdırlar. Ancak, aşırı borçlanma durumunun şirketin iflas riskini arttıracığı unutulmamalıdır (Myers, 2001). Öte yandan, işletme riski yüksek olan firmalar (Faiz ve vergi öncesi kar –FVÖK- değişkenliği yüksek olan firmalar) daha az borçlanmayı tercih etmelidir. Çünkü bu tür firmaların faiz ve vergi öncesi kârlarının düşmesi mali başarısızlığa neden olur. Bu nedenle, bu tür firmalarda mali başarısızlık maliyetlerinin beklenen değeri daha yüksektir (Aktaş vd., 2013).



Finansal Hiyerarşi Teorisi, 1984 yılında Myers ve Majluf tarafından ileri sürülmüştür. Bu teoriye göre, firmalar sermaye yapısını oluştururken öncelikle oto finansmana, daha sonra borçlara, son olarak ise hisse senedi ihracına başvurmaktadır.

Bir firmanın performansı, belirli bir zaman sonucundaki çıktısı olup bu sonuç işletme amacının ya da görevinin yerine getirilme derecesi olarak algılanmaktadır. Bu durumda performans, işletme amaçlarının gerçekleştirilmesi için gösterilen tüm çabaların değerlendirilmesi olarak tanımlanabilir (Zerenler, 2005). Performans ölçümünü yapabilmek için kullanılan bazı yöntemler bulunmaktadır, ancak bu çalışmada finans performansın ölçülebilmesi için Finansal performans ve Piyasa performansı değişkenleri kullanılmaktadır. Öz sermaye karlılığı oranı (ROE) ve Aktif karlılığı oranı (ROA) finansal performans değişkenleri olarak kullanırken, Pay başına kar (EPS) ve Tobin q oranı, piyasa performansı değişkenleri olarak kullanılmıştır.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da kote olan 130 İmalat firması için, 2008-2013 döneminde, sermaye yapısı ve firma performansı arasındaki ilişki incelenmektedir.

### **1.1. Araştırma Problemi**

Uzun yıllar boyunca sermaye yapısı ve firma performansı arasındaki bağlantı, yoğun küresel tartışma ve araştırma konusu olmuştur. Ekonomistler, sermaye yapısının firma değeri ve performansı üzerinde nasıl ve hangi ölçüde etkileri olduğu konusunda bir anlaşmaya ulaşamamaktadır (Stephen, 2012). Bu tartışma

kapsamında, çok sayıda araştırmacı farklı ülkeleri elde alarak çok sayıda çalışma yapmış olup ilgili araştırmalar çoğunlukla gelişmiş ülkelerde yürütülmüştür.

Gelişmekte olan ülkelerde, sermaye yapısı ve firma performansı odaklanan çok sayıda ampirik çalışma yapılmıştır. Malezya'da, Salim ve Yadav, (2012), Soumadi ve Hayajneh, (2006), Zeitun ve Tian, (2007) Ürdün'de, Khan, (2012) Pakistan'da ve Kabakçı, (2008) Türkiye'de Sermaye yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Yanı sıra, Romanya'da Moscu, (2014), Omowunmi, (2012) Nijerya'da, Leon, (2013) Sri-Lanka'da, Yung-Chieh, (2013), Tayvan'da ve Vitor ve Badu, (2012) Gana'da sermaye yapısının firmanın performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir.

Bu çalışmalarda farklı bulgular ortaya çıkmıştır. Bazı araştırmacılar, sermaye yapısı ve karlılık arasında negatif bir korelasyon olduğunu bulurken, bazıları ise tam tersi sonuçlar elde etmişlerdir. Türkiye'de bu konu ilgili sınırlı sayıda çalışma olduğundan, araştırmacı 2008-2013 dönemi arasında, Borsa İstanbul'da kote olan 130 imalat firması için, sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisini analiz etmeye karar vermiştir.

## **1.2. Araştırmanın Amacı**

Bu çalışmanın temel amacı, Türkiye'deki imalat firmalarının sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisini belirlemektir. Bu **çalışmanın belirli hedefleri** şunlardır:

- 1) Sermaye yapısı ile öz-sermaye karlılığı arasındaki ilişkinin belirlenmesi
- 2) Sermaye yapısı ile aktif karlılığı arasındaki ilişkinin belirlenmesi

- 3) Sermaye yapısı ile Pay başına kar arasındaki ilişkinin belirlenmesi
- 4) Sermaye yapısı ile Tobin Q oranı arasındaki ilişkinin belirlenmesi
- 5) Satışların büyüme oranı ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelenmesi
- 6) Firma büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelenmesidir.

### **1.3. Araştırmanın Sorusu**

- 1) Sermaye yapısı ile öz-sermaye karlılığı arasında nasıl bir ilişki vardır?
- 2) Sermaye yapısı ile aktif karlılığı arasında nasıl bir ilişki vardır?
- 3) Sermaye yapısı ile Pay başına kar arasında nasıl bir ilişki vardır?
- 4) Sermaye yapısı ile Tobin Q oranı arasında nasıl bir ilişki vardır?
- 5) Satışların büyüme oranı ile firma performans arasında nasıl bir ilişki vardır?
- 6) Firma büyüklüğü ile firma performansı arasında nasıl bir ilişki vardır?

### **1.4. Araştırmanın Önemi**

Araştırmacı, bu çalışmanın, Türkiye’de faaliyet gösteren ve Borsa İstanbul’da işlem gören imalat şirketlerinin sermaye yapısının firmanın performansı üzerindeki etkisini aydınlatacağını ümit etmektedir. Bu çalışma, sermaye yapısının firmanın performansı üzerindeki etkisi ile ilgili çalışma yapmak isteyen öğrenciler, öğretim elemanları ve potansiyel araştırmacılar için yararlı olabilir. Öte yandan, sermaye yapısı ve firmaların performansı arasındaki ilişkinin güncel veriler ışığında incelenmesi, firmaların finansman yapısına ilişkin sağlıklı kararlar almasında ve yatırımcıların bilinçli yatırım kararları almalarında faydalı olacaktır.

## 1.5. Araştırmanın Hipotezleri

Sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisinin araştırılması amacıyla çalışmada aşağıdaki hipotezler kullanılmaktadır:

### **Birinci Hipotez:**

**H0:**-Öz-Sermaye karlılığı ile kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

**H1:**- Öz-Sermaye karlılığı ile kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

### **İkinci Hipotez:**

**H0:**- Öz-Sermaye karlılığı ile uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

**H2:**- Öz-Sermaye karlılığı ile uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

### **Üçüncü Hipotez:**

**H0:**- Aktif karlılığı ile kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

**H3:**- Aktif karlılığı ile kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

### **Dördüncü Hipotez:**

**H0:**- Aktif karlılığı ile uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

**H4:**- Aktif karlılığı ile uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

### **Beşinci Hipotez:**

**H0:-** Pay başına kar ile kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

**H5:-** Pay başına kar ile kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

### **Altıncı Hipotez:**

**H0:-** Pay başına kar ile uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

**H6:-** Pay başına kar ile uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

### **Yedinci Hipotez:**

**H0:-** Tobin q oranı ile kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

**H7:-** Tobin q oranı ile kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

### **Sekizinci Hipotez:**

**H0:-** Tobin q oranı ile uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

**H8:-** Tobin q oranı ile uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

### **Dokuzuncu Hipotez:**

**H0:-** Satışların büyüme oranı ile Sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

**H9:-** Satış büyüme ile Sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

## **Onuncu Hipotez:**

**H0:-** Firma büyüklüğü ile Sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

**H10:-** Firma büyüklüğü ile Sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki vardır.

## **1.6. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları**

Araştırma kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören imalat işletmeleri ele alınmıştır. Çalışmada kullanılan veriler, 2008-2013 dönemi boyunca 130 Türk imalat firmasının verileri ile sınırlıdır. Çalışma kapsamında yer alan işletmelere ait veriler KAP (kamuyu aydınlatma platformu) web sitesinden elde edilmiştir.

## **1.7. Tanımlar**

**Sermaye Yapısı:** Sermaye yapısı, firmaların faaliyetlerini ve yatırımlarını finanse etmek için kullandığı fonların çeşitli kaynak bileşimi ile ilgili kararlarını kapsamaktadır. Finansman, borç finansmanı (uzun vadeli borç, kısa vadeli borç) ve öz sermaye finansmanı (adi hisse senedi ve imtiyazlı hisse senedi) olarak iki farklı kaynaktan gelebilir.

**Kısa Vadeli Borçlar:** İşletmenin bir yıldan daha kısa vadeli almış olduğu borçlardır.

**Uzun Vadeli Borçlar:** İşletmenin bir yıldan daha uzun vadeli almış olduğu borçlardır. Herhangi bir finansman veya kiralama yükümlülüğünün vadesi 12 aydan fazla ise uzun vadeli borç olarak tanımlanmaktadır.

**Performans:** Belirli bir süre içinde bir işletmenin elde ettiği sonuçlara performans denir. (Illmer, 2011). Bu çalışmada, öz sermaye getiri oranı (ROE) ve aktif getiri oranı (ROA) performansın muhasebe ölçütleri olarak kullanılırken, pay başına kar (EPS) ve Tobin Q oranı da performansın piyasa ölçütleri olarak kullanılmıştır.

**Öz-Sermaye Getiri Oranı:** Bir şirketin net karının öz kaynaklarına bölünmesiyle hesaplanır. Belirli miktardaki bir öz kaynağa karşılık ne kadar kâr edildiğini gösteren ve bir işletme için yararlı bir ölçüdür. (Price, 2012).

**Aktif Getiri Oranı:** Bu oran, işletmede aktiflerin ne kadar karlı kullanıldığını ve firmanın etkinliğini gösterir (Memon vd., 2012).

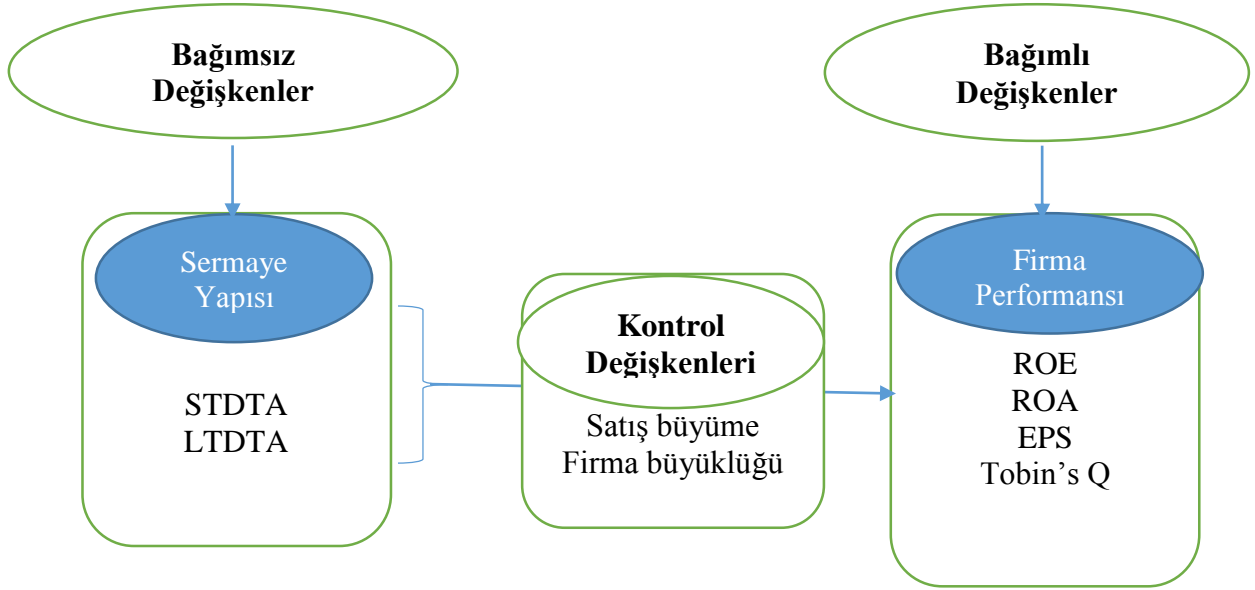
**Pay Başına Kar:** İşletme karının toplam hisse sayısına bölünmesi ile bulunur. Pay başına kar, bir işletmenin hisse değerinin ölçülmesinde yatırımcılar tarafından oldukça önemsenen ve sıklıkla kullanılan bir orandır. Yatırımcının sahip olduğu her hisse senedi başına ne kadar kar elde ettiğini gösteren bu oran, işletme karlılığının analiz edilmesine ve yatırım kararları alınırken diğer işletmelerle getiri karşılaştırması yapılmasına yardımcı olur (piyasarehberi.org,2014).

**Tobin Q Oranı:** Hirsch ve Seaks, (2012)'e göre, Tobin Q Oranı, firmanın pazar değerinin, firma varlıklarının cari yerine koyma maliyetine bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Burada yerine koyma maliyeti, varlıkların alternatif kullanım değeri olarak tanımlanabilmektedir. Tobin q oranının 1'den büyük olması, firmanın kıt kaynakları etkin kullandığının bir göstergesi olarak yorumlanmaktadır. Öte

yandan, bu oranın 1'in altında olması, kaynaklardan etkin bir biçimde yararlanılmadığını göstermektedir (Canbaş vd., 2004).

### 1.8. Kavramsal çerçeve

Kavramsal çerçeve, araştırmanın bağımsız ve bağımlı değişkenleri arasındaki ilişkiyi göstermektedir.



Şekil 1. Kavramsal çerçeve

Yukarıdaki şekil, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranını (STDTA) ve uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranını (LTDTA) bağımsız (açıklayıcı) değişkenler olarak gösterirken, öz sermaye Karlılığı (ROE), aktif karlılığı (ROA) hisse başına kazanç (EPS) ve Tobin Q oranını bağımlı (açıklanan) değişkenler olarak göstermektedir. Öte yandan, çerçeveye bakıldığında, satışların büyüme oranı ve firma büyüklüğü değişkenlerinin kontrol değişkenleri olarak kullanıldığı görülmektedir. Çalışmada, bu değişkenlerin birbirlerini ne derecede ve nasıl etkilediği araştırılmaktadır.



## 2. Alan Yazın

Bu ünite, araştırmacı tarafından iki ana bölüm olarak sınıflanmıştır. İlk bölümde, sermaye yapısının teorik çerçevesini tartışan sermaye yapısı teorileri sunulmuştur. İkinci bölümde ise daha önce yapılmış olan ve bu konu ile ilgili olan ampirik çalışmalar özetlenmiştir.

### 2.1. Teorik Çerçeve

İşletmelerin sermaye yapısı ile firma değeri ilişkisi, yıllardır birçok finans bilim inşanı ve araştırmacı tarafından ele alınmıştır. 1958 yılında Modigliani ve Miller tarafından ortaya atılan teoriye göre, firmanın sermaye yapısının firmanın sermaye maliyetini ve firma değerini etkilemediği ifade edilmektedir. Modigliani ve Miller'in görüşleri, bu alandaki çalışmaların başlatılması açosından bir miladı oluşturur. Söz konusu teoriyi takiben, arka arkaya çeşitli teoriler finans bilim insanları tarafından ortaya konulmuştur.

#### 2.1.1. Modigliani ve Miller teorisi

Modigliani ve Miller, sermaye yapısı kavramını kuramlaştıran ilk bilim insanları olarak tanınmıştır. İlk teori "MM teorisi" olarak adlandırılmıştır. Modigliani ve Miller, firmanın sermaye yapısı ile firma değeri arasında bir ilişki olmadığını belirtmişlerdir. Modigliani ve Miller, bu teoriyi geliştirirken, aşağıdaki varsayımları yapmışlardır:

- Sermaye piyasalarında tam rekabet geçerlidir
- Vergiler yoktur
- İşlem maliyetleri yoktur
- İflas maliyetleri yoktur

- Piyasa etkindir ve asimetrik bilgi problemi bulunmamaktadır.
- Firmalar kârlarının tamamını kâr payı olarak öz sermaye sahiplerine dağıtmaktadır
- Bir firmanın gelecekte beklenen ortalama faaliyet geliri sübjektif tesadüfi değişkenlerle temsil edilmektedir.

Gerçek dünyada, şirketlerin vergi ödemesi mecburi olduğundan ve tüm piyasalar etkin olmadığından dolayı, M & M teorisi, eleştirilmiştir. Teorilerine yapılan eleştiriler ve varsayımlarında eksikler nedeniyle, Modigliani ve Miller, (1963) yılında yaptıkları çalışmada, değişken olarak modellerine vergiyi de katmışlar ve firmaların borçlandıklarında vergi kalkanından yararlanarak piyasa değerlerini arttırabilecekleri vurgulamışlardır. Modigliani ve Millerin önermelerinden ikincisine dayanarak, borç / öz kaynak oranı arttıkça, borç verenlerin ödenmeme riskini karşılamak için daha yüksek getiri oranı talep edip, borç alan firmaların iflas etmelerine neden olabildiği tezini savunmuşlardır.

Finansal sıkıntı (iflas) maliyetleri, firmaların karşılaşılabilecekleri ve firmaları iflasa kadar götürebilecek bazı zor durumların firmaya olan maliyetlerdir (Ercan ve Ban, 2005). Yüksek oranda borç kullanan firmalar, daha fazla borç kullanıldığında, daha riskli bir duruma gelmekte ve aşırı borçluluk sonunda iflas neden olmaktadır. (Harris ve Raviv, 1991'den; Riahi- Belkaoni, 1999'dan aktaran Omowunmi, 2012) Diğer bir deyişle, işletmelerin borçlanmadan sağladıkları vergi avantajı, bir süre sonra işletmenin borç/öz sermaye oranının artmasına paralel olarak firmanın sabit yükümlükleri yerine getirmeme olasılığının artmasıyla birlikte yerini iflas olasılığına bırakmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008). İflas maliyetleri, direkt ve indirekt olarak sınıflandırılabilir. Direkt (dolaysız) maliyetler, iflas olgusuyla doğan

yasal maliyetlerdir. Dolaylı maliyetler ise, işletmenin iflas olasılığının düşünülmesi, iflas etme riski veya beklentisi yüzünden oluşan olumsuzluktan doğan maliyetlerdir (Kabakçı, 2008).

### 2.1.2. Vekâlet Teorisi (Agency Theory)

Vekâlet teorisi, ortak bir amaç uğruna yardımlaşmak durumunda olan asil yani vekâlet veren (principal) ile vekil (agent) arasındaki ilişkileri modellemek üzere, bilgi ekonomisi yazınında geliştirilen bir teoridir (Jensen ve Zorn, 1988). Amaca ulaştıracak işler konusunda 'vekil' daha fazla bilgiye sahiptir. 'Vekâlet veren', çeşitli teşvik ve kontrol önlemleri ile vekilin amaçlar doğrultusunda çalışıp çalışmadığını denetlemek isteyecektir. Asıl ile vekil arasındaki vekalet (Agency) sorunu, optimal sermaye yapısının seçilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Vekâlet sorunu, hissedarlar ile işletme yöneticileri ve hissedarlar ile kreditorler olmak üzere iki gruba ayrılmaktadır.

Asil-vekil problemleri genellikle şu durumlarda ortaya çıkmaktadır: (Bedük ve Çelik, 2014)

- asilin vekilin işlemleri ve çabası ile hizmet sonuçları hakkında tam bilgi sahibi olmaması,
- bilgi sahibi olunmasının çok maliyetli olması,
- hizmetin vekil tarafından risk üstlenimini veya risk paylaşımını içeren bir konu olması,
- hizmetin sonuçları ve vekilin çabası ile vekilin aldığı ücret arasında doğrusal bir ilişki olmaması,

- Hizmet sırasında vekilin çıkar çatışmasına düşmesi ve ahlaki tehlike probleminin varlığı

Vekâlet problemi nedeniyle ortaya çıkan vekâlet maliyetlerinin azaltılması için gerek şirket içi, gerek şirket dışı bir takım mekanizmalar öngörülmüştür. O halde, vekâlet maliyetlerinin azaltılmasına yönelik mekanizmalar mali haklar sözleşmeleri, şirket içi denetim etkinliğinin sağlanması gibi iç mekanizmalar olabileceği gibi, sermaye piyasaları, kanun koyucu ve düzenleyiciler, profesyonel yatırımcıların denetimi gibi dış mekanizmalar da olabilir (Debken 2006'dan aktaran Yılmaz, 2009).

### **2.1.3. Dengeleme teorisi**

Dengeleme teorisi, (Myers, 2001) tarafından, borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasında denge sağlayan bir teori olarak tanımlanmıştır. Dengeleme teorisi, optimal sermaye yapısını, borçla finansmanın sağlayacağı net vergi avantajı ile borçla finansmandan kaynaklanan maliyetleri (finansal sıkıntı, iflas maliyetleri gibi) dengeleyen sermaye yapısı olarak tanımlamaktadır. Diğer bir deyişle, borçlanma düzeyi için optimal nokta, ek borçlanmanın sağlayacağı marjinal vergi tasarrufunun bu günkü değerinin, iflas maliyetinin bugünkü değerine eşit olduğu noktada elde edilmektedir (Yakar, 2011).

Optimal noktadan sonra firmanın daha çok dikkat etmesi gerekmektedir, çünkü eğer firma borçlanmaya devam etmeye karar verirse, borcun vergi avantajı ortadan kalktığından, finansal sıkıntı ve iflas riski artacaktır.

Firmaya özgü farklılıklar nedeniyle hedef kaldıraç oranları firmadan firmaya değişmektedir. Farklı finansal sistemler, vergi oranı ve iflas hukuku gibi kurumsal farklılıklar, farklı hedef kaldıraç oranlarına yol açacaktır. Dengeleme teorisi,

güvenli, maddi duran varlıkları olan ve vergilendirilebilir karı tasarruf sağlamaya yeterli olan firmaların hedef oranları yüksek olmalıdır. Riskli, maddi olmayan varlıklara sahip karsız şirketler ise öz kaynak finansmanına dayanmalıdırlar (Okuyan, 2007). Dengeleme teorisinde yüksek karlılığa sahip firmalar yüksek bir borçlanma kapasitesine sahip oldukları için daha yüksek kaldıraç düzeyine sahiptirler, ancak gerçek hayatta karlı işletmelerin çoğunun genelde az borçlandığı görülür. Dengeleme teorisi bu noktada yanılmaktadır. Dengeleme teorisine göre, yüksek büyüme fırsatları sahibi olan firmaların daha az borcu olmalıdır (Niu, 2008). Çünkü yüksek borç oranı, işletmenin piyasa değeri üzerinde negatif yönlü bir etki yaratıp finansal sıkıntı olasılıklarının artmasına neden olmaktadır (Ceylan ve Korkmaz, 2008).

#### **2.1.4. Finansman hiyerarşisi kuramı**

Myers ve Majluf, (1984), birlikte yaptıkları çalışmalarında finans alanında “Hiyerarşi Teorisi” olarak adlandırdıkları yeni bir teori ortaya atmışlardır. Bu teoriye göre, firmalar ya da yatırımcılar, finansmanda öncelikle oto finansmana, daha sonra borçlara, son olarak ise hisse senedi ihracına yönelmektedirler. Bu kuram, bilgi asimetrisi ve işlem maliyetleri varsayımlarını içermektedir.

Kula (2001’den aktaran Gülşen ve Ülkütaş, 2012)’ ya göre dış fon seçiminde borçlanmanın hisse senedi ihracına göre tercih edilmesinin nedeni, borcun hisse senedi ihracına göre daha az maliyetli olması ve hisse senetleri sahipleri projeyi daima kontrol etme ihtiyacı duyarlarken, borç vericilerin sadece finansal sıkıntı durumunda yatırımı kontrol etme ihtiyacı duymalarıdır.

Finansal hiyerarşi teorisinde, işlem maliyetleri ve asimetrik bilgi, finansman kaynaklarının seçiminde önemli bir rol oynamaktadır. Buna göre, borçla finansmandaki işlem maliyetleri yeni hisse senedi ihracından daha düşük olduğu için, firmalar öncelikle iç fonları, daha sonra borçları ve en son olarak da hisse senedi ihracını tercih etmektedirler. Dolayısıyla borçla finansman bile yeni hisse senedi ihracından önce gelmektedir (Yakar, 2011). Finansman Hiyerarşisi Teorisinin temelinde, yatırımcılar ile işletme arasındaki bilgi asimetrisi sorunu yatmaktadır. Yatırımcılar, yöneticilerin, hisse senetleri aşırı fiyatlı olduğunda hisse senedi ihraç edeceklerini (çıkacaklarını), düşük fiyatlı olduğunda ise borçlanacaklarını varsaydıklarından, işletme borç kapasitesini tüketmeden hisse senedi satın almayacaklar ve böylece yatırımcılar, işletmeyi finansal hiyerarşiyi takip etmeye zorlayacaklardır, (Kula 2001'den aktaran Gülşen ve Ülkütaş, 2012).

Hiyerarşi teorisi, en kârlı firmaların neden genellikle daha az borç kullandığını açıklamaktadır. Bunun nedeni hedef borç/öz sermaye oranlarının düşük olması değil, dışsal fonlara ihtiyaç duyulmamasıdır. Daha az kârlı firmalar borçlanırlar. Çünkü yatırım projeleri için yeterli içsel fonları yoktur ve hiyerarşi teorisine göre de borç ilk sıradaki dışsal finansman kaynağıdır (Brealey 1997'dan aktaran Ata ve Ağ, 2010)

Yapılmış olan çeşitli çalışmalar, Myers ve Majluf'ın ulaştığı sonuçların doğruluğunu desteklemektedir. Kester; Friend ve Lang (1986 ve 1988'dan aktaran Eriotis vd., 2007) ve Omowunmi, (2012) yaptığı çalışmalarında sermaye yapısı ile karlılık arasında negatif bir ilişki olduğunu elde etmişlerdir.

## 2.2. Firma Performansı

Bir firmanın performansı, kendi kaynaklarını ne kadar etkin ve verimli bir şekilde kullandığını gösteren bir ölçüdür (Ogebe vd., 2013). Performans kimin ve neyin ölçüsü olduğunu bağlı olarak çeşitli biçimler alabilir. Yatırımcılar ve paydaşlar, bilinçli karar verebilmek için farklı performans göstergelerine gerek duymaktadır (Stephen, 2012).

Francis vd., (2013) Latin Amerikalı ve Karayipli firmalarının performansını ölçmek için bir kurumsal araştırma yapmışlardır. Araştırmacılar iki boyut kullanmıştır. İlk olarak, **reel işgücü verimliliği artışı** (işçi başına reel satış yıllık büyüme oranı) bir vekil (Proxy) olarak bir firmanın emek girdilerini nasıl etkin bir şekilde kullandığını, ikinci ise, **istihdam büyüme** emek emilimini üretim sürecindeki bir ölçüsü olarak kullanılır. Her iki ölçü yıllık büyüme oranları olarak ifade edilmektedir.

Firma performansını ölçmek amacıyla, çalışmamız Finansal Performans ve Piyasa Performansı olarak iki ana ölçüt kullanmıştır.

Bir kuruluşun finansal pozisyon gücüne **finansal performans** denir (Leon, 2013). Firmaların performanslarını belirlemek, değerlendirmek ve geçmiş verileriyle ya da rakip firmalarla karşılaştırabilmek için kullandıkları tablolara Finansal tablolar denilmektedir. Finansal oranlar, firmanın finansal tablolarını kullanarak firma hakkında daha detaylı bilgi edinilmesini sağlamaktadır. Finansal oranların en önemlileri ise: likidite, kaldıraç, karlılık ve piyasa değeri oranları olarak sınıflandırılmaktadır (Ercan ve Ban, 2005).

Çalışmada, Öz sermaye karlılığı oranı (**ROE**), Aktif karlılığı oranı (**ROA**) finansal performans ölçüsü olarak kullanılmaktadır. Öte yandan, Pay başına kar (**EPS**) ve **Tobin q** oranı değişkenleri Pazar performansı ölçüsü olarak kullanılmıştır.

### 2.3. Ampirik Çalışmalar

Modigliani ve Miller, sermaye yapısı ile firmanın değeri, karlılığı ve performansı arasındaki ilişkiyi incelemek için birçok araştırmacıya yol göstermiştir. Bunlardan bazıları şöyle özetlenebilir:

Abor , (2005), yaptığı çalışmada Gana Menkul Kıymetler Borsası (GSE)'nda işlem gören firmaların sermaye yapısı ve karlılıkları arasındaki ilişkiyi regresyon analizi ile incelenmiştir. Çalışmada, kısa vadeli borçların toplam aktiflere oranı (STDTA) ile öz sermaye karlılığı (ROE) arasında pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur. Uzun vadeli borçların toplam aktiflere oranı (LTDTA) ile öz sermaye karlılığı (ROE) arasında ise negatif bir ilişki olduğu ve son olarak toplam borçların toplam aktiflere oranı (TDTA) ile öz sermaye karlılığı ROE arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Zeitun ve Tian, (2007), 1989-2003 döneminde 167 Ürdünlü firma için sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisini panel veri analizi kullanarak incelemiştir. Çalışmada, kısa vadeli borçların toplam aktiflere oranı (STDTA) ile piyasa performans ölçüsü olan Tobin Q oranı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur. Ancak çalışmanın bulguları, sermaye yapısı ile firma performansı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.



Amara ve Aziz, (2014), Iavorskyi, (2013) ve Hasan vd.,(2014) de sermaye yapısı ve firmanın performansı arasında negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Ebaid, (2009), 1997-2005 döneminde Mısır borsasında kote olan firmaları ele aldığı çalışmasında, sermaye yapısı tercihinin firma performansı üzerindeki etkisini çoklu regresyon analizi kullanarak araştırmıştır. Sermaye yapısı ile (özellikle STDTA ve TDTA) firma performans ölçüsü olan ROA arasında negatif bir ilişki olduğu, ancak sermaye yapısının (STDTA, LTDTA ve TDTA) ROE ile ölçülen firmanın performansı üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır.

Ebrati vd., (2013) çalışmalarında 2006-2011 döneminde Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda listelenen 85 firmayı ele alarak sermaye yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çoklu regresyon analizi kullanan çalışmada, sermaye yapısı ile Pay başına kar (EPS) ve Aktif Karlılığı (ROA) arasında negatif bir ilişki olduğu, öte yandan sermaye yapısı ile Öz kaynak Karlılığı (ROE) ve Tobin Q oranı arasında pozitif bir ilişki olduğu bulunmuştur.

Borsa İstanbul'da kote olan 129 firmanın sermaye yapılarının karlılıkları üzerindeki etkisini analiz eden Demir ve Baştürk, (2009) sermaye yapısındaki herhangi bir değişikliğin Türk-yatırım şirketlerinin net gelirleri ve EPS'leri üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmıştır. Aynı zamanda, Salteh ve Ghanavati, (2012) sermaye yapısı ile ROA ve EPS arasında negatif bir ilişki olduğunu bulmuştur.

14 farklı Avrupa ülkesindeki perakendeciden gelen verileri kullanarak, Gleason ve Mathur, (2000), sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Finansal ve operasyonel performans ölçüleri kullanılarak, sermaye yapısının firma performansı üzerinde önemli bir olumsuz etkiye sahip olduğu

bulunmuştur. Bu negatif ilişki, vekalet sorunlarının sermaye yapısındaki borç oranının uygun seviyelerden daha yüksek bir oranda kullanılmasına ve böylece düşük performansa yol açabilmektedir.

Khan, (2012), 2003-2009 döneminde Pakistan borsasında kote olan ve mühendislik sektöründe faaliyet gösteren firmalar için, sermaye yapısı kararları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmanın bulguları, kısa vadeli borçların toplam aktiflere oranı (STDTA) ve toplam borçların toplam aktiflere oranı (TDTA) tarafından ölçülen finansal kaldıraç ile Aktif Karlılığı (ROA), brüt kar marjı ve Tobin Q oranı tarafından ölçülen firma performansı arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Muritala, (2012), 2006-2010 döneminde Nijerya'da listelenen finansal olmayan 10 firmayı seçerek sermaye yapısının firma performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada en Küçük Kareler yöntemi kullanılarak aktif devir hızı, firma büyüklüğü ve firma yaşıyla firma performansı arasında pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Diğer taraftan, çalışmanın bulguları, bir performans ölçüsü olarak ROA ile varlık somutluğu (asset tangibility) arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Velnampy ve Niresh, (2012) sermaye yapısı ve karlılık arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. 2002-2009 dönemi arasında listelenen 10 Sri Lankalı bankayı inceleyen çalışmanın sonuçları, toplam borçla öz kaynak kârlılığı arasındaki ilişkinin negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir. Gupta vd., (2010) ve (Manawaduge, Zoysa, & Chowdhury, 2011) Sri Lanka'da yaptıkları çalışmada benzer sonuçlar elde ederek sermaye yapısı ile firma performansı arasında negatif ilişki saptamışlardır.

Margaritis ve Psillaki, (2010), 2003-2005 dönemi boyunca Fransız imalat firmalarından alınan bir örnekleme kullanarak sermaye yapısı, ortaklık yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. kantil regresyon (quantile regression) analizi kullanılarak finansal kaldıracın firmaların verimliliğinde olumlu bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur.

Fosu, (2013), 1998-2009 döneminde 257 Güney Afrikalı firmayı panel veri analizi ile inceleyerek finansal kaldıracın firma performansı üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu bulmuştur.

Tianyu, (2013), hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısının performanslarına olan etkisini incelemiştir. 2003-2012 döneminde Almanya ve İsveç'te listelenen 1200 firma ve Çin'de listelenen 1000 firma arasından bir örneklem seçilerek çalışmada kullanılmıştır. Çalışma, EKK regresyon yöntemi uygulayarak, 2008 yılında meydana gelen finansal kriz öncesi iki Avrupa ülkesinde (Almanya ve İsveç), sermaye yapısının, firmaların performansı üzerindeki etkisinin anlamlı ve pozitif olduğunu ortaya koyarken, Çin'deki firmaların performansı üzerindeki etkisinin anlamlı ve olumsuz olduğunu ortaya koymaktadır.

Salim ve Yadav, (2012) yaptıkları çalışmada sermaye yapısı ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Çalışmada, 1995-2011 döneminde Malezya Menkul Kıymetler borsasında listelenen 237 firma panel veri analizi ile incelenmiştir. Çalışmanın bulguları, ROA, ROE ve EPS ile ölçülen firma performansı ile Kısa Vadeli Borç (STDTA), Uzun Vadeli Borç (LTD), Toplam Borç (TD) arasında negatif ilişki olduğunu göstermektedir. Bulgular, Tobin Q oranı ile STDTA ve LTDTA

arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koyarken, Tobin Q oranı ile TD arasındaki anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Kabakçı, (2008), altı yıllık süre boyunca (2000-2005) sermaye yapısı ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda kote olan firmaların karlılığı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bulgular, ROE ile STDTA ve LTDTA arasında negatif ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Doğan, (2013), 2005-2011 yıllarında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'de faaliyet gösteren sigorta şirketlerinin sermaye yapısının karlılıkları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada, sigorta şirketlerinin yaşı ile karlılıkları arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Toraman vd., (2013), 2005-2011 yıllarını içeren araştırmalarında, Türkiye'de faaliyette bulunan 28 imalat şirketinin sermaye yapısı kararları ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmalarının sonucunda, ROA ile STDTA ve LTDTA arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu; buna karşın ROA ile TDTA arasında anlamlı bir ilişki olmadığını tespit etmişlerdir.

### **3. Yöntem**

Bu bölümde, araştırmacı tarafından kullanılan araştırma yöntemi sunulmaktadır.

#### **3.1. Verilerin Toplanması**

Bu çalışmada, Türkiye’de İmalat Sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda, 2008-2013 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören 130 İmalat şirketinin finansal verileri, özellikle bilanço ve gelir tabloları incelenmiştir. Araştırmada kullanılan veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu’nun web sitesinden elde edilmiştir.

#### **3.2. Araştırmanın Evreni**

Borsa İstanbul’da işlem gören ve imalat sektöründe faaliyet gören firmalar araştırmanın evreni olarak belirlenmiş ve bu bağlamda toplam 190 firma içinden, 2008'den 2013'e kadar finansal tabloları mevcut olan 130 firma, bu çalışmada ele alınmıştır.

#### **3.3. Değişkenler**

Türkiye’de İmalat Sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısı ile firma performansları arasındaki ilişkinin incelenmesi amacıyla kullanılan değişkenler aşağıda belirtilmiştir.

##### **3.3.1. Bağımlı değişkenler**

**ROE:** Öz sermaye Karlılığı Oranıdır. Net Dönem Karı, Öz sermayeye bölünerek hesaplanır.

**ROA:** Aktiflerin Karlılığı Oranıdır. Net Dönemi Karı, Aktiflerin toplamına bölünerek hesaplanır.

**EPS:** Pay başına Kar oranıdır. Net Dönem Karı, ödenmiş sermayeye bölünerek hesaplanır.

**Tobin Q oranı (Tobin's Q):** İşletmenin piyasa değerinin mevcut varlıklarının yerine koyma maliyetine oranıdır.

### 3.3.2. Bağımsız değişkenler

**STDTA (Short term debt to total assets) :** Kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı

**LTDTA (Long term debt to total assets) :** Uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı

### 3.3.3. Kontrol değişkenleri

**Satışların büyüme oranı (Growth) :**  $(\text{Cari yılın satışları} - \text{Bir önceki yılın satışları}) / \text{Bir önceki yılın satışları}$ , formülüyle hesaplanır.

**Firma büyüklüğü (Size):** Firma büyüklüğünü temsil etmek üzere satışların logaritması kullanılmıştır.

### 3.4. Tahmin Modeli

Çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören imalat sanayi firmalarının sermaye yapısının firma performansını nasıl etkilediği, panel veri çoklu regresyon analizi yöntemi ile ve STATA 12 programı yardımıyla incelenmiştir.

Çalışmadaki bağımsız değişkenlerinin çoğu ile bağımlı değişkenler ile arasında doğrusal bir ilişki bulunmadığından, araştırmacı tarafından logaritmik doğrusal model kullanılması uygun görülmüştür. Sermaye yapısı ve firmanın performansı arasındaki ilişkiyi tahmin edebilmek amacıyla aşağıdaki regresyon modelleri kullanılmaktadır:

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 (STDTA)_{it} + \beta_2 (LTDTA)_{it} + \beta_3 (Growth)_{it} + \beta_4 (Size)_{it} + u_{it}$$

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 (STDTA)_{it} + \beta_2 (LTDTA)_{it} + \beta_3 (Growth)_{it} + \beta_4 (Size)_{it} + u_{it}$$

$$EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 (STDTA)_{it} + \beta_2 (LTDTA)_{it} + \beta_3 (Growth)_{it} + \beta_4 (Size)_{it} + u_{it}$$

$$Tobin's\ Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 (STDTA)_{it} + \beta_2 (LTDTA)_{it} + \beta_3 (Growth)_{it} + \beta_4 (Size)_{it} + u_{it}$$

ROE: Return on Equity- Öz sermaye Karlılığı oranı

ROA: Return on Assets – Aktif Karlılığı Oranı

EPS: Earnings per share – Pay Başına Kar

STDTA: Short term debt to total assets – Kısa Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Aktiflere oranı

LTDTA: Long term debt to total assets - Uzun Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Aktiflere oranı

Growth: (Cari yılın satışları – Bir önceki yılın satışları)/ Bir önceki yılın satışları

Size: Satışların logaritması

Çalışmada, panel veri analizinde kullanılan farklı model (Rassal etki ve Sabit etki) ele alınmıştır. Modellerin hangisinin daha uygun olduğunun belirlenmesi için F-testi ve Breusch-Pagan Lagrange multiplier (LM) testi kullanılmıştır. LM ve F-testlerin sonuçlarından ikisine (hem Sabit etki hem de Rassal etki) uygun bir model olarak gösterdiğinde, modellerin arasında hangisinin daha etkin ve tutarlı olduğuna karar vermek için Hausman test kullanılmaktadır.

Eğer spesifik etkiler (individual effects) açıklayıcı (bağımsız) değişkenlerle ilişkisiz ise, tesadüfi etkiler (random effects) tahmincisi tutarlı ancak etkindir. Sabit etkiler tahmincisi ise tutarlı ancak etkin değildir. Eğer spesifik etkiler açıklayıcı değişkenlerle ilişkili ise, sabit etkiler tahmincisi tutarlı ve etkindir, ancak tesadüfi etkiler tahmincisi tutarsızdır (Hausman ve Taylor, 1981)



## 4. Veri Analizi ve Bulgular

Veri analizinde tanımlayıcı istatistiksel analiz ve panel veri analizi kullanılmıştır.

### 4.1. Tanımlayıcı İstatistiksel Analizi

Aşağıdaki tabloda (Tablo 1) 2008-2013 dönemi için arasında araştırmada kullanılan başlıca değişkenlerin ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerlerinden oluşan tanımlayıcı istatistikleri sunulmaktadır.

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistiksel Analiz

İstatistik	ROE	ROA	EPS	Tobin Q	STDTA	LTDTA	Growth	Size
Ortalama	0.01	0.03	0.16	0.88	0.37	0.14	0.18	8.17
St.Sapma	0.51	0.27	0.74	1.35	0.47	0.18	1.48	0.78
Maks.	7.09	6.80	2.94	14.63	8.62	2.47	35.50	9.84
Min.	(4.78)	(1.11)	(4.86)	0	0	0	(3.00)	0.69
N	780	780	780	780	780	780	780	780

**Kaynak:** Stata 12.0

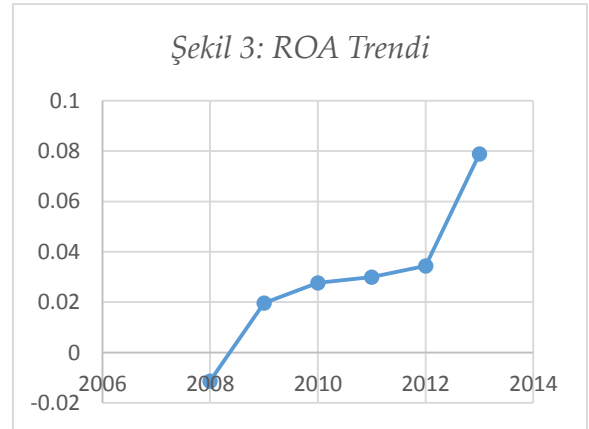
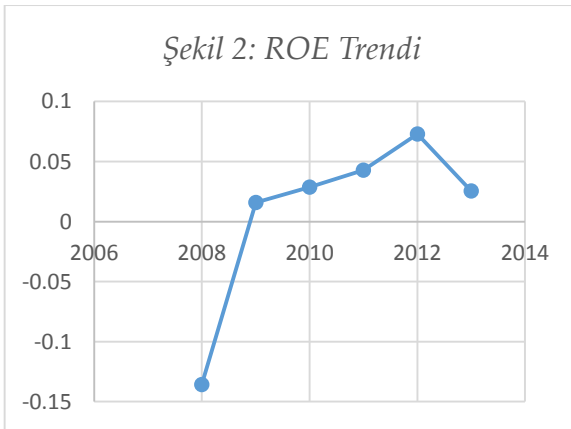
ROE oranı bir şirketin kazanç performansının önemli bir ölçüsüdür ve paydaşların (hissedarların) yatırımlarının ne derece etkin kullanıldığını gösterir. Öz kaynak karlılığının (ROE) ortalama değerinin 0'a yakın olduğu (Tablo 1), ROE'nin zaman içerisinde gelişimine (Tablo 2.) ve (Şekil 2) baktığımızda, ortalama ROE'nin 2013 yılı hariç yıldan yıla yükseldiği görülmektedir.

Tablo 2. Değişkenlerin Yıllık Ortalama Değerleri

Yıl	ROE	ROA	EPS	Tobin q	STDTA	LTDTA	Growth	Size
2008	(0.14)	(0.01)	0.00	0.41	0.37	0.15	0.20	8.14
2009	0.02	0.02	0.08	0.80	0.33	0.14	(0.08)	8.14
2010	0.03	0.03	0.21	1.22	0.38	0.11	0.15	8.13
2011	0.04	0.03	0.21	0.93	0.40	0.12	0.25	8.20
2012	0.07	0.03	0.23	1.09	0.41	0.12	0.43	8.21
2013	0.03	0.08	0.20	0.84	0.36	0.17	0.12	8.19
Toplam	0.01	0.03	0.16	0.88	0.37	0.14	0.18	8.17

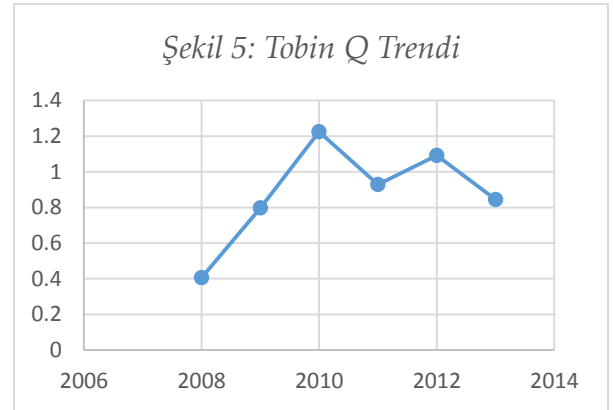
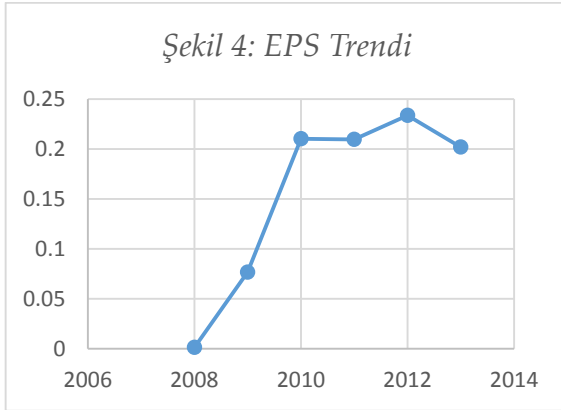
Kaynak: Stata 12.0

Aktiflerin getiri oranı (ROA) için ortalama değer yaklaşık %3'tür. ROA'nın zaman içerisinde gelişimine (Tablo 2) ve (Şekil 3) baktığımızda ortalama ROA'nın, ROE gibi, yıldan yıla yükseldiği görülmektedir.

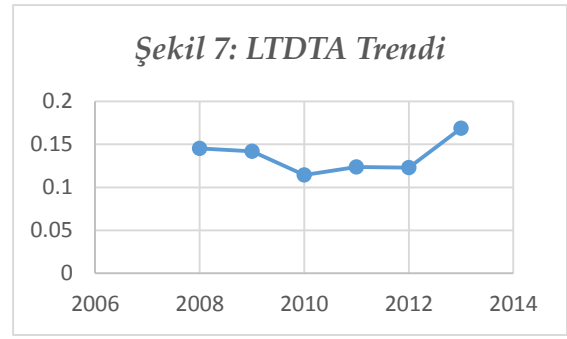
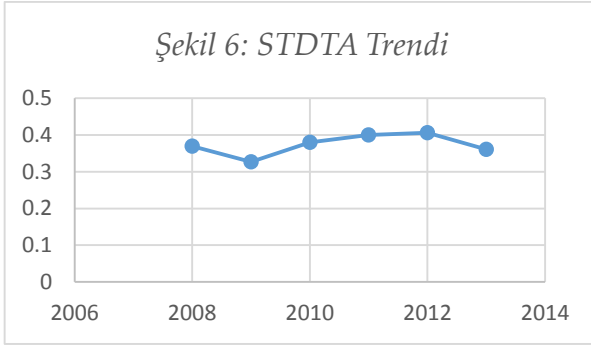


Yukarıda belirttiğimiz rakamlara göre, Türkiye'deki üretim şirketlerinin karlılık açısından (ROE ve ROA) ilgili dönemde düşük bir performans altında çalıştığı, mevcut kaynaklarını en uygun şekilde (optimal) kullanmadığı ve pay sahiplerinin sermaye yatırımlarını verimli bir şekilde kullanmadığı görülürken, ilgili oranların yıldan yıla yükseldiği görülmektedir.

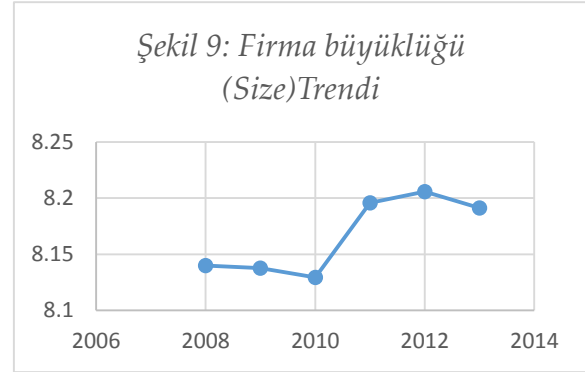
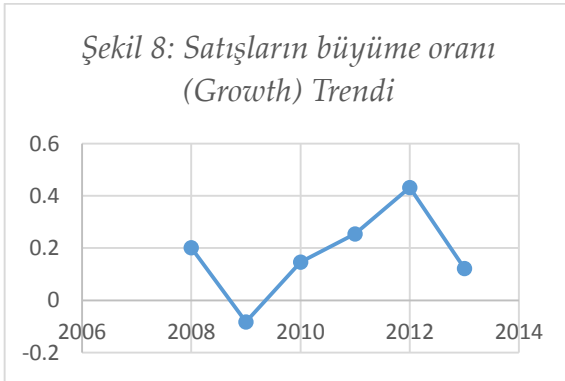
Pay başına kazanç (EPS) yılın sonunda firmaların ortakları tarafından ne kadar kazanıldığını ölçen bir değişkendir. EPS'nin ortalama değeri % 16 olarak hesaplanmıştır. Aşağıda Şekil 4'e baktığımızda 2010 ve 2011 yıllarında firmaların pay sahipleri en yüksek kazanç elde ettiklerine görmekteyiz. Genel olarak İmalat firmaların dağıttığı pay başına karları 2008 yılından 2012 ye kadar yükseldiği ancak 2013'te düştüğü görülmektedir.



Tobin Q oranının ortalama değeri 0.88 olarak hesaplanmıştır. Bu değer 1'den küçük olması İstanbul borsasında işlem gören imalat şirketlerinin piyasa değerinin defter değerlerinden daha az olduğunu ifade etmektedir. Yukarıdaki şekle (Şekil 5) baktığımızda, 2010 ve 2012 yıllarında Tobin Q değerlerinin 1'i geçtiğini görülmektedir, ancak diğer yıllarda 1'in altına kaldığını görülmektedir.



STDTA'nın ve LTDTA'nın ortalama değerlerine göre (sırasıyla 0.37 ve 0.14) veri setindeki firmaların varlıklarını daha çok kısa vadeli borçla finans ettiği gözlenmektedir. Buna göre, Türkiye'deki imalat firmaları toplam varlıklarının yaklaşık % 50'sini borçla finans etmektedir. Aktiflerin finansmanının çoğu kısa vadeli borçlardan (%37) ve bir kısmı da uzun vadeli borçlardan (%14) oluşmaktadır.



Satışların büyüme oranı ve firma büyüklüğünün ortalama değerleri 0,18 ve 8,17 sırasıyla hesaplanmıştır. Yukarıdaki (Şekil 8) firmaların satışlarının büyüme oranının 2009'ta düştüğünü ve ondan sonra 2012 ye kadar hızlı bir şekilde yükseldiğini ve 2013 ve 2014 yıllarında yine düştüğünü göstermektedir. Firma büyüklüğüne baktığımızda (Şekil 9) 2011-2013 döneminde firma büyüklüğünün 2008-2010 dönemine göre daha yüksek gerçekleştiği görülmektedir.

## 4.2. Panel Veri Analizi

Öncelikle panel veri modellerinden sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinin hangisinin uygun olduğunu belirlemek üzere, her bir regresyon denklemi için, LM testi ve F testi uygulanmıştır.

*Tablo 3. Panel Veri Analizindeki Tahmin Modellerine İlişkin Testler (Sabit ve Rassal Etkiler)*

Değişkenler	LM test p değeri	F testi p değeri	Uygun Modeller
ROE	0.0051	0.0011	Sabit ve Rassal
ROA	0.0183	0.0044	Sabit ve Rassal
EPS	0.0000	0.0000	Sabit ve Rassal
Tobin Q	0.0000	0.0000	Sabit ve Rassal

Tablo 3'teki sonuçlara göre LM test ve F-testi sonuçlarına bakıldığında ki-kare p değeri % 5'ten küçük olduğu için, hem sabit etkiler modeli hem de rassal etkiler modelinin uygun modeller olduğu görülmektedir. Bu modellerden hangisinin daha etkin ve tutarlı bir sonuç gösterdiği seçebilmek için Hausman test kullanılmıştır.

*Tablo 4. Hausman testi*

Değişkenler	Hausman testi p değeri	Etkin ve tutarlı model
ROE	0.0132	Sabit etkiler
ROA	0.0000	Sabit etkiler
EPS	0.1915	Rassal etkiler
Tobin Q	0.7722	Rassal etkiler

Hausman testinin karar kuralına göre, eğer ki-kare olasılık değeri p %5'ten küçükse Sabit etkiler modeli etkin ve tutarlı bir model olarak tercih edilir, ancak ki-karenin p değeri % 5'ten fazla ise bu durumda rassal etkiler modeli tercih edilecektir. Bulgulara göre, ROE ve ROA değişkenlere göre sabit etkiler modeli, EPS ve Tobin Q değişkenleri için de Rassal etkiler modeli etkin ve tutarlı bir model olarak seçilmiştir.

Ancak, araştırmada yatay-kesit verilerinden kaynaklanan değişen varyans sorunu (heteroskedasticity) ve zaman serisi verilerinden kaynaklanan otokorelasyon sorunu bulunmuştur ve bu sorunların çözülmesi için Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi-EGEKK (Feasible Generalized Least Squares-FGLS) kullanılmıştır (Wooldridge, 2002). 5. bölümde araştırma bulguları sunulan modeller, bu yöntem ile oluşturulan modellerdir.

## 5. Araştırma Bulguları ve Tartışma

Bu bölümde, Borsa İstanbul'da işlem gören 130 imalat firmasının 2008-2013 dönemi verileri ile yürütülen çalışmanın bulguları tartışılmaktadır. Araştırma hedeflerine ve hipotezlerine dayanarak elde edilen önemli bulgular bu bölümde özetlenmiştir.

### 5.1. Sermaye Yapısı ile Sermaye Karlılığı (ROE) Arasındaki İlişki

Tablo 5. Sermaye Yapısı ile Sermaye Karlılığı (ROE) Arasındaki İlişki

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: homoscedastic

Correlation: no autocorrelation

Estimated covariance	=	1	Number of obs	=	780
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	130
Estimated coefficients	=	5	Time periods	=	6
			Wald chi2 (4)	=	26.62
Log likelihood	=	288.1881	Prob > chi2	=	0.0000

lnROE	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lnSTDTA	-.0825693	.0940938	-0.88	0.380	-.2669898	.1018512
lnLTDTA	-.8571778	.1876618	-4.57	0.000	-1.224988	-.4893675
lnGrowth	.0647436	.0478956	1.35	0.176	-.02913	.1586172
Size	.0043894	.0077015	0.57	0.569	-.0107053	.0194841
_cons	2.979525	.3422724	8.71	0.000	2.308683	3.650367

Kaynak: Stata 12.0

Çalışmanın ilk hipotezinde, kısa vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı yani STDTA ile ROE tarafından ölçülen firma performansı arasında bir ilişki olduğu öngörülmektedir. EGEKK modelinin Tablo 5'te sağladığı bulgulara bakıldığında, modelin istatistiksel olarak anlamlı bir model olduğu, ancak STDTA firmaların öz sermaye karlılığı (ROE) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı görülmektedir.

Ampirik çalışmanın sonuçları incelendiğinde, Sermaye yapısı ile öz sermaye karlılığı (ROE) arasında anlamlı bir ilişki olmadığını tespit edilerek; Ebaid, (2009) ile aynı yönde, buna karşın Salim ve Yadav, (2012) ile zıt yönde sonuçlar belirlenmiştir

Çalışmanın ikinci hipotezi ile Uzun vadeli borç ve Öz kaynak Getirisi arasında bir ilişki olup olmadığı sorgulanmaktadır. Çalışmanın bulguları (Tablo 5) Uzun vadeli borç LTDTA ve ROE arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Bulgular Abor, (2005) ve Khan, (2012) tarafından gerçekleştirilen araştırmalardan elde edilen bulgulara benzemektedir. Öte yandan, Ahmad ve diğerleri (2012) ve Myers ve Majluf, (1984) ise LTDT ve ROE arasında pozitif ve anlamlı bir korelasyon olduğunu bulmuşlardır.



## 5.2. Sermaye Yapısı ile Aktif Karlılığı (ROA) Arasındaki İlişki

Tablo 6. Sermaye Yapısı ile Aktif Karlılığı ( ROA) Arasındaki İlişki

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: homoscedastic

Correlation: no autocorrelation

Estimated covariance	=	1	Number of obs	=	780
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	130
Estimated coefficients	=	5	Time periods	=	6
			Wald chi2 (4)	=	39.28
Log likelihood	=	1428.87	Prob > chi2	=	0.0000

lnROA	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lnSTDTA	-.0612118	.0217993	-2.81	0.005	-.1039377	-.0184858
lnLTDTA	.2377347	.0434769	5.47	0.000	.1525217	.3229478
lnGrowth	.0201889	.0110963	1.82	0.069	-.0015595	.0419372
Size	.0021524	.0017843	1.21	0.228	-.0013447	.0056495
_cons	1.267051	.0792965	15.98	0.000	1.111633	1.42247

Kaynak: Stata 12.0

Çalışmanın üçüncü hipotezi, Kısa vadeli yabancı kaynaklarının toplam aktiflere oranı, yani STDTA ile ROA tarafından ölçülen firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığına ilişkindir. EGEKK modeli ile elde edilen bulgularda (Tablo 6) modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Bulgular, STDTA ile firmaların aktif karlılığı (ROA) arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Çalışmanın bulguları, Ebaid (2009), Zeitun ve Tian (2007) 'un çalışmaları ile uyum gösterirken, San ve Heng, (2011) çalışması ile uyum göstermemektedir.

Çalışmanın dördüncü hipotezi, uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı yani LTDTA ile ROA tarafından ölçülen firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı ile ilgilidir. Yukarıdaki tabloda (Tablo 6) LTDTA ve ROA arasında pozitif ve anlamlı ilişki olduğu gözlenmektedir.

Ahmad ve diğerleri., (2012), Salim ve Yadav, (2012), Zeitun ve Tian, (2007) ve Hasan vd., (2014) LTDTA ile ROA arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit ettiği halde, Frank ve Goyal, (2003) Hadlock ve James, (2002) Berger ve Bonaccorsi di Patti, (2006) yaptığı çalışmalarda bu araştırmanın bulgularına benzer şekilde LTDTA ile ROA arasında pozitif ve anlamlı ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

### 5.3. Sermaye Yapısı ile Pay Başına Kar (EPS) Arasındaki İlişki

Tablo 7. Sermaye Yapısı ile Pay Başına Kar (EPS) Arasındaki İlişki

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: homoskedastic

Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances	=	1	Number of obs	=	780
Estimated autocorrelations	=	0	Number of groups	=	130
Estimated coefficients	=	5	Time periods	=	6
			Wald chi2(4)	=	25.42
Log likelihood	=	80.59365	Prob > chi2	=	0.0000

lnEPS	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lnSTDTA	-.3866566	.1227855	-3.15	0.002	-.6273118	-.1460014
lnLTDTA	-.7007851	.2448848	-2.86	0.004	-1.18075	-.2208197
lnGrowth	.0569092	.0625002	0.91	0.363	-.065589	.1794073
Size	.0093127	.0100499	0.93	0.354	-.0103848	.0290101
_cons	3.203938	.4466404	7.17	0.000	2.328539	4.079337

Kaynak: Stata 12.0

Çalışmanın beşinci hipotezi ile kısa vadeli yabancı kaynaklarının toplam aktiflere LTDTA ile pay başına kar (EPS) tarafından ölçülen firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığı test edilmektedir. Aşağıdaki tabloda yer alan bulgular (Tablo 7) modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğunu, STDTA ile EPS arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Çalışmanın bulguları San ve Heng (2011)'in çalışması ile uyum göstermektedir, Öte yandan Saeedi ve Mahmoodi (2011) ve Hasan vd., (2014) STDTA ile EPS arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

Çalışmanın altıncı hipotezi, uzun vadeli yabancı kaynakların toplam aktiflere oranı yani LTDTA ile pay başına kar (EPS) tarafından ölçülen firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığına ilişkindir. Yukarıdaki tabloda modelin % 96 güven aralığında anlamlı olduğu, LTDTA ile EPS arasında negatif bir ilişki olduğu görülmektedir.

Bulgular, Salteh ve Ghanavati, (2012)'nin çalışmasına benzerlik göstermektedir. Öte yandan, Hasan vd., (2014) LTDTA ve EPS arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu bulmuşlardır.

#### 5.4. Sermaye Yapısı ile Tobin Q Oranı Arasındaki İlişki

Tablo 8. Sermaye Yapısı ile Tobin Q Oranı Arasındaki İlişki

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares  
Panels: homoskedastic  
Correlation: no autocorrelation

Estimated covariances = 1      Number of obs = 780  
Estimated autocorrelations = 0      Number of groups = 130  
Estimated coefficients = 5      Time periods = 6  
Wald chi2(4) = 32.42  
Log likelihood = 319.3973      Prob > chi2 = 0.0000

lnTobinsq	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
lnSTDTA	-.2597345	.0904033	-2.87	0.004	-.4369217	-.0825473
lnLTDTA	-.7361798	.1803013	-4.08	0.000	-1.089564	-.3827957
lnGrowth	-.0167387	.046017	-0.36	0.716	-.1069304	.073453
Size	-.0106053	.0073994	-1.43	0.152	-.0251079	.0038974
_cons	3.562654	.3288479	10.83	0.000	2.918124	4.207184

Kaynak: Stata 12.0

Çalışmanın yedinci hipotezi, kısa vadeli yabancı kaynaklarının toplam aktiflere oranı STDTA ile Tobin Q oranı tarafından ölçülen firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığına ilişkindir. EGEKK modeli ile elde edilen bulgular, STDTA ile Tobin Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Çalışmanın bulguları Khan (2012)'ın bulguları ile uyum gösterirken, STDTA ile Tobin Q arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit eden Zeitun ve Tian, (2007), ve Manawaduge vd.,(2011)'in çalışmalarının bulguları ile çelişmektedir.

Çalışmanın sekizinci hipotezi, uzun vadeli yabancı kaynaklarının toplam aktiflere oranı LTDTA ile Tobin Q oranı tarafından ölçülen firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olmadığını farz etmiştir. EGEKK modeli LTDTA ile Tobin Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Çalışmanın bulguları, Khan, (2012) ve Martis, (2013)'in çalışmalarıyla benzer sonuçları işaret etmektedir. Bulgular, LTDTA ile Tobin Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı pozitif bir ilişki olduğunu tespit eden Salim ve Yadav, (2012) ve Ebrati vd.,(2013)'ın bulguları ile çelişmektedir.

Çalışmanın dokuzuncu hipotezi, satışların büyüme oranı ile firma performansı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olup olmadığına ilişkindir. Çalışmanın bulguları satışların büyüme oranı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığı ortaya koymaktadır.

Zeitun ve Tian, (2007), Memon vd., (2012) ve Ahmad vd., (2012) satışların büyüme oranı ile (ROA) arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu tespit ederken, Abor (2007)'un çalışması satışların büyüme oranı ile (ROA) arasında anlamlı ve negatif bir ilişki olduğunu bulmuştur.

Çalışmanın onuncu hipotezi, firma büyüklüğü ile firma performansı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olup olmadığı sınırlanmıştır. Bulgular, firma büyüklüğü ile firma performans arasında anlamlı bir ilişki olmadığını göstermektedir. Salim ve Yadav, (2012), Ebaid, (2009)'ın çalışmaları ile uyumlu gösterirken, Gleason ve Mathur, (2000), ve Abor, (2007)'un bulgularıyla uyum göstermemektedir.

## 6. Sonuç ve Öneriler

### 6.1. Sonuç

Bu çalışmada, Türkiye'deki İmalat Sektöründe faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisinin ölçülmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda, 2008-2013 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören 130 şirketin finansal verileri, panel veri analizi yöntemiyle analiz edilmiştir.

Öz sermaye karlılığı (ROE), aktif karlılığı (ROA), pay başına kar (EPS) ve Tobin Q çalışmada bağımlı değişkenler olarak ele alınmıştır. Kısa vadeli yabancı kaynaklarının aktif toplamına oranı (STDTA) ve uzun vadeli yabancı kaynakların aktif toplamına oranı (LTDTA) sermaye yapısını ölçen bağımsız değişkenler olarak kullanılırken, satışların büyüme oranı ve firma büyüklüğü kontrol değişkenleri olarak seçilmiştir.

Tanımlayıcı analiz, Türkiye'deki imalat firmalarının toplam varlıklarının yaklaşık % 50'sini borçla finans ettiğini göstermektedir. Aktif finansmanının çoğu kısa vadeli borçtan (%37), kalan kısmı ise uzun vadeli borçtan (%14) oluşmaktadır.

Çalışmanın bulguları, kısa vadeli yabancı kaynakların aktif toplamına oranı (STDTA) ile öz sermaye karlılığı (ROE) arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki olmadığını gösterirken, STDTA ile aktif karlılığı (ROA), Pay başına kazanç (EPS) ve Tobin Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu gözlenmektedir.

Uzun vadeli yabancı kaynaklarının aktif toplamına oranı (LTDTA) ile ROE, EPS ve Tobin Q oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki olduğu görülürken, LTDTA ile ROA arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu gözlenmektedir.

Öte yandan, satışların büyüme oranı ve firma büyüklüğü ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olmadığını gözlenmektedir.

Sonuç olarak, çalışmanın bulgularında, çoğunlukla, sermaye yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu gözlenmektedir. Sonuçlara göre, firmaların yatırım için öz sermayelerinden daha çok borç kullanması, düşük performansa neden olmaktadır.

Regresyon modellerindeki bağımsız değişkenlerin beta katsayıları Tablo 9'da özetlenmiştir.

*Tablo 9. Çalışmanın özet sonuçları*

Değişken	ROE	ROA	EPS	Tobin Q
STDTA	-.083	-.061***	-.387***	-.260***
LTDTA	-.857***	.238***	-.701***	-.736***

\* p<0.05; \*\* p<0.01; \*\*\* p<0.001

Bu bulgular, Zeitun ve Tian, (2007), Mohamad ve Abdullah, (2012), Moscu, (2014) ve Mwangi, (2014) çalışmalarıyla uyum gösterirken, finansal hiyerarşi teorisini de desteklemektedir. Bu yaklaşıma göre, imalat sektöründe faaliyet gösteren ilgili işletmeler önceliği içsel kaynaklara vermekte daha sonra dışsal finansman



kaynaklarına yönelmeyi tercih etmektedirler. Öte yandan, Fosu, (2013) ve Ramezani vd., (2013) farklı sonuçlar elde ederek sermaye yapısı ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve olumlu bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır.

## **6.2. Öneriler:**

Çalışmanın bulgularına dayanarak aşağıdakileri önerilerde bulunulabilir:

Türkiye'deki imalat firmaların finansal performansı ve piyasa performansı güçlendirmek amacıyla optimum sermaye yapısını kullanılmasını gerekmektedir. Firmalar, finansman ettiklerinde öz kaynaklarını borçtan daha fazla kullanmalıdır. Bunun yanı sıra, firma değerini maksimize etmek için uzun vadeli borç yerine kısa vadeli borç tercih etmelidir. Son olarak, Çalışma sadece İstanbul borsasında listelenen imalat firmaları ile sınırlı olduğundan, sermaye yapısının firma performansı üzerindeki etkisini incelemek için daha fazla araştırma yapılmalıdır.

## Ekler

### Ek 1: Değişkenlerin Hesaplaması

FIRMS	YEARS	ROE	ROA	EPS	Tobinq	STDTA	LTDTA	Growth	Size
ADANA	2008	0.21	0.19	0.42	0.44	0.06	0.01	-0.02	8.75
ADANA	2009	0.13	0.12	0.02	0.93	0.04	0.02	-0.03	8.80
ADANA	2010	0.16	0.14	0.30	2.00	0.12	0.02	0.05	8.86
ADANA	2011	0.12	0.11	0.23	1.32	0.11	0.02	0.03	8.85
ADANA	2012	0.14	0.12	0.26	1.62	0.13	0.02	-0.08	8.86
ADANA	2013	0.10	0.09	0.20	1.57	0.07	0.02	0.37	8.86
ADEL	2008	0.28	0.23	1.74	0.31	0.14	0.05	0.11	7.78
ADEL	2009	0.27	0.23	2.11	0.81	0.12	0.04	0.17	7.86
ADEL	2010	0.29	0.24	2.76	1.53	0.13	0.04	0.27	7.96
ADEL	2011	0.28	0.23	1.30	2.12	0.14	0.04	0.22	8.05
ADEL	2012	0.23	0.19	1.10	2.34	0.17	0.04	0.17	8.12
ADEL	2013	0.35	0.26	1.31	1.84	0.13	0.13	0.17	8.29
AFYON	2008	0.07	0.06	0.30	4.68	0.11	0.04	-0.21	7.81
AFYON	2009	-0.01	-0.01	-0.06	13.10	0.09	0.04	-0.19	7.79
AFYON	2010	0.01	0.01	0.00	8.98	0.14	0.04	0.38	7.81
AFYON	2011	-0.11	-0.10	-0.02	4.98	0.12	0.02	0.01	7.74
AFYON	2012	-0.19	-0.15	-0.02	4.53	0.13	0.06	-0.10	7.68
AFYON	2013	0.05	0.04	0.01	3.11	0.16	0.06	0.35	7.71
AKCNS	2008	0.14	0.09	0.54	0.33	0.17	0.16	0.15	9.05
AKCNS	2009	0.09	0.06	0.39	1.01	0.17	0.13	-0.12	9.07
AKCNS	2010	0.07	0.05	0.31	1.08	0.14	0.17	0.15	9.09
AKCNS	2011	0.11	0.08	0.52	0.97	0.23	0.08	0.24	9.11
AKCNS	2012	0.13	0.09	0.63	1.35	0.29	0.05	0.05	9.14
AKCNS	2013	0.16	0.11	0.82	1.53	0.26	0.07	0.14	9.17
ATEKS	2008	-0.17	-0.10	-0.68	0.12	0.33	0.10	0.11	8.25
ATEKS	2009	-0.01	-0.01	-0.05	0.42	0.32	0.05	0.07	8.20
ATEKS	2010	-0.06	-0.05	-0.49	0.42	0.17	0.05	0.00	8.38
ATEKS	2011	0.00	0.00	0.02	0.34	0.15	0.08	0.15	8.40
ATEKS	2012	0.03	0.02	0.24	0.56	0.17	0.05	-0.28	8.41
ATEKS	2013	-0.10	-0.07	-0.71	0.42	0.17	0.05	0.02	8.38
AKSA	2008	0.10	0.06	0.66	0.07	0.24	0.13	0.01	9.05
AKSA	2009	0.07	0.04	0.27	0.17	0.27	0.13	0.05	9.11

<b>AKSA</b>	2010	0.07	0.06	0.31	0.53	0.04	0.18	0.44	6.00
<b>AKSA</b>	2011	0.11	0.06	0.52	0.39	0.26	0.22	0.28	6.22
<b>AKSA</b>	2012	0.17	0.11	0.91	0.51	0.28	0.10	-0.03	6.19
<b>AKSA</b>	2013	0.13	0.08	0.76	0.75	0.34	0.08	0.08	6.26
<b>ALCAR</b>	2008	0.11	0.09	2.11	0.25	0.20	0.03	0.01	8.41
<b>ALCAR</b>	2009	0.05	0.04	0.97	0.45	0.14	0.03	-0.14	8.39
<b>ALCAR</b>	2010	0.04	0.03	0.81	0.67	0.12	0.04	0.06	8.41
<b>ALCAR</b>	2011	0.20	0.16	1.86	0.96	0.16	0.04	0.32	8.52
<b>ALCAR</b>	2012	0.09	0.07	2.40	1.20	0.15	0.03	0.08	8.54
<b>ALCAR</b>	2013	0.11	0.09	1.00	0.72	0.15	0.03	0.05	8.58
<b>ALKIM</b>	2008	0.15	0.13	0.90	0.42	0.12	0.05	0.04	8.24
<b>ALKIM</b>	2009	0.13	0.11	0.82	0.72	0.11	0.05	0.00	8.27
<b>ALKIM</b>	2010	0.08	0.06	0.52	0.76	0.16	0.11	0.10	8.33
<b>ALKIM</b>	2011	0.12	0.08	0.82	0.66	0.18	0.16	0.22	8.42
<b>ALKIM</b>	2012	0.08	0.06	0.61	1.09	0.20	0.12	0.05	8.42
<b>ALKIM</b>	2013	0.09	0.06	0.67	1.27	0.23	0.08	0.08	8.44
<b>ALKA</b>	2008	0.09	0.07	0.17	0.48	0.14	0.06	-0.01	8.08
<b>ALKA</b>	2009	0.09	0.07	0.17	0.49	0.14	0.05	0.04	8.10
<b>ALKA</b>	2010	0.03	0.02	0.00	0.51	0.19	0.05	0.11	8.11
<b>ALKA</b>	2011	0.11	0.09	0.00	0.39	0.15	0.08	0.18	8.14
<b>ALKA</b>	2012	0.07	0.05	0.00	0.44	0.19	0.09	0.00	8.16
<b>ALKA</b>	2013	0.04	0.03	0.00	0.38	0.27	0.06	-0.05	8.19
<b>ALYAG</b>	2008	-0.33	-0.10	0.00	0.30	0.69	0.02	0.64	7.48
<b>ALYAG</b>	2009	-0.23	-0.07	0.00	0.53	0.63	0.05	-0.13	7.46
<b>ALYAG</b>	2010	-0.23	-0.07	0.00	0.95	0.63	0.05	-0.13	7.46
<b>ALYAG</b>	2011	-0.23	-0.06	0.00	0.90	0.67	0.08	0.65	7.60
<b>ALYAG</b>	2012	-0.29	-0.20	0.00	1.68	0.25	0.05	-0.34	7.66
<b>ALYAG</b>	2013	0.06	0.04	0.00	0.69	0.24	0.06	-0.09	7.85
<b>ANACM</b>	2008	0.00	0.00	-0.01	0.19	0.28	0.29	0.18	9.21
<b>ANACM</b>	2009	0.00	0.00	0.00	0.30	0.24	0.30	-0.14	9.20
<b>ANACM</b>	2010	0.11	0.06	0.29	0.48	0.22	0.26	0.24	9.24
<b>ANACM</b>	2011	0.13	0.06	0.39	0.30	0.27	0.27	0.14	9.36
<b>ANACM</b>	2012	0.07	0.03	0.18	0.40	0.33	0.20	0.13	9.38
<b>ANACM</b>	2013	0.08	0.04	0.27	0.23	0.25	0.33	0.04	9.50
<b>AEFES</b>	2008	0.12	0.06	0.69	0.82	0.28	0.23	0.21	6.71
<b>AEFES</b>	2009	0.15	0.08	0.94	1.29	0.27	0.22	0.04	6.73
<b>AEFES</b>	2010	0.18	0.09	1.12	1.78	0.31	0.18	0.09	6.75
<b>AEFES</b>	2011	0.11	0.05	0.76	1.54	0.25	0.25	0.14	6.81

<b>AEFES</b>	2012	0.09	0.06	1.08	1.44	0.17	0.18	-0.09	7.02
<b>AEFES</b>	2013	0.19	0.12	1.41	0.62	0.14	0.26	1.13	7.35
<b>ASUZU</b>	2008	0.00	0.00	0.02	0.18	0.46	0.02	0.05	8.56
<b>ASUZU</b>	2009	-0.11	-0.07	-0.75	0.48	0.37	0.03	-0.48	8.45
<b>ASUZU</b>	2010	-0.03	-0.01	-0.18	0.56	0.49	0.02	0.33	8.52
<b>ASUZU</b>	2011	0.08	0.04	0.53	0.49	0.48	0.02	0.39	8.55
<b>ASUZU</b>	2012	0.01	0.00	0.05	1.10	0.44	0.17	0.13	8.63
<b>ASUZU</b>	2013	0.54	0.31	2.82	0.57	0.37	0.07	0.20	8.81
<b>ARCLK</b>	2008	0.02	0.01	0.09	0.08	0.44	0.27	0.03	6.84
<b>ARCLK</b>	2009	0.18	0.08	0.85	0.31	0.49	0.08	-0.04	6.81
<b>ARCLK</b>	2010	0.15	0.07	0.77	0.62	0.32	0.21	0.05	6.86
<b>ARCLK</b>	2011	0.14	0.07	0.75	0.52	0.49	0.00	0.22	6.86
<b>ARCLK</b>	2012	0.13	0.05	0.77	0.74	0.39	0.23	0.25	7.01
<b>ARCLK</b>	2013	0.14	0.05	0.88	0.69	0.36	0.28	0.05	7.06
<b>ARSAN</b>	2008	-0.27	-0.13	-0.58	0.10	0.45	0.07	0.07	8.22
<b>ARSAN</b>	2009	-0.21	-0.09	-0.37	0.26	0.54	0.02	-0.32	8.18
<b>ARSAN</b>	2010	-0.24	-0.12	-0.53	0.56	0.45	0.03	0.17	8.26
<b>ARSAN</b>	2011	0.06	0.03	0.13	0.24	0.49	0.03	0.00	8.32
<b>ARSAN</b>	2012	0.06	0.06	0.13	0.79	0.93	0.01	0.09	8.04
<b>ARSAN</b>	2013	0.09	0.05	0.18	0.60	0.31	0.10	0.08	8.30
<b>ASLAN</b>	2008	0.07	0.04	1.64	0.10	0.39	0.09	-0.07	8.47
<b>ASLAN</b>	2009	-0.27	-0.13	-4.86	0.20	0.42	0.09	-0.32	8.38
<b>ASLAN</b>	2010	0.02	0.01	0.46	1.18	0.13	0.18	-0.18	8.44
<b>ASLAN</b>	2011	0.06	0.04	0.26	8.23	0.12	0.13	0.06	8.47
<b>ASLAN</b>	2012	0.15	0.12	0.52	9.48	0.11	0.09	0.02	8.49
<b>ASLAN</b>	2013	0.13	0.10	0.45	6.11	0.16	0.08	0.24	8.52
<b>AYGAZ</b>	2008	0.39	0.24	1.94	0.19	0.33	0.07	0.13	9.39
<b>AYGAZ</b>	2009	0.33	0.22	1.92	0.52	0.21	0.11	0.06	9.42
<b>AYGAZ</b>	2010	0.12	0.09	0.80	0.75	0.20	0.08	-1.00	6.45
<b>AYGAZ</b>	2011	0.18	0.14	1.27	0.87	0.16	0.04	0.17	6.43
<b>AYGAZ</b>	2012	0.13	0.10	1.02	0.90	0.15	0.04	0.02	6.47
<b>AYGAZ</b>	2013	0.09	0.06	0.68	0.72	0.21	0.09	0.07	6.50
<b>BAKAB</b>	2008	0.04	0.02	0.00	0.04	0.28	0.17	0.25	7.99
<b>BAKAB</b>	2009	0.17	0.10	0.00	0.12	0.33	0.09	0.09	8.05
<b>BAKAB</b>	2010	0.12	0.07	0.25	0.55	0.29	0.10	0.07	8.08
<b>BAKAB</b>	2011	0.18	0.10	0.46	0.54	0.29	0.15	0.49	8.20
<b>BAKAB</b>	2012	0.10	0.06	0.00	0.43	0.34	0.11	0.05	8.26
<b>BAKAB</b>	2013	0.06	0.03	0.00	0.33	0.34	0.16	0.03	8.37

<b>BTCIM</b>	2008	0.05	0.04	0.29	0.59	0.12	0.10	0.10	8.71
<b>BTCIM</b>	2009	0.02	0.02	0.14	0.67	0.08	0.11	-0.07	8.71
<b>BTCIM</b>	2010	0.04	0.03	0.21	0.88	0.11	0.08	0.02	8.72
<b>BTCIM</b>	2011	0.06	0.04	0.36	0.49	0.14	0.18	0.10	8.82
<b>BTCIM</b>	2012	0.04	0.02	0.23	0.66	0.16	0.18	0.06	8.84
<b>BTCIM</b>	2013	0.08	0.05	0.52	0.53	0.16	0.25	0.30	8.92
<b>BSOKE</b>	2008	0.00	0.00	0.01	0.17	0.03	0.06	-0.13	8.31
<b>BSOKE</b>	2009	0.01	0.01	0.02	0.31	0.04	0.06	-0.24	8.32
<b>BSOKE</b>	2010	0.03	0.02	0.06	0.58	0.05	0.05	0.07	8.33
<b>BSOKE</b>	2011	0.01	0.01	0.03	0.43	0.07	0.05	0.26	8.33
<b>BSOKE</b>	2012	0.03	0.02	0.07	0.47	0.07	0.09	-0.05	8.36
<b>BSOKE</b>	2013	0.05	0.03	0.11	0.32	0.08	0.21	0.33	8.45
<b>BRMEN</b>	2008	-1.01	-0.25	-1.36	0.07	0.45	0.30	-0.30	8.12
<b>BRMEN</b>	2009	-0.07	-0.03	-0.13	0.15	0.37	0.21	-0.51	8.06
<b>BRMEN</b>	2010	-0.09	-0.03	-0.11	0.28	0.36	0.26	-0.20	7.91
<b>BRMEN</b>	2011	-0.30	-0.14	-0.22	0.35	0.46	0.08	-0.37	7.60
<b>BRMEN</b>	2012	-0.13	-0.05	-0.07	0.36	0.50	0.08	-0.42	7.54
<b>BRMEN</b>	2013	-0.14	-0.08	-0.18	0.30	0.05	0.38	-0.05	7.55
<b>BISAS</b>	2008	0.27	0.04	0.00	0.10	0.85	0.02	-0.64	7.25
<b>BISAS</b>	2009	1.77	-0.41	-0.01	0.53	1.19	0.04	-0.36	7.14
<b>BISAS</b>	2010	1.10	-0.17	0.00	0.78	1.11	0.04	0.33	7.09
<b>BISAS</b>	2011	1.12	-0.36	0.00	1.15	1.27	0.05	0.10	7.03
<b>BISAS</b>	2012	-0.32	-0.15	0.00	2.11	0.49	0.06	0.30	6.97
<b>BISAS</b>	2013	0.14	0.06	0.00	1.16	0.44	0.13	0.16	7.06
<b>BOLUC</b>	2008	0.19	0.18	0.31	0.38	0.07	0.01	0.09	8.35
<b>BOLUC</b>	2009	0.09	0.08	0.12	0.83	0.05	0.02	-0.30	8.31
<b>BOLUC</b>	2010	0.07	0.06	0.10	0.93	0.09	0.02	0.16	8.33
<b>BOLUC</b>	2011	0.10	0.09	0.14	0.74	0.12	0.03	0.30	8.37
<b>BOLUC</b>	2012	0.12	0.10	0.17	0.87	0.11	0.03	0.13	8.39
<b>BOLUC</b>	2013	0.19	0.15	0.31	1.21	0.13	0.08	0.27	8.46
<b>BRSAN</b>	2008	-0.17	-0.05	-1.33	0.04	0.65	0.08	0.33	8.91
<b>BRSAN</b>	2009	0.05	0.02	0.79	0.07	0.37	0.09	-0.33	8.97
<b>BRSAN</b>	2010	-0.03	-0.01	0.00	0.10	0.37	0.14	0.26	9.00
<b>BRSAN</b>	2011	0.08	0.04	0.00	0.08	0.42	0.13	0.36	9.17
<b>BRSAN</b>	2012	0.06	0.03	0.00	0.11	0.42	0.16	0.07	9.16
<b>BRSAN</b>	2013	0.05	0.02	0.00	0.33	0.38	0.26	-0.16	9.30
<b>BFREN</b>	2008	-1.33	-0.21	0.41	1.50	0.81	0.04	0.07	7.82
<b>BFREN</b>	2009	-0.81	-0.06	-1.82	2.56	0.89	0.03	-0.20	7.87

<b>BFREN</b>	2010	0.21	0.02	0.61	7.47	0.86	0.04	-0.49	7.85
<b>BFREN</b>	2011	-0.40	-0.02	-0.82	4.05	0.92	0.02	0.21	7.93
<b>BFREN</b>	2012	0.86	0.44	1.41	6.28	0.46	0.03	-0.06	7.82
<b>BFREN</b>	2013	0.20	0.14	0.00	4.56	0.29	0.03	0.04	7.79
<b>BOSSA</b>	2008	0.09	0.07	0.24	0.59	0.14	0.05	-0.18	8.55
<b>BOSSA</b>	2009	-0.02	-0.01	-0.04	0.65	0.20	0.08	-0.11	8.59
<b>BOSSA</b>	2010	0.02	0.01	0.04	0.48	0.31	0.03	0.30	8.63
<b>BOSSA</b>	2011	0.15	0.10	0.45	0.44	0.26	0.05	0.09	8.68
<b>BOSSA</b>	2012	0.05	0.04	0.00	0.28	0.22	0.08	0.07	8.77
<b>BOSSA</b>	2013	0.04	0.02	0.00	0.23	0.30	0.09	0.02	8.84
<b>BRISA</b>	2008	0.08	0.04	1.27	0.01	0.26	0.17	0.03	8.86
<b>BRISA</b>	2009	0.09	0.06	0.00	0.01	0.23	0.12	0.00	8.82
<b>BRISA</b>	2010	0.13	0.07	2.62	0.03	0.34	0.09	0.26	8.90
<b>BRISA</b>	2011	0.15	0.07	0.00	0.02	0.44	0.12	-0.74	9.03
<b>BRISA</b>	2012	0.19	0.08	0.31	1.16	0.58	0.03	4.57	9.09
<b>BRISA</b>	2013	0.25	0.10	0.47	0.99	0.33	0.26	0.05	9.15
<b>BURCE</b>	2008	0.01	0.00	0.08	0.05	0.50	0.11	0.07	7.40
<b>BURCE</b>	2009	-0.23	-0.06	-2.75	0.05	0.47	0.25	-0.41	7.44
<b>BURCE</b>	2010	-0.10	-0.06	-3.47	0.18	0.32	0.13	0.48	7.59
<b>BURCE</b>	2011	0.01	0.01	0.03	1.41	0.33	0.13	0.15	7.60
<b>BURCE</b>	2012	-0.05	-0.02	-0.11	1.37	0.32	0.21	0.00	7.62
<b>BURCE</b>	2013	-0.15	-0.06	-0.31	0.64	0.29	0.29	-0.26	7.62
<b>BURVA</b>	2008	-0.21	-0.12	-0.13	0.50	0.39	0.04	-0.26	6.94
<b>BURVA</b>	2009	-0.18	-0.10	-0.09	1.20	0.29	0.19	-0.45	6.90
<b>BURVA</b>	2010	0.01	0.01	0.01	1.50	0.38	0.10	1.42	6.92
<b>BURVA</b>	2011	-0.40	-0.15	-0.29	2.72	0.40	0.21	-0.52	6.89
<b>BURVA</b>	2012	-0.34	-0.07	-0.17	1.36	0.61	0.18	0.65	7.00
<b>BURVA</b>	2013	-0.46	-0.13	-0.23	1.26	0.35	0.37	-0.08	6.88
<b>BUCIM</b>	2008	0.15	0.12	0.43	1.10	0.11	0.08	-0.03	8.58
<b>BUCIM</b>	2009	0.02	0.01	0.04	1.22	0.13	0.07	-0.20	8.56
<b>BUCIM</b>	2010	0.04	0.03	0.10	1.19	0.20	0.06	0.20	8.58
<b>BUCIM</b>	2011	0.14	0.10	0.43	0.94	0.21	0.05	0.30	8.64
<b>BUCIM</b>	2012	0.04	0.03	0.13	1.11	0.16	0.14	-0.14	8.65
<b>BUCIM</b>	2013	0.09	0.06	0.29	0.84	0.20	0.12	0.16	8.70
<b>COLLA</b>	2008	0.07	0.03	0.00	0.63	0.16	0.39	0.17	6.39
<b>COLLA</b>	2009	0.13	0.06	0.01	1.27	0.40	0.16	0.07	6.46
<b>COLLA</b>	2010	0.14	0.07	0.01	1.67	0.29	0.23	0.14	6.48
<b>COLLA</b>	2011	0.08	0.04	0.01	1.48	0.14	0.42	0.24	6.58

<b>CCOLA</b>	2012	0.20	0.09	0.01	2.27	0.14	0.40	0.12	6.61
<b>CCOLA</b>	2013	0.17	0.07	0.02	1.87	0.26	0.33	0.36	6.85
<b>COMDO</b>	2008	0.10	0.06	0.03	0.74	0.34	0.06	0.37	8.48
<b>COMDO</b>	2009	-0.03	-0.02	-0.01	0.72	0.37	0.05	-0.47	8.48
<b>COMDO</b>	2010	0.08	0.04	0.02	0.78	0.17	0.27	0.62	8.53
<b>COMDO</b>	2011	0.18	0.09	0.06	0.73	0.25	0.22	0.59	8.65
<b>COMDO</b>	2012	0.05	0.02	0.22	0.50	0.19	0.36	-0.06	8.83
<b>COMDO</b>	2013	0.05	0.02	0.23	0.27	0.44	0.17	0.04	8.93
<b>CELHA</b>	2008	0.16	0.08	0.41	0.55	0.43	0.09	0.42	7.85
<b>CELHA</b>	2009	-0.11	-0.05	-0.20	0.54	0.41	0.16	-0.25	7.86
<b>CELHA</b>	2010	0.05	0.02	0.10	0.75	0.53	0.05	0.30	7.89
<b>CELHA</b>	2011	-0.10	-0.03	-0.17	0.58	0.64	0.04	0.25	7.96
<b>CELHA</b>	2012	0.01	0.01	0.02	0.76	0.55	0.04	-0.02	7.86
<b>CELHA</b>	2013	-0.02	-0.01	-0.04	0.36	0.56	0.17	0.09	8.00
<b>CEMTS</b>	2008	0.15	0.14	0.22	0.16	0.06	0.01	0.03	8.21
<b>CEMTS</b>	2009	0.01	0.01	0.01	0.33	0.06	0.01	-0.38	8.19
<b>CEMTS</b>	2010	-0.03	-0.03	-0.04	0.64	0.16	0.02	0.52	8.20
<b>CEMTS</b>	2011	0.15	0.13	0.24	0.65	0.16	0.02	0.37	8.27
<b>CEMTS</b>	2012	0.06	0.05	0.09	0.64	0.10	0.03	-0.15	8.25
<b>CEMTS</b>	2013	0.08	0.07	0.13	0.56	0.11	0.03	0.13	8.30
<b>CMBTN</b>	2008	-0.18	-0.11	-3.30	0.28	0.35	0.03	-0.14	7.71
<b>CMBTN</b>	2009	-0.21	-0.11	-3.07	0.65	0.46	0.03	-0.14	7.71
<b>CMBTN</b>	2010	-0.18	-0.08	-2.47	1.35	0.53	0.03	0.18	7.74
<b>CMBTN</b>	2011	0.33	0.19	1.77	1.19	0.39	0.02	0.28	7.79
<b>CMBTN</b>	2012	-0.01	0.00	-0.12	1.24	0.45	0.02	-0.02	7.83
<b>CMBTN</b>	2013	0.08	0.04	1.78	0.80	0.44	0.03	0.20	7.86
<b>CMEN</b>	2008	-0.06	-0.03	-0.43	0.25	0.22	0.28	0.03	6.06
<b>CMEN</b>	2009	0.07	0.05	0.61	1.00	0.18	0.06	-0.05	5.96
<b>CMEN</b>	2010	0.02	0.02	0.23	0.72	0.13	0.12	0.07	6.04
<b>CMEN</b>	2011	0.02	0.02	0.24	0.43	0.15	0.11	0.17	6.08
<b>CMEN</b>	2012	0.01	0.01	0.15	0.54	0.21	0.06	0.07	6.10
<b>CMEN</b>	2013	0.03	0.02	0.39	0.38	0.20	0.06	0.13	6.15
<b>CIMSA</b>	2008	0.10	0.07	0.01	0.30	0.25	0.04	0.06	9.04
<b>CIMSA</b>	2009	0.12	0.09	0.01	0.74	0.19	0.03	0.01	9.08
<b>CIMSA</b>	2010	0.12	0.09	0.77	1.11	0.17	0.06	0.15	9.05
<b>CIMSA</b>	2011	0.14	0.10	0.91	0.81	0.21	0.10	0.13	9.10
<b>CIMSA</b>	2012	0.11	0.07	0.01	0.79	0.23	0.11	0.07	9.20
<b>CIMSA</b>	2013	0.27	0.21	0.02	1.07	0.16	0.06	0.11	9.16

<b>DARDL</b>	2008	0.28	-0.88	-2.28	0.09	1.67	2.47	0.37	7.95
<b>DARDL</b>	2009	-0.39	1.06	2.31	0.29	1.38	2.34	-0.37	7.88
<b>DARDL</b>	2010	0.07	-0.31	-0.57	0.83	5.51	0.03	-0.42	7.80
<b>DARDL</b>	2011	0.22	-1.11	-2.43	0.91	5.95	0.03	0.05	7.87
<b>DARDL</b>	2012	-0.02	0.15	0.21	0.60	8.62	0.06	-0.06	7.67
<b>DARDL</b>	2013	-1.60	6.80	1.67	0.73	3.14	2.12	1.14	7.53
<b>DMSAS</b>	2008	0.04	0.02	0.10	0.10	0.40	0.05	0.26	8.11
<b>DMSAS</b>	2009	0.05	0.03	0.13	0.23	0.35	0.04	-0.25	8.08
<b>DMSAS</b>	2010	0.05	0.03	0.13	0.41	0.33	0.05	0.15	8.07
<b>DMSAS</b>	2011	0.02	0.01	0.06	0.22	0.37	0.05	0.16	8.10
<b>DMSAS</b>	2012	-0.07	-0.06	-0.13	0.57	0.00	0.10	-0.07	7.87
<b>DMSAS</b>	2013	0.01	0.00	0.02	0.27	0.46	0.05	0.10	8.16
<b>DENCM</b>	2008	-0.07	-0.04	-0.30	0.24	0.26	0.20	0.01	7.67
<b>DENCM</b>	2009	-0.06	-0.03	-0.22	0.39	0.26	0.28	-0.06	7.72
<b>DENCM</b>	2010	0.04	0.02	0.17	2.07	0.34	0.25	0.27	7.78
<b>DENCM</b>	2011	0.14	0.07	0.68	0.82	0.24	0.27	0.16	7.78
<b>DENCM</b>	2012	-0.02	-0.01	-0.07	0.87	0.44	0.13	-0.03	7.80
<b>DENCM</b>	2013	-0.03	-0.02	-0.15	0.61	0.40	0.14	0.12	7.76
<b>DERIM</b>	2008	0.02	0.01	0.05	0.23	0.71	0.01	0.10	7.64
<b>DERIM</b>	2009	-0.01	0.00	-0.02	0.29	0.69	0.05	0.03	7.67
<b>DERIM</b>	2010	0.09	0.02	0.23	0.45	0.75	0.01	0.22	7.74
<b>DERIM</b>	2011	0.12	0.03	0.34	0.27	0.75	0.03	0.28	7.83
<b>DERIM</b>	2012	0.06	0.02	0.30	0.20	0.72	0.03	0.28	8.01
<b>DERIM</b>	2013	0.07	0.02	0.38	0.25	0.58	0.20	0.30	8.10
<b>DESA</b>	2008	-0.06	-0.03	0.00	0.17	0.33	0.08	-0.01	8.02
<b>DESA</b>	2009	-0.10	-0.05	0.00	0.31	0.41	0.07	-0.06	8.04
<b>DESA</b>	2010	0.01	0.00	0.00	0.52	0.45	0.06	0.33	8.06
<b>DESA</b>	2011	0.02	0.01	0.00	0.32	0.51	0.04	0.38	8.11
<b>DESA</b>	2012	0.04	0.02	0.00	0.27	0.48	0.03	0.03	8.16
<b>DESA</b>	2013	-0.05	-0.02	0.00	0.22	0.45	0.15	0.01	8.20
<b>DEVA</b>	2008	-0.36	-0.19	-0.03	0.28	0.42	0.06	-0.19	8.69
<b>DEVA</b>	2009	-0.03	-0.02	0.00	0.30	0.35	0.07	0.53	8.72
<b>DEVA</b>	2010	0.00	0.00	0.00	0.87	0.37	0.09	0.16	8.79
<b>DEVA</b>	2011	-1.43	-0.05	0.00	1.18	0.70	0.27	0.05	8.52
<b>DEVA</b>	2012	0.09	0.05	0.00	0.58	0.38	0.10	0.04	8.86
<b>DEVA</b>	2013	0.06	0.03	0.00	0.45	0.27	0.24	0.00	8.92
<b>DITAS</b>	2008	-0.04	-0.02	-0.10	0.36	0.28	0.07	0.04	7.60
<b>DITAS</b>	2009	-0.18	-0.11	-0.40	0.69	0.32	0.06	-0.15	7.55



<b>DITAS</b>	2010	-0.13	-0.07	-0.25	0.92	0.39	0.06	0.35	7.55
<b>DITAS</b>	2011	0.08	0.05	0.16	0.78	0.32	0.06	0.38	7.53
<b>DITAS</b>	2012	-0.11	-0.06	-0.22	0.91	0.37	0.06	-0.03	7.53
<b>DITAS</b>	2013	0.18	0.09	0.39	0.63	0.38	0.10	0.00	7.63
<b>DOBUR</b>	2008	7.09	0.41	0.00	0.86	0.88	0.06	0.67	7.21
<b>DOBUR</b>	2009	0.04	0.03	2.00	0.56	0.24	0.02	-0.13	7.74
<b>DOBUR</b>	2010	0.11	0.08	0.22	0.87	0.27	0.04	0.16	7.74
<b>DOBUR</b>	2011	0.08	0.05	0.15	0.73	0.30	0.09	0.13	7.78
<b>DOBUR</b>	2012	0.17	0.11	0.36	0.90	0.26	0.10	0.03	7.81
<b>DOBUR</b>	2013	0.07	0.04	0.13	0.88	0.33	0.11	-0.01	7.80
<b>DGZTE</b>	2008	0.00	0.00	-0.72	0.43	0.25	0.02	0.16	8.52
<b>DGZTE</b>	2009	-0.07	-0.05	0.00	1.05	0.29	0.02	0.03	8.52
<b>DGZTE</b>	2010	-0.08	-0.05	-0.16	0.93	0.29	0.04	-0.45	8.50
<b>DGZTE</b>	2011	0.04	0.03	0.08	0.51	0.17	0.03	-0.01	8.43
<b>DGZTE</b>	2012	0.06	0.05	0.18	0.38	0.08	0.03	0.05	8.56
<b>DGZTE</b>	2013	0.08	0.07	0.26	0.35	0.09	0.03	0.00	8.57
<b>DGKLB</b>	2008	0.07	0.03	0.00	0.52	0.53	0.02	0.15	7.58
<b>DGKLB</b>	2009	0.00	0.00	0.00	1.18	0.48	0.03	0.05	7.54
<b>DGKLB</b>	2010	0.13	0.07	0.00	1.60	0.47	0.03	-0.11	7.59
<b>DGKLB</b>	2011	0.20	0.12	0.00	0.94	0.38	0.03	0.26	7.61
<b>DGKLB</b>	2012	0.06	0.04	0.31	0.13	0.19	0.17	3.68	8.71
<b>DGKLB</b>	2013	0.01	0.00	0.01	0.30	0.43	0.35	0.28	8.44
<b>DOGUB</b>	2008	-0.11	-0.09	-0.07	0.82	0.11	0.07	-0.47	7.13
<b>DOGUB</b>	2009	-0.13	-0.10	-0.08	2.02	0.12	0.06	0.27	7.08
<b>DOGUB</b>	2010	-0.08	-0.08	-0.05	1.81	0.03	0.06	-0.08	7.16
<b>DOGUB</b>	2011	-0.11	-0.10	-0.07	1.75	0.02	0.06	-0.02	7.10
<b>DOGUB</b>	2012	-0.20	-0.18	-0.17	1.70	0.04	0.06	0.10	7.27
<b>DOGUB</b>	2013	-0.08	-0.07	-0.06	1.08	0.11	0.07	-0.03	7.27
<b>DURDO</b>	2008	-0.88	-0.09	-0.48	0.32	0.86	0.04	-0.08	7.56
<b>DURDO</b>	2009	0.02	0.00	0.01	0.31	0.71	0.03	0.10	7.61
<b>DURDO</b>	2010	0.05	0.01	0.00	1.12	0.71	0.02	0.14	7.61
<b>DURDO</b>	2011	0.24	0.05	0.00	0.39	0.44	0.36	0.34	7.87
<b>DURDO</b>	2012	0.32	0.08	0.00	0.80	0.40	0.34	0.04	7.92
<b>DURDO</b>	2013	-0.61	-0.07	0.00	0.33	0.47	0.41	-0.05	8.04
<b>DYOBY</b>	2008	-1.07	-0.17	-0.23	0.16	0.38	0.46	-0.08	8.50
<b>DYOBY</b>	2009	-0.42	-0.10	-0.14	0.99	0.31	0.47	-0.04	8.49
<b>DYOBY</b>	2010	0.02	0.00	0.01	0.43	0.58	0.25	0.42	8.61
<b>DYOBY</b>	2011	-1.20	-0.10	-0.57	0.16	0.55	0.36	0.39	8.74

<b>DYOBY</b>	2012	0.28	0.03	0.17	0.22	0.64	0.25	0.16	8.74
<b>DYOBY</b>	2013	0.12	0.02	0.11	0.22	0.43	0.42	0.17	8.80
<b>ECYAP</b>	2008	-0.76	-0.16	0.00	0.19	0.55	0.24	0.05	8.72
<b>ECYAP</b>	2009	-0.16	-0.03	-0.78	0.51	0.46	0.34	0.27	8.71
<b>ECYAP</b>	2010	-0.05	-0.01	-0.42	0.65	0.42	0.41	0.11	8.71
<b>ECYAP</b>	2011	-0.54	-0.07	-3.81	0.48	0.70	0.18	0.31	8.82
<b>ECYAP</b>	2012	0.32	0.05	0.00	0.04	0.68	0.17	0.04	8.81
<b>ECYAP</b>	2013	-0.41	-0.03	0.00	0.02	0.70	0.22	0.19	8.95
<b>EGEEN</b>	2008	0.09	0.04	0.01	0.17	0.37	0.14	0.46	7.90
<b>EGEEN</b>	2009	-0.01	-0.01	0.00	0.40	0.27	0.17	-0.58	7.81
<b>EGEEN</b>	2010	0.10	0.05	0.01	0.88	0.45	0.09	0.67	7.93
<b>EGEEN</b>	2011	0.42	0.19	0.09	0.88	0.38	0.18	1.17	8.18
<b>EGEEN</b>	2012	0.26	0.16	0.06	1.54	0.34	0.04	-0.08	8.08
<b>EGEEN</b>	2013	0.32	0.22	0.09	1.09	0.23	0.09	0.12	8.14
<b>EGGUB</b>	2008	0.04	0.02	0.00	0.20	0.42	0.15	0.59	8.41
<b>EGGUB</b>	2009	-0.26	-0.09	-0.01	0.58	0.56	0.11	-0.11	8.41
<b>EGGUB</b>	2010	0.16	0.09	0.08	1.34	0.22	0.22	-0.05	8.27
<b>EGGUB</b>	2011	0.00	0.00	0.00	0.64	0.47	0.08	0.07	8.35
<b>EGGUB</b>	2012	0.10	0.05	0.04	0.98	0.43	0.01	0.06	8.34
<b>EGGUB</b>	2013	-0.07	-0.03	-0.01	0.52	0.40	0.14	0.02	8.38
<b>EGPRO</b>	2008	-0.02	-0.01	-0.02	0.33	0.50	0.16	0.02	8.41
<b>EGPRO</b>	2009	0.10	0.04	0.16	1.15	0.50	0.14	-0.08	8.43
<b>EGPRO</b>	2010	0.14	0.06	0.26	1.81	0.47	0.08	0.19	8.40
<b>EGPRO</b>	2011	0.09	0.04	0.18	0.99	0.47	0.09	0.13	8.45
<b>EGPRO</b>	2012	0.13	0.06	0.34	0.88	0.44	0.09	0.16	8.52
<b>EGPRO</b>	2013	0.09	0.04	0.26	0.69	0.35	0.19	0.07	8.55
<b>EGSER</b>	2008	-0.13	-0.07	0.00	0.11	0.24	0.19	-0.13	8.33
<b>EGSER</b>	2009	0.03	0.02	0.00	0.29	0.22	0.14	-0.12	8.29
<b>EGSER</b>	2010	0.13	0.09	0.00	0.63	0.21	0.07	0.19	8.30
<b>EGSER</b>	2011	0.12	0.09	0.00	0.39	0.23	0.05	0.24	8.34
<b>EGSER</b>	2012	0.14	0.09	0.00	0.53	0.30	0.05	0.13	8.39
<b>EGSER</b>	2013	0.17	0.11	0.00	0.69	0.33	0.05	0.12	8.44
<b>EPLAS</b>	2008	0.68	-0.23	-0.01	0.17	1.17	0.17	0.05	7.92
<b>EPLAS</b>	2009	-0.41	0.10	0.00	0.22	0.60	0.65	-0.20	7.93
<b>EPLAS</b>	2010	0.01	0.00	0.00	0.18	1.16	0.10	0.30	7.91
<b>EPLAS</b>	2011	0.29	-0.10	0.00	0.11	0.93	0.41	-0.01	7.95
<b>EPLAS</b>	2012	0.05	-0.02	0.00	0.37	1.02	0.35	0.16	7.96
<b>EPLAS</b>	2013	-0.12	0.04	0.00	0.21	0.99	0.31	0.22	7.99

<b>EMNIS</b>	2008	-0.73	-0.19	-1.13	1.05	0.55	0.19	0.13	7.55
<b>EMNIS</b>	2009	0.02	0.01	0.04	0.96	0.27	0.33	0.05	7.60
<b>EMNIS</b>	2010	-0.58	-0.13	-0.71	1.12	0.43	0.34	0.46	7.65
<b>EMNIS</b>	2011	-0.41	-0.09	-0.35	1.06	0.46	0.32	0.09	7.51
<b>EMNIS</b>	2012	-0.55	-0.15	-0.84	0.65	0.43	0.29	0.03	7.67
<b>EMNIS</b>	2013	-2.82	-0.26	-1.15	0.38	0.50	0.41	0.00	7.71
<b>ERBOS</b>	2008	0.05	0.02	0.00	0.19	0.52	0.03	0.22	8.01
<b>ERBOS</b>	2009	0.13	0.08	0.01	0.40	0.35	0.04	-0.13	7.92
<b>ERBOS</b>	2010	0.09	0.06	0.01	0.55	0.24	0.05	0.25	8.04
<b>ERBOS</b>	2011	0.14	0.08	0.02	0.58	0.43	0.03	0.50	8.21
<b>ERBOS</b>	2012	0.16	0.06	0.03	0.42	0.58	0.04	0.01	8.42
<b>ERBOS</b>	2013	0.14	0.08	0.03	0.56	0.37	0.05	0.15	8.28
<b>ERSU</b>	2008	-0.01	-0.01	0.00	0.41	0.24	0.01	-0.21	7.44
<b>ERSU</b>	2009	-0.05	-0.04	-0.03	0.94	0.12	0.01	-0.30	7.35
<b>ERSU</b>	2010	0.02	0.02	0.00	1.44	0.11	0.03	0.65	7.37
<b>ERSU</b>	2011	-0.18	-0.14	0.00	1.34	0.22	0.03	0.02	7.36
<b>ERSU</b>	2012	0.00	0.00	0.00	0.52	0.10	0.10	-0.15	7.76
<b>ERSU</b>	2013	-0.01	-0.01	0.00	0.48	0.06	0.27	-0.23	7.65
<b>ESEMS</b>	2008	-1.64	-0.15	-0.39	0.13	0.48	0.43	-3.00	7.54
<b>ESEMS</b>	2009	1.30	-0.39	-1.00	0.29	0.87	0.43	1.25	7.54
<b>ESEMS</b>	2010	0.00	0.22	0.79	0.18	0.67	0.33	-2.72	7.67
<b>ESEMS</b>	2011	0.99	0.84	1.02	0.36	0.04	0.12	0.37	7.68
<b>ESEMS</b>	2012	-0.04	-0.03	-0.20	0.52	0.16	0.04	0.34	7.92
<b>ESEMS</b>	2013	-0.36	-0.19	-0.57	0.28	0.34	0.11	1.24	7.59
<b>FMIZP</b>	2008	0.49	0.48	0.01	3.05	0.03	0.00	-0.26	7.51
<b>FMIZP</b>	2009	0.10	0.09	0.00	6.07	0.07	0.00	-0.30	7.33
<b>FMIZP</b>	2010	0.25	0.23	0.00	8.03	0.06	0.00	0.40	7.41
<b>FMIZP</b>	2011	0.33	0.31	0.01	6.40	0.05	0.00	0.30	7.48
<b>FMIZP</b>	2012	0.21	0.19	0.00	8.45	0.08	0.01	-0.01	7.45
<b>FMIZP</b>	2013	0.26	0.24	0.01	5.00	0.07	0.01	0.02	7.50
<b>FENIS</b>	2008	0.16	0.07	0.00	0.39	0.25	0.34	-0.06	8.03
<b>FENIS</b>	2009	0.06	0.03	0.00	0.49	0.34	0.17	-0.13	8.04
<b>FENIS</b>	2010	0.06	0.03	0.00	0.55	0.39	0.13	0.18	8.07
<b>FENIS</b>	2011	0.07	0.04	0.00	0.37	0.30	0.18	-0.88	8.07
<b>FENIS</b>	2012	0.09	0.05	0.00	0.41	0.35	0.11	8.84	8.09
<b>FENIS</b>	2013	-0.18	-0.07	0.00	0.13	0.60	0.00	-0.36	8.15
<b>FROTO</b>	2008	0.25	0.16	1.24	0.44	0.24	0.13	-0.03	9.43
<b>FROTO</b>	2009	0.20	0.12	0.95	0.88	0.30	0.12	-0.20	9.45

<b>FROTO</b>	2010	0.29	0.15	1.44	1.10	0.34	0.14	0.37	9.52
<b>FROTO</b>	2011	0.35	0.15	1.89	1.08	0.39	0.18	0.37	9.65
<b>FROTO</b>	2012	0.34	0.15	1.95	1.54	0.35	0.22	-0.06	9.67
<b>FROTO</b>	2013	0.29	0.11	1.83	1.31	0.40	0.23	0.17	9.78
<b>FRIGO</b>	2008	-0.97	-0.18	-0.37	0.23	0.52	0.29	0.03	7.38
<b>FRIGO</b>	2009	-0.63	-0.14	-0.33	0.60	0.21	0.57	-0.29	7.44
<b>FRIGO</b>	2010	-0.73	-0.09	-0.23	0.48	0.33	0.55	0.13	7.46
<b>FRIGO</b>	2011	-0.26	-0.08	-0.13	0.62	0.47	0.23	0.59	7.61
<b>FRIGO</b>	2012	-0.11	-0.04	-0.05	0.51	0.50	0.13	0.15	7.55
<b>FRIGO</b>	2013	-0.39	-0.11	-0.12	0.18	0.33	0.40	-0.33	7.48
<b>GENTS</b>	2008	0.06	0.06	0.00	0.23	0.06	0.02	0.22	8.01
<b>GENTS</b>	2009	0.10	0.09	0.00	0.28	0.10	0.01	0.04	8.07
<b>GENTS</b>	2010	0.13	0.12	0.00	0.47	0.07	0.01	0.29	8.10
<b>GENTS</b>	2011	0.17	0.15	0.00	0.69	0.12	0.02	0.70	8.24
<b>GENTS</b>	2012	0.08	0.07	0.00	0.69	0.12	0.02	-0.18	8.26
<b>GENTS</b>	2013	0.12	0.10	0.00	0.52	0.13	0.01	0.19	8.31
<b>GEREL</b>	2008	0.15	0.10	0.19	0.27	0.26	0.08	0.10	7.42
<b>GEREL</b>	2009	0.11	0.07	0.16	0.52	0.28	0.07	0.03	7.48
<b>GEREL</b>	2010	-0.08	-0.03	-0.18	0.22	0.30	0.27	-0.77	7.85
<b>GEREL</b>	2011	-0.17	-0.06	-0.25	0.40	0.34	0.31	0.85	8.01
<b>GEREL</b>	2012	0.00	0.00	-0.01	0.41	0.31	0.26	35.50	8.00
<b>GEREL</b>	2013	-0.10	-0.03	-0.12	0.32	0.40	0.26	0.22	8.05
<b>GEDIZ</b>	2008	-0.11	-0.08	-0.36	0.10	0.12	0.17	-0.58	7.52
<b>GEDIZ</b>	2009	-0.18	-0.12	-0.50	0.37	0.19	0.15	0.34	7.49
<b>GEDIZ</b>	2010	0.05	0.03	0.12	0.27	0.10	0.16	0.32	7.41
<b>GEDIZ</b>	2011	0.00	0.00	0.00	0.58	0.03	0.15	-0.09	7.32
<b>GEDIZ</b>	2012	0.22	0.16	0.51	0.85	0.22	0.03	0.08	7.27
<b>GEDIZ</b>	2013	0.13	0.10	0.36	0.30	0.20	0.03	-0.22	7.31
<b>GOODY</b>	2008	0.03	0.02	0.32	0.15	0.37	0.06	-0.04	8.66
<b>GOODY</b>	2009	0.00	0.00	0.05	0.33	0.28	0.08	-0.20	8.60
<b>GOODY</b>	2010	0.05	0.03	2.31	0.50	0.39	0.07	-0.01	8.71
<b>GOODY</b>	2011	0.19	0.09	0.17	0.74	0.44	0.05	0.53	8.81
<b>GOODY</b>	2012	0.14	0.09	0.22	1.33	0.31	0.05	-0.08	8.76
<b>GOODY</b>	2013	0.16	0.11	0.29	0.86	0.29	0.04	-0.03	8.80
<b>GOLTS</b>	2008	0.04	0.04	1.41	0.49	0.11	0.05	-0.12	8.53
<b>GOLTS</b>	2009	0.02	0.01	0.01	0.77	0.13	0.05	0.10	8.54
<b>GOLTS</b>	2010	0.02	0.01	0.65	1.08	0.10	0.23	0.33	8.63
<b>GOLTS</b>	2011	0.02	0.01	0.60	0.74	0.14	0.23	0.27	8.65

<b>GOLTS</b>	2012	0.06	0.04	2.51	0.91	0.20	0.16	0.24	8.67
<b>GOLTS</b>	2013	0.09	0.06	0.00	0.67	0.17	0.22	0.06	8.69
<b>GUBRF</b>	2008	0.14	0.06	1.24	0.07	0.30	0.31	1.31	9.27
<b>GUBRF</b>	2009	-0.10	-0.03	-0.71	0.09	0.39	0.28	-0.26	9.25
<b>GUBRF</b>	2010	0.15	0.06	0.01	0.16	0.48	0.14	0.28	9.34
<b>GUBRF</b>	2011	0.11	0.04	0.02	0.08	0.51	0.09	0.64	9.47
<b>GUBRF</b>	2012	0.23	0.09	0.01	0.13	0.56	0.06	-0.02	9.33
<b>GUBRF</b>	2013	0.09	0.03	0.00	0.30	0.55	0.09	0.02	9.47
<b>HZNDR</b>	2008	-0.09	-0.02	-0.10	0.18	0.62	0.10	-0.02	7.67
<b>HZNDR</b>	2009	-0.01	0.00	-0.01	0.68	0.55	0.06	-0.18	7.52
<b>HZNDR</b>	2010	-0.04	-0.02	-0.05	0.78	0.63	0.01	0.13	7.53
<b>HZNDR</b>	2011	0.06	0.02	0.07	0.65	0.69	0.01	0.33	7.64
<b>HZNDR</b>	2012	0.22	0.14	0.29	1.49	0.34	0.02	0.08	7.52
<b>HZNDR</b>	2013	0.14	0.08	0.23	1.46	0.45	0.01	0.06	7.66
<b>HEKTS</b>	2008	0.14	0.11	0.15	0.24	0.23	0.02	-0.05	8.03
<b>HEKTS</b>	2009	0.07	0.05	0.07	0.37	0.21	0.03	0.13	8.05
<b>HEKTS</b>	2010	0.15	0.11	0.19	0.72	0.23	0.03	0.01	8.10
<b>HEKTS</b>	2011	0.14	0.09	0.17	0.52	0.34	0.03	0.21	8.17
<b>HEKTS</b>	2012	0.20	0.16	0.26	1.02	0.17	0.04	0.15	8.11
<b>HEKTS</b>	2013	0.18	0.14	0.24	0.88	0.19	0.04	-0.04	8.12
<b>HURGZ</b>	2008	-0.04	-0.02	-3.28	0.11	0.18	0.38	0.11	9.31
<b>HURGZ</b>	2009	-0.04	-0.02	-2.21	0.43	0.25	0.26	-0.21	9.27
<b>HURGZ</b>	2010	-0.05	-0.03	-0.07	0.64	0.25	0.26	0.12	9.20
<b>HURGZ</b>	2011	-0.40	-0.14	-0.43	0.24	0.34	0.30	0.09	9.21
<b>HURGZ</b>	2012	0.20	0.10	0.27	0.33	0.28	0.24	-0.04	9.19
<b>HURGZ</b>	2013	-0.08	-0.04	-0.11	0.23	0.20	0.29	-0.03	9.16
<b>IHEVA</b>	2008	-0.13	-0.08	-0.15	0.34	0.37	0.03	0.08	8.25
<b>IHEVA</b>	2009	0.01	0.01	0.01	0.37	0.20	0.03	0.17	8.46
<b>IHEVA</b>	2010	0.04	0.03	0.05	0.89	0.18	0.02	0.26	8.46
<b>IHEVA</b>	2011	-0.13	-0.09	-0.14	0.42	0.26	0.03	-0.02	8.46
<b>IHEVA</b>	2012	0.09	0.07	0.11	0.47	0.26	0.02	0.02	8.48
<b>IHEVA</b>	2013	-0.12	-0.09	-0.12	0.29	0.28	0.02	0.06	8.43
<b>IZMDC</b>	2008	0.34	0.20	1.06	0.09	0.37	0.04	0.80	8.82
<b>IZMDC</b>	2009	-0.03	-0.02	-0.07	0.23	0.18	0.06	-0.48	8.69
<b>IZMDC</b>	2010	0.04	0.03	0.12	0.33	0.34	0.04	0.22	8.80
<b>IZMDC</b>	2011	0.09	0.04	0.25	0.85	0.40	0.11	0.55	9.09
<b>IZMDC</b>	2012	-0.02	-0.01	-0.03	1.09	0.31	0.25	0.16	9.13
<b>IZMDC</b>	2013	-0.24	-0.05	-0.32	0.36	0.49	0.28	0.04	9.35

IZOCM	2008	0.29	0.24	0.02	0.95	0.13	0.04	-0.02	8.26
IZOCM	2009	0.21	0.18	0.01	2.93	0.14	0.03	-0.17	8.24
IZOCM	2010	0.21	0.17	0.01	4.20	0.17	0.03	0.22	8.27
IZOCM	2011	0.22	0.18	0.01	4.70	0.19	0.03	0.14	8.30
IZOCM	2012	0.17	0.12	0.01	4.97	0.24	0.04	0.11	8.31
IZOCM	2013	0.18	0.13	0.01	2.96	0.27	0.04	0.07	8.33
KAPLM	2008	-0.04	-0.03	0.00	0.11	0.22	0.05	-0.02	7.63
KAPLM	2009	-0.03	-0.02	0.00	0.20	0.26	0.08	-0.01	7.66
KAPLM	2010	0.02	0.01	0.10	0.31	0.37	0.06	0.38	7.73
KAPLM	2011	-0.15	-0.07	-0.86	0.23	0.52	0.05	0.27	7.79
KAPLM	2012	0.04	0.02	0.23	0.32	0.54	0.03	0.05	7.80
KAPLM	2013	-0.07	-0.03	-0.16	0.72	0.58	0.06	-0.01	7.84
KRDMA	2008	0.30	0.20	0.47	0.13	0.17	0.16	0.46	9.11
KRDMA	2009	-0.09	-0.06	-0.08	0.25	0.20	0.15	-0.27	9.09
KRDMA	2010	0.03	0.02	0.02	3.14	0.28	0.14	0.27	9.15
KRDMA	2011	0.19	0.11	0.21	0.41	0.23	0.18	0.57	9.23
KRDMA	2012	0.17	0.09	0.22	0.49	0.21	0.26	0.06	9.34
KRDMA	2013	0.08	0.04	0.09	0.80	0.23	0.29	0.07	9.41
KARSN	2008	-0.67	-0.11	0.00	0.16	0.82	0.01	-0.18	8.58
KARSN	2009	-0.50	-0.18	0.00	0.42	0.56	0.07	0.42	8.49
KARSN	2010	-0.32	-0.08	0.00	1.01	0.58	0.15	0.89	8.62
KARSN	2011	-0.18	-0.06	0.00	0.56	0.45	0.22	0.44	8.67
KARSN	2012	-0.23	-0.08	0.00	0.40	0.39	0.27	-0.27	8.86
KARSN	2013	0.05	0.02	0.00	0.40	0.21	0.46	0.57	9.01
KRTEK	2008	-0.05	-0.03	0.00	0.08	0.33	0.08	0.04	8.09
KRTEK	2009	0.04	0.02	0.00	0.57	0.22	0.19	0.10	8.09
KRTEK	2010	0.02	0.01	0.00	0.51	0.30	0.10	0.08	8.10
KRTEK	2011	0.06	0.03	0.00	0.39	0.28	0.23	0.09	8.18
KRTEK	2012	-0.13	-0.06	0.00	0.33	0.35	0.19	-0.01	8.13
KRTEK	2013	-0.25	-0.09	0.00	0.18	0.36	0.28	-0.17	8.13
KARTN	2008	0.10	0.08	1.16	0.87	0.09	0.03	0.06	8.24
KARTN	2009	0.08	0.07	2.00	1.16	0.08	0.03	0.01	8.26
KARTN	2010	0.10	0.09	1.19	3.08	0.09	0.03	0.27	8.28
KARTN	2011	0.18	0.16	2.03	2.33	0.09	0.02	0.23	8.36
KARTN	2012	0.12	0.11	2.00	2.62	0.10	0.02	-0.02	8.40
KARTN	2013	0.14	0.13	1.62	2.25	0.10	0.02	0.08	8.45
KENT	2008	-0.05	-0.01	-0.28	6.47	0.66	0.02	0.44	8.74
KENT	2009	0.01	0.01	0.15	9.38	0.37	0.02	-0.07	8.77

KENT	2010	-0.08	-0.05	-0.93	8.48	0.41	0.02	-0.06	8.76
KENT	2011	0.02	0.01	0.21	5.16	0.43	0.02	0.19	8.78
KENT	2012	0.05	0.03	0.58	5.85	0.35	0.03	0.03	8.75
KENT	2013	-0.05	-0.03	-0.54	3.18	0.35	0.02	0.00	8.73
KERVY	2008	0.60	-0.18	-4.59	0.39	0.45	0.84	0.13	7.99
KERVY	2009	-1.33	0.14	-0.65	0.97	0.44	0.66	0.25	8.08
KERVY	2010	-0.41	0.01	0.68	1.40	0.37	0.66	0.12	8.25
KERVY	2011	0.81	-0.11	-2.16	0.67	0.59	0.55	0.19	8.39
KERVY	2012	0.02	0.00	-0.21	0.66	0.56	0.58	0.10	8.38
KERVY	2013	2.05	-0.12	0.00	0.38	0.89	0.17	0.14	8.57
KLMSN	2008	-0.19	-0.04	-0.34	0.31	0.51	0.27	0.04	8.07
KLMSN	2009	0.24	0.08	0.54	0.43	0.45	0.21	0.03	8.00
KLMSN	2010	0.20	0.05	0.40	0.65	0.34	0.41	0.58	8.19
KLMSN	2011	0.10	0.03	0.15	0.41	0.53	0.21	0.23	8.22
KLMSN	2012	0.11	0.02	0.18	0.33	0.47	0.30	-0.20	8.33
KLMSN	2013	0.21	0.04	0.43	0.26	0.44	0.36	0.58	8.48
KNFRT	2008	-0.15	-0.04	-0.35	0.22	0.69	0.01	-0.14	7.71
KNFRT	2009	0.24	0.13	0.74	0.79	0.43	0.02	0.50	7.57
KNFRT	2010	0.13	0.06	0.47	0.90	0.52	0.02	-0.29	7.71
KNFRT	2011	0.27	0.12	1.31	0.83	0.54	0.01	0.66	7.86
KNFRT	2012	0.15	0.08	0.85	1.04	0.39	0.09	0.14	7.86
KNFRT	2013	0.10	0.05	0.61	0.62	0.39	0.07	-0.19	7.88
KONYA	2008	0.11	0.09	1.34	0.40	0.11	0.04	-0.06	8.58
KONYA	2009	0.07	0.06	2.75	0.83	0.06	0.04	-0.03	8.58
KONYA	2010	0.10	0.09	0.00	2.67	0.06	0.04	0.20	8.62
KONYA	2011	0.08	0.07	1.24	2.95	0.12	0.04	0.10	8.66
KONYA	2012	0.10	0.09	1.60	3.71	0.10	0.04	-0.01	8.61
KONYA	2013	0.11	0.09	1.23	3.14	0.15	0.03	0.21	8.58
KORDS	2008	0.05	0.03	0.21	0.16	0.24	0.16	-0.05	9.12
KORDS	2009	0.04	0.03	0.18	0.33	0.19	0.12	-0.11	9.09
KORDS	2010	0.04	0.03	2.03	0.44	0.20	0.12	0.25	9.12
KORDS	2011	0.08	0.05	0.51	0.33	0.26	0.12	0.29	9.23
KORDS	2012	0.04	0.03	2.10	0.46	0.26	0.12	-0.08	9.20
KORDS	2013	0.03	0.02	1.58	0.35	0.19	0.13	0.04	9.19
KRSTL	2008	-0.07	-0.05	-0.10	0.23	0.20	0.01	0.02	7.67
KRSTL	2009	0.01	0.01	0.02	0.39	0.12	0.01	-0.05	7.66
KRSTL	2010	-0.03	-0.03	-0.06	1.11	0.06	0.01	-0.19	7.84
KRSTL	2011	0.00	0.00	0.00	0.48	0.06	0.01	-0.06	7.84

KRSTL	2012	-0.02	-0.02	-0.03	0.49	0.05	0.01	0.04	7.83
KRSTL	2013	0.04	0.03	0.05	0.53	0.12	0.01	1.21	7.88
KUTPO	2008	0.02	0.01	0.17	0.13	0.33	0.02	-0.05	8.13
KUTPO	2009	0.13	0.11	0.51	0.53	0.14	0.02	-0.03	8.13
KUTPO	2010	0.02	0.02	0.06	0.70	0.18	0.02	-0.10	8.16
KUTPO	2011	0.08	0.06	0.26	0.51	0.23	0.03	0.36	8.23
KUTPO	2012	0.06	0.04	0.00	0.47	0.24	0.03	0.04	8.26
KUTPO	2013	0.10	0.07	0.00	0.39	0.26	0.03	0.20	8.31
LUKSK	2008	-0.11	-0.07	-0.12	0.75	0.18	0.21	-0.29	7.26
LUKSK	2009	0.00	0.00	0.00	1.18	0.24	0.14	0.19	7.25
LUKSK	2010	0.01	0.00	0.02	0.68	0.15	0.15	0.18	7.74
LUKSK	2011	0.05	0.03	0.20	0.39	0.20	0.26	0.44	7.85
LUKSK	2012	0.04	0.02	0.22	0.34	0.14	0.26	0.12	7.97
LUKSK	2013	-0.02	-0.01	-0.11	0.24	0.08	0.36	0.31	7.97
MAKTK	2008	0.04	-0.01	0.00	0.05	1.11	0.18	0.43	7.88
MAKTK	2009	0.05	-0.03	0.00	0.42	1.12	0.42	-0.13	7.92
MAKTK	2010	-0.16	0.03	0.00	1.42	0.97	0.25	0.52	7.99
MAKTK	2011	0.36	-0.09	0.00	0.36	0.71	0.55	0.36	8.07
MAKTK	2012	0.34	-0.24	0.00	0.69	1.21	0.50	-0.22	7.93
MAKTK	2013	1.94	-0.29	-0.01	0.75	0.25	0.90	0.06	8.12
MRDIN	2008	0.31	0.28	0.75	0.63	0.09	0.02	0.16	8.39
MRDIN	2009	0.35	0.31	0.98	1.57	0.09	0.02	0.14	8.45
MRDIN	2010	0.31	0.27	0.71	2.14	0.13	0.01	0.00	8.46
MRDIN	2011	0.32	0.27	0.77	1.69	0.15	0.02	0.06	8.50
MRDIN	2012	0.17	0.12	0.34	1.77	0.23	0.03	-0.19	8.48
MRDIN	2013	0.22	0.17	0.48	1.41	0.17	0.03	-0.02	8.48
MRSHL	2008	0.08	0.06	0.89	0.39	0.23	0.04	0.00	8.17
MRSHL	2009	0.07	0.05	0.72	0.69	0.25	0.05	-0.08	8.18
MRSHL	2010	0.11	0.08	1.32	1.83	0.25	0.05	0.24	8.22
MRSHL	2011	-0.02	-0.01	-0.18	2.22	0.35	0.04	0.38	8.27
MRSHL	2012	-0.03	-0.02	-0.31	2.96	0.37	0.04	-0.10	8.27
MRSHL	2013	-0.03	-0.02	-0.30	1.95	0.34	0.04	0.01	8.24
MNDRS	2008	-0.05	-0.03	-0.06	0.07	0.37	0.03	-0.16	8.55
MNDRS	2009	0.08	0.05	0.10	0.22	0.33	0.03	0.08	8.56
MNDRS	2010	0.05	0.03	0.06	0.26	0.35	0.02	0.10	8.56
MNDRS	2011	0.18	0.11	0.22	0.43	0.35	0.02	0.25	8.65
MNDRS	2012	-0.02	-0.01	-0.02	0.30	0.37	0.04	0.08	8.66
MNDRS	2013	0.09	0.04	0.10	0.16	0.46	0.07	0.18	8.80



<b>MEMSA</b>	2008	-0.90	-0.22	-0.45	0.18	0.33	0.43	1.00	8.27
<b>MEMSA</b>	2009	-0.55	-0.18	-0.46	0.47	0.27	0.40	-0.63	8.37
<b>MEMSA</b>	2010	0.05	0.03	0.00	0.63	0.25	0.12	0.10	8.50
<b>MEMSA</b>	2011	-0.10	-0.06	0.00	0.26	0.30	0.11	4.13	8.46
<b>MEMSA</b>	2012	-0.06	-0.03	0.00	0.28	0.36	0.07	-0.51	8.44
<b>MEMSA</b>	2013	-0.09	-0.04	0.00	0.12	0.47	0.07	-0.94	8.46
<b>MERKO</b>	2008	-4.78	-0.12	-0.37	0.77	0.52	0.46	0.03	7.91
<b>MERKO</b>	2009	0.78	0.09	0.27	0.48	0.54	0.34	-0.16	7.90
<b>MERKO</b>	2010	-0.10	-0.02	-0.03	0.70	0.81	0.03	0.02	7.70
<b>MERKO</b>	2011	-0.11	-0.03	-0.08	0.40	0.51	0.20	-0.13	7.82
<b>MERKO</b>	2012	0.02	0.01	0.02	0.32	0.63	0.12	0.09	7.89
<b>MERKO</b>	2013	-0.19	-0.04	-0.11	0.29	0.71	0.09	0.16	7.90
<b>TIRE</b>	2008	-4.32	-0.27	-0.02	0.48	0.73	0.21	-0.02	8.38
<b>TIRE</b>	2009	-0.15	-0.10	0.00	0.36	0.28	0.07	0.07	8.37
<b>TIRE</b>	2010	-0.02	-0.01	0.00	1.25	0.42	0.06	0.20	8.45
<b>TIRE</b>	2011	0.01	0.01	0.00	0.66	0.45	0.06	0.24	8.48
<b>TIRE</b>	2012	0.08	0.04	0.00	0.67	0.47	0.06	0.04	8.51
<b>TIRE</b>	2013	0.02	0.01	0.00	0.59	0.50	0.04	0.06	8.54
<b>MUTLU</b>	2008	0.01	0.00	0.00	0.22	0.39	0.14	0.18	8.37
<b>MUTLU</b>	2009	-0.03	-0.02	0.00	0.60	0.34	0.14	-0.21	8.32
<b>MUTLU</b>	2010	0.18	0.11	0.00	0.89	0.32	0.10	0.30	8.35
<b>MUTLU</b>	2011	0.22	0.15	0.01	0.47	0.23	0.10	0.36	8.67
<b>MUTLU</b>	2012	0.12	0.09	0.01	0.70	0.14	0.11	0.04	8.67
<b>MUTLU</b>	2013	0.19	0.12	0.01	1.50	0.22	0.12	0.02	8.50
<b>NUHCM</b>	2008	0.20	0.15	1.00	1.17	0.13	0.11	0.17	9.00
<b>NUHCM</b>	2009	0.00	0.09	0.64	0.00	0.11	0.10	-0.11	9.00
<b>NUHCM</b>	2010	0.07	0.05	0.35	14.63	0.17	0.08	0.02	9.03
<b>NUHCM</b>	2011	0.09	0.06	0.50	1.15	0.17	0.15	0.09	9.09
<b>NUHCM</b>	2012	0.08	0.05	0.43	1.15	0.24	0.13	0.07	9.13
<b>NUHCM</b>	2013	0.10	0.06	0.59	0.98	0.18	0.16	0.07	9.13
<b>OLMIP</b>	2008	0.02	0.02	0.11	0.65	0.11	0.05	-0.04	8.30
<b>OLMIP</b>	2009	0.05	0.04	0.24	0.63	0.15	0.05	-0.03	8.33
<b>OLMIP</b>	2010	0.20	0.15	1.24	0.76	0.19	0.06	0.27	8.44
<b>OLMIP</b>	2011	0.08	0.05	0.48	0.64	0.31	0.04	0.47	8.50
<b>OLMIP</b>	2012	0.08	0.06	0.55	0.82	0.24	0.04	0.04	8.49
<b>OLMIP</b>	2013	0.07	0.05	0.51	0.52	0.24	0.04	0.07	8.52
<b>PTOFS</b>	2008	0.04	0.01	0.17	0.17	0.33	0.27	0.28	9.84
<b>PTOFS</b>	2009	0.10	0.04	0.50	0.38	0.35	0.22	-0.18	9.84

<b>PTOFS</b>	2010	-0.02	-0.01	-0.07	0.58	0.30	0.37	0.15	9.82
<b>PTOFS</b>	2011	-0.10	-0.03	-0.35	0.34	0.23	0.47	0.21	9.82
<b>PTOFS</b>	2012	0.01	0.00	0.03	0.38	0.28	0.43	-1.00	6.84
<b>PTOFS</b>	2013	0.01	0.00	0.05	0.31	0.34	0.40	0.24	6.89
<b>OTKAR</b>	2008	0.24	0.07	0.15	0.34	0.70	0.01	0.12	8.71
<b>OTKAR</b>	2009	0.20	0.06	0.14	0.52	0.58	0.13	0.05	8.78
<b>OTKAR</b>	2010	0.12	0.03	0.09	0.70	0.57	0.16	0.03	8.80
<b>OTKAR</b>	2011	0.26	0.06	0.23	0.62	0.64	0.11	0.72	8.93
<b>OTKAR</b>	2012	0.32	0.08	0.33	0.93	0.51	0.26	0.13	9.02
<b>OTKAR</b>	2013	0.35	0.07	0.40	0.96	0.50	0.30	0.40	9.14
<b>PARSN</b>	2008	0.09	0.07	0.00	0.15	0.08	0.10	0.10	8.46
<b>PARSN</b>	2009	-0.09	-0.08	0.00	0.31	0.06	0.09	-0.62	8.40
<b>PARSN</b>	2010	0.01	0.01	0.00	0.53	0.09	0.08	0.74	8.44
<b>PARSN</b>	2011	0.11	0.09	0.00	0.56	0.13	0.04	0.70	8.50
<b>PARSN</b>	2012	0.04	0.03	0.00	0.60	0.11	0.10	-0.07	8.53
<b>PARSN</b>	2013	0.03	0.02	0.00	0.46	0.11	0.09	-0.01	8.68
<b>PETKM</b>	2008	-0.11	-0.09	-0.74	0.11	0.15	0.05	0.07	9.23
<b>PETKM</b>	2009	0.08	0.05	0.56	0.14	0.27	0.04	-0.11	9.32
<b>PETKM</b>	2010	0.08	0.05	0.13	0.96	0.29	0.04	0.41	9.38
<b>PETKM</b>	2011	0.06	0.04	0.10	0.70	0.31	0.05	0.34	9.43
<b>PETKM</b>	2012	0.01	0.01	0.02	0.98	0.36	0.04	0.12	9.45
<b>PETKM</b>	2013	0.03	0.02	0.05	0.83	0.38	0.10	-0.04	9.51
<b>PETUN</b>	2008	0.13	0.10	0.73	0.20	0.15	0.09	0.09	8.49
<b>PETUN</b>	2009	0.15	0.12	0.92	0.39	0.13	0.08	0.01	8.53
<b>PETUN</b>	2010	0.54	0.27	0.91	1.48	0.32	0.18	0.15	8.16
<b>PETUN</b>	2011	0.10	0.07	0.69	0.47	0.19	0.08	0.09	8.63
<b>PETUN</b>	2012	0.10	0.08	0.75	0.60	0.18	0.05	0.09	8.62
<b>PETUN</b>	2013	0.11	0.09	0.88	0.68	0.19	0.05	0.15	8.64
<b>PINSU</b>	2008	0.09	0.07	0.45	0.36	0.14	0.13	0.01	7.92
<b>PINSU</b>	2009	0.09	0.07	0.47	0.65	0.11	0.10	-0.11	7.95
<b>PINSU</b>	2010	0.05	0.04	0.30	0.62	0.16	0.08	0.26	7.98
<b>PINSU</b>	2011	-0.01	-0.01	-0.07	0.41	0.21	0.08	0.14	8.01
<b>PINSU</b>	2012	0.00	0.00	0.03	0.39	0.28	0.06	0.26	8.08
<b>PINSU</b>	2013	-0.12	-0.07	-0.68	0.32	0.27	0.17	0.10	8.11
<b>PNSUT</b>	2008	0.12	0.04	0.76	0.10	0.33	0.33	0.07	8.93
<b>PNSUT</b>	2009	0.17	0.12	1.29	0.51	0.17	0.09	0.00	8.68
<b>PNSUT</b>	2010	0.41	0.20	1.34	1.81	0.34	0.16	0.20	8.47
<b>PNSUT</b>	2011	0.17	0.12	1.62	0.97	0.22	0.08	0.13	8.80

<b>PNSUT</b>	2012	0.13	0.09	1.28	1.11	0.22	0.07	0.12	8.79
<b>PNSUT</b>	2013	0.14	0.10	1.50	1.09	0.23	0.07	0.11	8.83
<b>PIMAS</b>	2008	-0.13	-0.05	0.00	0.13	0.39	0.18	0.01	8.19
<b>PIMAS</b>	2009	0.00	0.00	0.00	0.28	0.38	0.17	-0.15	8.17
<b>PIMAS</b>	2010	0.04	0.02	0.00	0.27	0.40	0.15	0.24	8.20
<b>PIMAS</b>	2011	-0.17	-0.06	-0.01	0.24	0.56	0.09	0.28	8.25
<b>PIMAS</b>	2012	0.08	0.03	0.00	0.24	0.52	0.09	0.03	8.25
<b>PIMAS</b>	2013	-0.02	-0.01	0.00	0.44	0.50	0.03	-0.01	8.35
<b>SARKY</b>	2008	0.00	0.00	0.00	0.05	0.64	0.02	-0.41	8.79
<b>SARKY</b>	2009	0.02	0.01	0.08	0.10	0.50	0.03	0.02	8.74
<b>SARKY</b>	2010	0.04	0.02	0.23	0.13	0.58	0.02	-0.15	8.82
<b>SARKY</b>	2011	0.10	0.04	0.61	0.10	0.64	0.02	0.45	8.93
<b>SARKY</b>	2012	0.10	0.03	0.00	0.24	0.65	0.02	0.07	8.99
<b>SARKY</b>	2013	0.08	0.03	0.00	0.30	0.59	0.05	0.02	8.96
<b>SASA</b>	2008	-0.21	-0.12	-2.34	0.12	0.39	0.04	-0.21	5.62
<b>SASA</b>	2009	-0.17	-0.09	-0.16	0.33	0.22	0.26	0.02	5.59
<b>SASA</b>	2010	0.13	0.06	1.41	0.50	0.49	0.03	0.77	5.69
<b>SASA</b>	2011	0.02	0.01	1.95	0.45	0.51	0.05	0.41	5.79
<b>SASA</b>	2012	-0.12	-0.04	-1.37	0.38	0.62	0.03	0.11	5.83
<b>SASA</b>	2013	0.02	0.01	0.29	0.29	0.58	0.04	0.09	5.81
<b>SELGD</b>	2008	-0.63	-0.29	-0.22	0.44	0.54	0.00	0.89	7.20
<b>SELGD</b>	2009	0.26	0.14	0.09	0.71	0.46	0.00	-0.25	7.15
<b>SELGD</b>	2010	0.01	0.01	0.01	0.50	0.46	0.00	0.04	7.15
<b>SELGD</b>	2011	0.04	0.02	0.01	0.73	0.26	0.04	0.25	7.05
<b>SELGD</b>	2012	0.09	0.07	0.04	0.71	0.23	0.05	-0.47	7.13
<b>SELGD</b>	2013	0.11	0.07	0.05	0.41	0.31	0.05	0.93	7.23
<b>SERVE</b>	2008	-0.18	-0.13	-0.20	0.38	0.18	0.07	1.00	7.02
<b>SERVE</b>	2009	-0.19	-0.15	-0.18	1.01	0.16	0.07	-0.32	6.93
<b>SERVE</b>	2010	-0.77	-0.27	-0.39	0.81	0.60	0.05	0.06	7.02
<b>SERVE</b>	2011	-0.50	-0.15	-0.15	0.83	0.60	0.10	0.18	7.00
<b>SERVE</b>	2012	-0.55	-0.14	-0.14	0.62	0.68	0.08	-0.63	6.89
<b>SERVE</b>	2013	0.13	0.10	0.06	2.11	0.20	0.02	0.29	6.65
<b>SODA</b>	2008	0.09	0.05	0.22	0.15	0.23	0.20	0.42	8.94
<b>SODA</b>	2009	0.09	0.05	0.20	0.24	0.24	0.17	-0.04	8.96
<b>SODA</b>	2010	0.11	0.07	0.27	0.43	0.18	0.17	0.06	8.98
<b>SODA</b>	2011	0.23	0.15	0.73	0.49	0.22	0.13	0.32	9.09
<b>SODA</b>	2012	0.13	0.09	0.33	0.60	0.22	0.08	0.36	9.15
<b>SODA</b>	2013	0.17	0.12	0.45	0.59	0.16	0.14	0.19	9.25

<b>SKTAS</b>	2008	0.06	0.02	0.00	0.04	0.24	0.37	0.09	8.45
<b>SKTAS</b>	2009	0.02	0.01	0.00	0.07	0.22	0.36	-0.06	8.44
<b>SKTAS</b>	2010	0.07	0.03	0.34	0.21	0.23	0.33	0.24	8.46
<b>SKTAS</b>	2011	0.13	0.05	0.69	0.37	0.28	0.34	0.29	8.58
<b>SKTAS</b>	2012	-0.22	-0.09	-1.27	0.27	0.32	0.27	-0.03	8.65
<b>SKTAS</b>	2013	-0.44	-0.12	-1.76	0.16	0.41	0.33	0.18	8.68
<b>SNPAM</b>	2008	-0.33	-0.31	-0.30	0.47	0.04	0.01	1.00	7.88
<b>SNPAM</b>	2009	0.11	0.11	0.11	3.27	0.02	0.00	-0.56	7.92
<b>SNPAM</b>	2010	-0.01	-0.01	-0.01	2.70	0.03	0.01	0.32	7.90
<b>SNPAM</b>	2011	0.06	0.06	0.06	2.68	0.05	0.01	0.03	7.94
<b>SNPAM</b>	2012	0.04	0.04	0.04	2.48	0.08	0.01	-0.01	7.92
<b>SNPAM</b>	2013	0.08	0.08	0.08	1.48	0.04	0.00	0.00	7.94
<b>SKPLC</b>	2008	-1.71	-0.20	-0.01	0.10	0.52	0.36	0.09	8.07
<b>SKPLC</b>	2009	0.46	0.09	0.01	0.34	0.48	0.32	0.29	8.12
<b>SKPLC</b>	2010	-0.62	-0.06	0.00	0.31	0.53	0.38	0.10	8.24
<b>SKPLC</b>	2011	-0.65	-0.06	0.00	0.29	0.65	0.26	0.17	8.32
<b>SKPLC</b>	2012	1.66	-0.22	-0.01	0.37	0.95	0.18	0.20	8.35
<b>SKPLC</b>	2013	0.74	-0.60	-0.02	0.14	1.74	0.08	-0.84	8.14
<b>TOASO</b>	2008	0.16	0.05	0.35	0.08	0.37	0.32	0.31	6.55
<b>TOASO</b>	2009	0.25	0.08	0.72	0.28	0.40	0.27	0.06	6.64
<b>TOASO</b>	2010	0.02	0.01	0.77	0.39	0.39	0.29	0.26	6.72
<b>TOASO</b>	2011	0.26	0.08	0.95	0.26	0.44	0.28	0.14	6.80
<b>TOASO</b>	2012	0.21	0.07	0.88	0.80	0.41	0.25	-0.09	6.78
<b>TOASO</b>	2013	0.23	0.07	0.87	1.13	0.43	0.25	0.05	6.77
<b>TRKCM</b>	2008	0.09	0.07	0.21	0.19	0.10	0.19	0.11	9.25
<b>TRKCM</b>	2009	0.05	0.03	0.11	0.39	0.11	0.19	-0.08	9.29
<b>TRKCM</b>	2010	0.14	0.10	0.35	0.74	0.08	0.17	0.22	9.31
<b>TRKCM</b>	2011	0.13	0.10	0.37	0.50	0.10	0.13	0.16	9.37
<b>TRKCM</b>	2012	0.04	0.03	0.11	0.63	0.08	0.10	-0.18	9.39
<b>TRKCM</b>	2013	0.05	0.03	0.17	0.44	0.13	0.27	0.44	9.59
<b>TUKAS</b>	2008	-2.29	-0.28	-1.06	0.10	0.87	0.01	-0.16	8.37
<b>TUKAS</b>	2009	-0.19	-0.08	-0.14	0.29	0.56	0.01	0.01	8.24
<b>TUKAS</b>	2010	0.01	0.01	0.01	0.69	0.38	0.17	-0.10	8.23
<b>TUKAS</b>	2011	-0.81	-0.18	-0.38	0.44	0.72	0.06	-0.18	8.33
<b>TUKAS</b>	2012	-0.22	-0.08	-0.18	0.45	0.47	0.14	0.15	8.32
<b>TUKAS</b>	2013	-1.01	-0.18	-0.40	0.42	0.48	0.34	0.17	8.34
<b>TRCAS</b>	2008	0.09	0.09	0.33	0.39	0.02	0.01	15.93	8.72
<b>TRCAS</b>	2009	0.05	0.05	0.20	0.72	0.02	0.01	-0.21	8.71

<b>TRCAS</b>	2010	0.10	0.10	0.25	1.48	0.02	0.01	0.16	8.75
<b>TRCAS</b>	2011	0.16	0.11	0.44	0.56	0.02	0.25	-0.79	8.93
<b>TRCAS</b>	2012	0.10	0.07	0.31	0.70	0.03	0.29	1.12	9.01
<b>TRCAS</b>	2013	0.04	0.02	0.11	0.47	0.06	0.34	1.09	9.07
<b>TUPRS</b>	2008	0.12	0.05	1.73	0.28	0.48	0.11	0.35	6.94
<b>TUPRS</b>	2009	0.21	0.08	0.24	0.52	0.52	0.11	-0.33	7.01
<b>TUPRS</b>	2010	0.19	0.05	2.94	0.53	0.64	0.08	0.29	7.14
<b>TUPRS</b>	2011	0.28	0.08	1.69	0.56	0.57	0.13	0.58	7.17
<b>TUPRS</b>	2012	0.30	0.09	0.85	0.70	0.48	0.22	0.03	7.22
<b>TUPRS</b>	2013	0.23	0.06	0.00	0.49	0.49	0.27	-0.03	7.33
<b>TUDDF</b>	2008	-0.26	-0.04	-0.46	0.33	0.67	0.17	0.11	8.79
<b>TUDDF</b>	2009	-0.14	-0.02	-0.21	0.66	0.65	0.20	-0.24	8.75
<b>TUDDF</b>	2010	-0.41	-0.05	-0.47	1.27	0.61	0.26	-0.07	8.68
<b>TUDDF</b>	2011	-0.32	-0.02	-0.24	0.94	0.72	0.21	0.24	8.73
<b>TUDDF</b>	2012	0.06	0.00	0.05	0.88	0.67	0.25	0.02	8.72
<b>TUDDF</b>	2013	-0.51	-0.05	-0.48	0.49	0.58	0.32	-0.12	8.70
<b>PRKAB</b>	2008	0.13	0.06	0.02	0.07	0.48	0.04	0.02	8.47
<b>PRKAB</b>	2009	-0.04	-0.02	0.00	0.16	0.41	0.05	-0.32	8.38
<b>PRKAB</b>	2010	-0.04	-0.02	-0.05	0.50	0.50	0.04	0.15	8.43
<b>PRKAB</b>	2011	0.03	0.01	0.03	0.35	0.64	0.03	0.39	8.59
<b>PRKAB</b>	2012	0.06	0.02	0.07	0.31	0.56	0.12	-0.02	8.63
<b>PRKAB</b>	2013	0.07	0.02	0.08	0.26	0.69	0.08	0.22	8.77
<b>TBORG</b>	2008	-1.38	-0.53	-1.07	0.27	0.60	0.01	0.20	8.30
<b>TBORG</b>	2009	-0.01	-0.01	-0.01	0.70	0.38	0.02	0.10	8.27
<b>TBORG</b>	2010	-0.05	-0.03	-0.06	0.65	0.49	0.02	0.02	8.34
<b>TBORG</b>	2011	-0.08	-0.03	-0.08	0.84	0.61	0.02	0.13	8.43
<b>TBORG</b>	2012	0.28	0.12	0.13	1.72	0.53	0.02	0.52	8.53
<b>TBORG</b>	2013	0.36	0.18	0.26	2.24	0.47	0.02	0.42	8.66
<b>USAK</b>	2008	-0.13	-0.04	-0.20	0.04	0.61	0.12	0.09	7.91
<b>USAK</b>	2009	0.11	0.04	0.30	0.09	0.50	0.13	0.03	8.04
<b>USAK</b>	2010	0.02	0.01	0.07	0.12	0.59	0.08	0.07	8.12
<b>USAK</b>	2011	0.02	0.01	0.09	0.09	0.54	0.15	0.17	8.32
<b>USAK</b>	2012	0.01	0.01	0.03	0.24	0.38	0.22	0.25	8.38
<b>USAK</b>	2013	-0.04	-0.01	-0.09	0.13	0.46	0.20	0.25	8.43
<b>ULKER</b>	2008	0.02	0.01	0.06	0.20	0.44	0.19	1.00	9.31
<b>ULKER</b>	2009	0.09	0.04	0.38	0.29	0.46	0.11	0.10	9.44
<b>ULKER</b>	2010	0.12	0.06	0.69	0.43	0.27	0.20	-0.02	9.46
<b>ULKER</b>	2011	0.60	0.25	2.45	0.46	0.47	0.12	0.18	9.43

<b>ULKER</b>	2012	0.15	0.05	0.49	1.02	0.36	0.30	0.30	9.50
<b>ULKER</b>	2013	0.15	0.06	0.55	1.60	0.58	0.02	0.17	9.50
<b>UNYEC</b>	2008	0.26	0.22	0.69	0.36	0.09	0.07	-0.01	8.49
<b>UNYEC</b>	2009	0.20	0.17	0.52	0.77	0.09	0.06	-0.15	8.47
<b>UNYEC</b>	2010	0.18	0.16	0.37	1.42	0.11	0.04	0.15	8.47
<b>UNYEC</b>	2011	0.20	0.18	0.42	1.32	0.07	0.04	0.17	8.47
<b>UNYEC</b>	2012	0.22	0.19	0.48	1.99	0.10	0.03	0.08	8.50
<b>UNYEC</b>	2013	0.20	0.18	0.45	2.18	0.08	0.03	-0.04	8.50
<b>VESTL</b>	2008	-0.47	-0.11	-0.02	0.04	0.65	0.13	0.01	6.59
<b>VESTL</b>	2009	0.07	0.02	0.00	0.12	0.59	0.12	-0.01	6.58
<b>VESTL</b>	2010	0.03	0.01	0.00	0.20	0.60	0.11	0.14	6.60
<b>VESTL</b>	2011	-0.03	-0.01	0.00	0.12	0.72	0.06	0.32	6.71
<b>VESTL</b>	2012	-0.08	-0.02	-0.33	0.13	0.61	0.11	0.01	6.69
<b>VESTL</b>	2013	-0.07	-0.02	-0.30	0.09	0.65	0.11	-0.12	6.75
<b>VKING</b>	2008	-4.27	-0.26	-0.63	0.18	0.44	0.50	0.07	8.08
<b>VKING</b>	2009	-0.16	-0.04	-0.07	0.88	0.32	0.45	0.06	8.07
<b>VKING</b>	2010	-0.74	-0.12	-0.32	0.86	0.79	0.04	-0.02	8.02
<b>VKING</b>	2011	-0.85	-0.20	-0.68	0.30	0.27	0.50	0.06	8.14
<b>VKING</b>	2012	-0.40	-0.07	-0.22	1.12	0.36	0.48	0.00	8.13
<b>VKING</b>	2013	-1.84	-0.19	-0.75	0.17	0.54	0.36	0.12	8.21
<b>YUNSA</b>	2008	-0.45	-0.15	-0.77	0.10	0.64	0.03	0.04	8.18
<b>YUNSA</b>	2009	-0.11	-0.04	-0.17	0.24	0.62	0.03	-0.20	8.11
<b>YUNSA</b>	2010	0.10	0.04	0.18	0.39	0.62	0.03	0.15	8.16
<b>YUNSA</b>	2011	0.22	0.07	0.49	0.45	0.65	0.03	0.36	8.30
<b>YUNSA</b>	2012	0.11	0.04	0.26	0.62	0.63	0.03	0.19	8.32
<b>YUNSA</b>	2013	0.21	0.06	0.53	0.45	0.66	0.03	0.06	0.69

## Kaynakça

- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: An empirical analysis of listed firms in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, 6, 438–445.
- Abor, J. (2007). Debt policy and performance of SMEs: Evidence from Ghanaian and South African firms. *The Journal of Risk Finance*, 8(4), 364–379.
- Ahmad, Z.; Mohd, N.; Abdullah, H. ve Roslan, S. (2012). Capital structure effect on firms performance: Focusing on consumers and industrials sectors on Malaysian firms. *International Review of Business Research Papers*, 8(5), 137–155.
- Aktaş, R.; Doğanay, M.; Murat, A. ve Başçı, E. S. (2013). *Finansal yönetim*. Sakarya: saüsem yayınları.
- Amara, A. ve Aziz, B. (2014). Impact of capital structure on firm performance: Analysis of food sector listed on Karachi stock exchange. *International Journal of Multidisciplinary Consortium*, 1, 1–11.
- Ata, H. A. ve Ağ, Y. (2010). Firma karakteristiğinin sermaye yapisi üzerindeki etkisinin analizi. *Istanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonometri Ve İstatistik Dergisi*, 11, 45–60.
- Bedük, A. ve Çelik, N. (2014). Vekalet teorisi yaklaşımi ile işlem maliyeti arasındaki ilişki. *Sakarya İktisat Dergesi*, 33–46.
- Berger, A. N. ve Udell, E. (2006). Capital structure and firm performance: A new approach to testing agency theory and an application to the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 30, 1065–1102.

- Brealey, R. A.; Myers, S. C.; ve Marcus, A. J. (2009). *Fundamentals of Corporate Finance* (6th ed.). Boston: McGraw-Hill Irwin.
- Canbaş, S.; Doğukanlı, H.; ve Düzakın, H. (2004). Tobin q oranı ve günümüzde işletme kararları açısından önemi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 13(2), 57–74.
- Ceylan, Al. ve Korkmaz, T. (2008). *İşletmelerde finansal yönetim* (9. baskı). Bursa: Ekin kitabevi.
- Demir, S. ve Baştürk, F. H. (2009). İMKB sanai endeksinde yer alan işletmelerde sermaye yapısı ve karlılık arasındaki ilişki. *Finans Politik Ekonomik Yorumlar*, 46(529), 65–74.
- Doğan, M. (2013). Sigorta firmalarının sermaye yapısı ile karlılık arasındaki ilişki: Türk sermaye piyasası üzerine bir inceleme. *Muhasabe ve Finansman Dergisi*, 57, 121–136.
- Ebaid, I. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *The Journal of Risk Finance*, 10, 477–487.
- Ebrati, M. R.; Emadi, F.; Balasang, R. S. ve Safari, G. (2013). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Tehran stock exchange. *Australian Journal of Basic and Applied Scienc*, 7(4), 1–8.
- Ercan, M. K. ve Ban, Ü. (2005). *Değere Dayalı İşletme Finansı-Finansal yönetim*. Ankara: Gazi Kitabevi.



- Eriotis, N.; Vasiliou, D.; ve Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: An empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321–331.
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance : Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(2), 140–151.
- Francis, D. C.; Saliola, F. ve Seker, M. (2013). *Measuring firm performance in Latin America and the Caribbean. Enterprise Surveys* (Vol. 2, pp. 1–6).
- Frank, M. Z. ve Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217–248.
- Gleason, K. C. ve Mathur, L. K. (2000). The Interrelationship between culture, capital structure, and performance: Evidence from European retailers. *Journal of Business Research*, 2963(99), 185–191.
- Gülşen, A. Z. ve Ülkütaş, Ö. (2012). Sermaye yapısının belirlenmesinde finansman hiyerarşisi teorisi ve ödünleşme teorisi: İMKB sanayi endeksinde yer alan firmalar üzerine bir uygulama. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 8(15), 49–60.
- Gupta, P.; Srivastava, A. ve Sharma, D. (2010). Capital Structure and Financial Performance: Evidence from India. *Journal of Arts Science & Commerce*, 2(2), 171–183.
- Hadlock, C. J. ve James, C. M. (2002). Do banks provide financial slack? *Journal of Finance and Accounting*, 57, 1383–1420.

- Hasan, B.; Ahsan, M.; Rahaman, A. ve Alam, N. (2014). Influence of capital structure on firm performance: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, 9(5), 184–194.
- Hausman, J. A. ve Taylor, W. E. (1981). Panel data and unobservable individual effects. *Econometrica*, 49(6), 1377–1398.
- Hirsch, B. T. ve Seaks, T. G. (2012). Functional form in regression models of Tobin's q. *The Review of Economics and Statistics*, 75(2), 381–385.
- Iavorskyi, M. (2013). The impact of capital structure on firm performance: Evidence from Ukraine. Unpublished Master Thesis. Kyive: Kyiv School of Economics.
- Illmer, S. J. (2011). *Definition of performance and performance measurement*. Schaffhausen: IIPC.
- Jensen, G. R. ve Zorn, T. S. (1988). The importance of bankruptcy costs in firms' capital structure decisions. Unpublished PhD Thesis. Nebraska: University of Nebraska.
- Kabakçı, Y. (2008). Sermaye yapisi ile işletme performansi arasindaki ilişki: Gıda sektöründe bir uygulama. *Ege Akademik Bakış*, 8(1), 167–182.
- Khan, A. G. (2012). The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(1), 245–262.

- Leon, J. (2013). The impact of capital structure on financial performance of the listed trading companies in Sri Lanka. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 3(5), 1–9.
- Manawaduge, A.; Zoysa, A. ve Chowdhury, K. (2011). Capital structure and firm performance in emerging economies : An empirical analysis of Sri Lankan firms. *Corporate Ownership & Control*, 8(4), 253–263.
- Margaritis, D. ve Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking and Finance*, 34(3), 621–632.
- Martis, R. N. (2013). Capital structure and firm's financial performance - An Empirical Analysis of S&P500. Unpublished Master Thesis. Tilburg: University of Tilburg.
- Memon, F.; Bhutto, N. A.; ve Abbas, G. (2012). Capital structure and firm performance : A case of textile sector of Pakistan. *Asian Journal of Business and Management Sciences*, 1(9), 9–15.
- Modigliani, F. ve Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48, 261–297.
- Modigliani, F. ve Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A orrection. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Mohamad, N. ve Abdullah, F. (2012). Reviewing relationship between capital structure and firm's performance in Malaysia. *International Journal of Advances in Management Economics*, 1(4), 151–156.

- Moscu, R. (2014). Capital structure and corporate performance of Romanian listed companies. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(1), 287–292.
- Muritala, T. A. (2012). An empirical analysis of capital structure on firm's performance in Nigeria. *International Journal of Advances in Management and Economics*, 1(5), 116–124.
- Mwangi, L. W. (2014). Relationship between capital structure and performance of non-financial companies listed in the Nairobi securities exchange. *Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA)*, 1(2), 72–90.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Myers, S. C. ve Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Niu, X. (2008). Theoretical and practical review of capital structure and its determinants. *International Journal of Business and Management*, 3, 133–139.
- Ogebe, P.; Ogebe, J. ve Alewi, K. (2013). The impact of capital structure on firms' performance in Nigeria. *Journal of Risk Finance*, 6(5), 438–445.
- Okuyan, H. A. (2007). Türkiye'de imalat sanayi firmalarının borçlanma davranışları ve sermaye yapıları üzerine bir uygulama. *Mevzuat Dergisi*, 109.

- Omowunmi, F. (2012). Capital structure and corporate performance of Nigerian quoted firms: A panel data approach. Unpublished PhD thesis. Ota: Covenant University.
- Price, J. (2012). Return on equity TRAPS and how to avoid them. *Equity*, 26(3), 4–6.
- Ramezani, A.; Hasan, S.; Nezhad, S. ve Majd, P. (2013). The relationship between capital structure decisions with firm performance: Comparison between big and small industries in firms listed at Tehran stock exchange. *World of Sciences Journal*, 1(9), 83–92.
- Saad, N. M. (2010). Corporate governance compliance and the effects to capital structure in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 2(1), 105–115.
- Salim, M. ve Yadav, R. (2012). Capital structure and firm performance: Evidence from Malaysian listed companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166.
- Salteh, H. ve Ghanavati, E. (2012). Capital structure and firm performance; Evidence from Tehran stock exchange. *International Proceedings of Economics Development & Research*, 43, 225–230.
- San, O. T. ve Heng, T. B. (2011). Capital structure and corporate performance of Malaysian construction sector. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(2), 28–36.

- Soumadi, M. M. ve Hayajneh, O. S. (2006). Capital structure and corporate performance: Empirical study on the public Jordanian shareholdings firms listed in the Amman stock Market. *European Scientific Journal*, 8(22), 173–189.
- Stephen, M. M. (2012). The Influence Of Capital Structure On Firms ' Performance : A Case Of Selected Firms ' Listed In Nairobi Securities Exchange , Kenya. Unpublished Master thesis. Nairobi: University of Nairobi.
- Tianyu, H. (2013). The comparison of impact from capital structure to corporate performance between Chinese and European listed firms. Unpublished Master Thesis. Jönköping: Jönköping University.
- Toraman, C.; Kilic, Y. ve Reis, S. G. (2013). The effects of capital structure decisions on firm performance: Evidence from Turkey. *International Conference on Economic and Social Studies*, 1, 10–11.
- Velampy, T. ve Niresh, J. A. (2012). The relationship between capital structure and profitability. *Global Journal of Management and Business Research*, 12(13), 104–112.
- Vitor, D. ve Badu, J. (2012). Capital structure and performance of listed banks in Ghana. *Global Journal of Human Social Science*, 12(5), 57–62.
- Wooldridge, J. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. London: The MIT Press.
- Yakar, R. (2011). Sermaye yapisi teorileri veİMKB' de ampirik bir çalışma. Yayınlanmamış Master Tezi. Konya: Selçuk Üniversitesi.

- Yılmaz, A. (2009). Halka açık anonim ortaklıklarda yöneticilerin mali hakları. Yayınlanmamış Master Tezi. Ankara: Ankara Üniversitesi.
- Yung-Chieh, C. (2013). The effects of capital structure on the corporate performance of Taiwan-listed Photovoltaic companies : A Moderator of corporate innovation activities. *The Journal of Global Business Management*, 9(1), 92–106.
- Zeitun, R. ve Tian, G. G. (2007). Capital structure and corporate performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 1(4).
- Zerenler, M. (2005). Performans ölçüm sistemleri tasarımı ve üretim sistemlerinin performansının ölçümüne yönelik bir araştırma. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 1, 1–36.