

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.

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

Üye : Doç.Dr.Fatih TEMİZEL

Üye : Doç.Dr.Abdullah YALAMA

İmza




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 Akif 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.

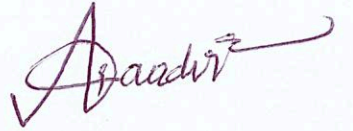
09/09/2015

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

Özgeçmiş

Abdulkadir Ali Tifow

İşletme Anabilim Dalı- Finansman Bölümü

Yüksek Lisans

Eğitim

Lisans	2011	Mogadishu Univiresitesi, İktisat ve idari Fakültesi, Muhasabe Bölümü, Mogadişu-Somali
Lise	2007	Al-Fajri Lisesi, Mogadişu-Somali

İş

Haziran- Ekim 2012	Finans Asistanı, Hijra Kuruluşu, Mogadişu-Somali
2011-2012	Fakülte Sekreteri, İktisat ve idari Fakültesi, Mogadishu Univiresitesi, Mogadişu-Somali
2009-2011	Lise ve Ortaokul Öğretmenliği, Muad Bin Jebel Okulu ve Moahamed Hersi Nor Sidi Okulu

Kişisel Bilgiler

Doğum Yeri ve Yılı: Mogadişu, 1988 Cinsiyet: Bay Yabancı Dil: Türkçe, Arapça ve İngilizce

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

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
TDTA:	Total debt to total assets - Toplam Vadeli Yabancı Kaynakların Toplam Aktiflere oranı
FVÖK:	Faiz Vergi Öncesi Kar
GSE:	Ghana Stock Exchange - Gana Menkul kıymetleri
EKK:	En Küçük Kareler
EGEKK:	Esnek Genelleştirilmiş en küçük kareler
GLS:	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), asimetrik 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 arttıracak 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).

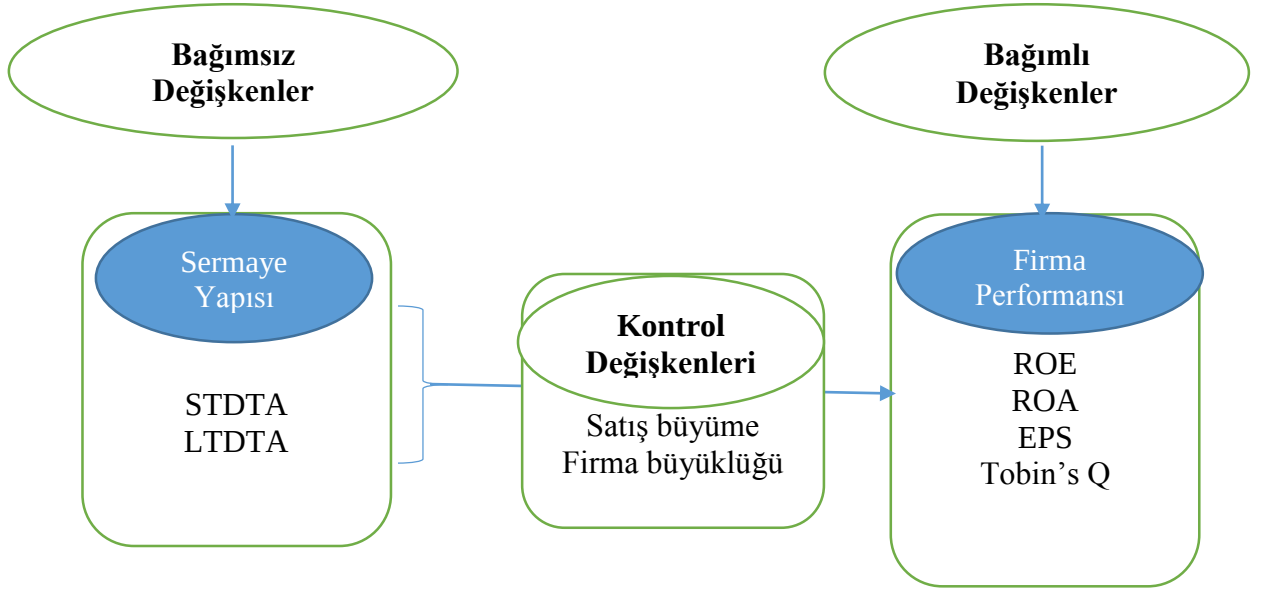
Pay Başına Kar: İşletme karının toplam hisse sayısına bölünmesi ile bulunur. Pay başına kar, bir işletmenin hisse değerinin ölçülmesinde yatırımcılar tarafından oldukça önemsenen ve sıklıkla kullanılan bir orandır. Yatırımcının sahip olduğu her hisse senedi başına ne kadar kar elde ettiğini gösteren 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 insanı 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 açısından 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 karşılaşabilecekleri 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 endirekt 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 (çıkaracaklarını), 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 (IMKB)'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

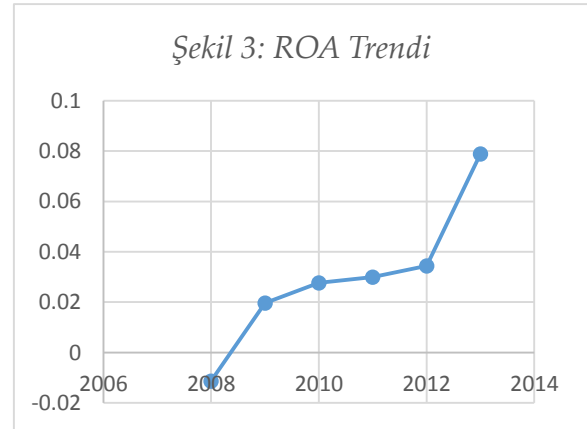
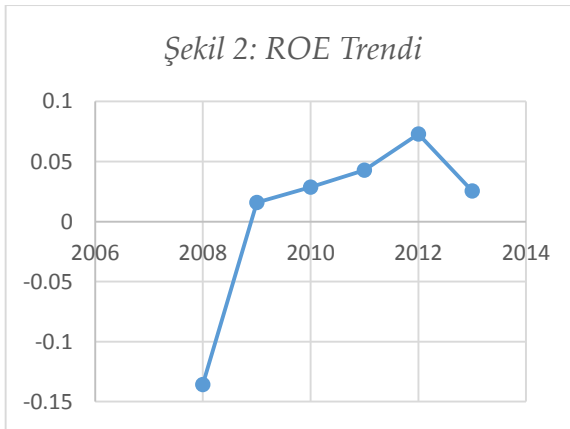
ROE oranı bir şirketin kazanç performansının önemli bir ölçüsüdür ve paydaşların (hissedarların) yatırımlarının ne derece etkin kullanıldığını gösterir. Öz kaynak karlılığının (ROE) ortalama değerinin 0'a yakın olduğu (Tablo 1), ROE'nin zaman içerisinde gelişimine (Tablo 2.) ve (Şekil 2) baktığımızda,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

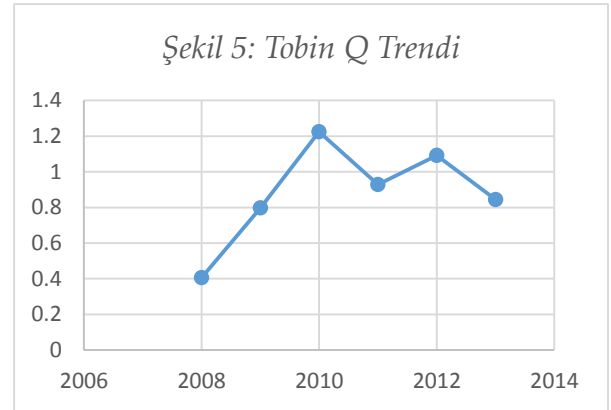
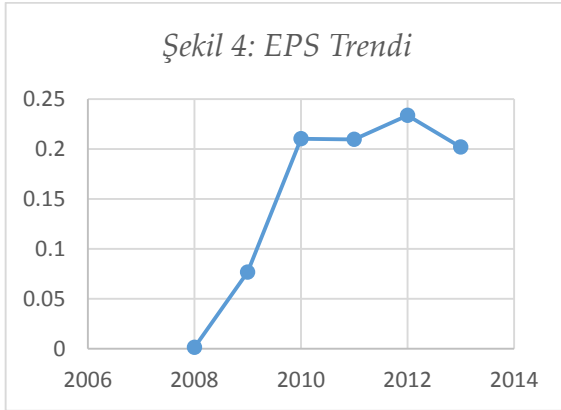
Kaynak: Stata 12.0

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.

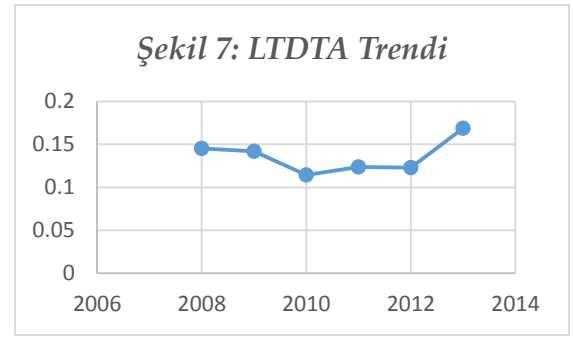
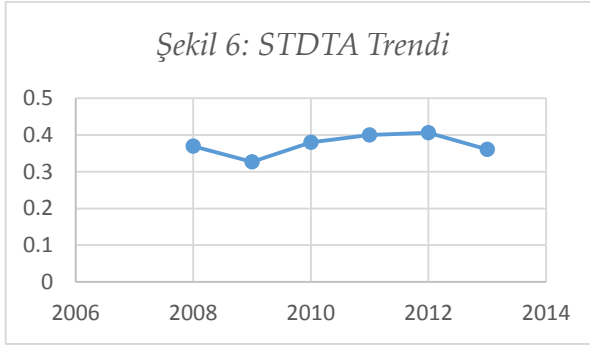


Yukarıda belirttiğimiz rakamlara göre, Türkiye'deki üretim şirketlerinin karlılık açısından (ROE ve ROA) ilgili dönemde düşük bir performans altında çalıştığı, mevcut kaynaklarını en uygun şekilde (optimal) kullanmadığı ve pay sahiplerinin sermaye yatırımlarını verimli bir şekilde kullanmadığı görülürken,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

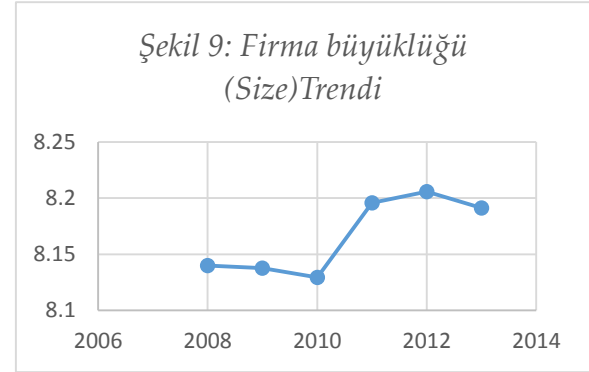
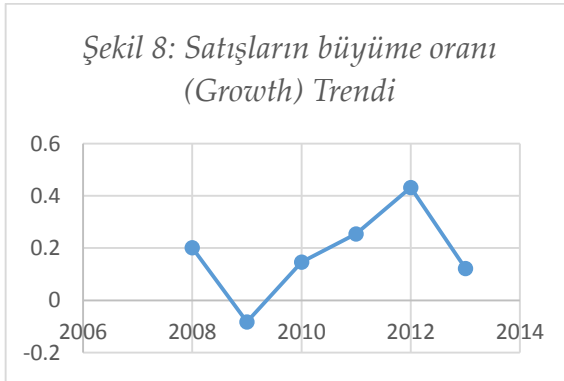
Pay başına kazanç (EPS) yılın sonunda firmaların ortakları tarafından ne kadar kazanıldığını ölçen bir değişkendir. EPS'nin ortalama değeri % 16 olarak hesaplanmıştır. Aşağıda Şekil 4'e baktığımızda 2010 ve 2011 yıllarında firmaların pay sahipleri en yüksek kazanç elde ettiklerine görmekteyiz. Genel 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 sınanmaktadır. 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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ULKER	2012	0.15	0.05	0.49	1.02	0.36	0.30	0.30	9.50
ULKER	2013	0.15	0.06	0.55	1.60	0.58	0.02	0.17	9.50
UNYEC	2008	0.26	0.22	0.69	0.36	0.09	0.07	-0.01	8.49
UNYEC	2009	0.20	0.17	0.52	0.77	0.09	0.06	-0.15	8.47
UNYEC	2010	0.18	0.16	0.37	1.42	0.11	0.04	0.15	8.47
UNYEC	2011	0.20	0.18	0.42	1.32	0.07	0.04	0.17	8.47
UNYEC	2012	0.22	0.19	0.48	1.99	0.10	0.03	0.08	8.50
UNYEC	2013	0.20	0.18	0.45	2.18	0.08	0.03	-0.04	8.50
VESTL	2008	-0.47	-0.11	-0.02	0.04	0.65	0.13	0.01	6.59
VESTL	2009	0.07	0.02	0.00	0.12	0.59	0.12	-0.01	6.58
VESTL	2010	0.03	0.01	0.00	0.20	0.60	0.11	0.14	6.60
VESTL	2011	-0.03	-0.01	0.00	0.12	0.72	0.06	0.32	6.71
VESTL	2012	-0.08	-0.02	-0.33	0.13	0.61	0.11	0.01	6.69
VESTL	2013	-0.07	-0.02	-0.30	0.09	0.65	0.11	-0.12	6.75
VKING	2008	-4.27	-0.26	-0.63	0.18	0.44	0.50	0.07	8.08
VKING	2009	-0.16	-0.04	-0.07	0.88	0.32	0.45	0.06	8.07
VKING	2010	-0.74	-0.12	-0.32	0.86	0.79	0.04	-0.02	8.02
VKING	2011	-0.85	-0.20	-0.68	0.30	0.27	0.50	0.06	8.14
VKING	2012	-0.40	-0.07	-0.22	1.12	0.36	0.48	0.00	8.13
VKING	2013	-1.84	-0.19	-0.75	0.17	0.54	0.36	0.12	8.21
YUNSA	2008	-0.45	-0.15	-0.77	0.10	0.64	0.03	0.04	8.18
YUNSA	2009	-0.11	-0.04	-0.17	0.24	0.62	0.03	-0.20	8.11
YUNSA	2010	0.10	0.04	0.18	0.39	0.62	0.03	0.15	8.16
YUNSA	2011	0.22	0.07	0.49	0.45	0.65	0.03	0.36	8.30
YUNSA	2012	0.11	0.04	0.26	0.62	0.63	0.03	0.19	8.32
YUNSA	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 yaklaşımı ile işlem maliyeti arasındaki ilişki. *Sakarya İktisat Dergesi*, 33–46.
- Berger, A. N. ve Bonaccorsi di Patti, 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. *Muhasebe 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 yapisinin 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 arasindakİlişki: 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.
- Velnampy, 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.