

SEÇİLMİŞ DEĞİŞKENLERİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİ: COVID 19 ÖNCESİ VE DÖNEMİNDEN KANITLAR¹

THE EFFECT OF SELECTED VARIABLES ON FIRM VALUE: EVIDENCE BEFORE AND DURING COVID 19

Nevzat *AYPEK**  Aykan *COŐKUN*** 

Araştırma Makalesi / Geliş Tarihi: 16.01.2023
Kabul Tarihi: 28.06.2023

Öz

Bu alışmada COVID 19 öncesi ve döneminde seçilmiş değişkenlerin firma değerine etkisi incelenmek istenmiştir. Bu amaç çerçevesinde Ekim 2018-Mart 2021 tarihleri arasında mali tablolarını çeyrek dönemlerle kesintisiz onar kez raporlayan Borsa İstanbul'da işlem gören 144 imalat firmasının verilerinden yararlanılmıştır. Veriler oklu doğrusal regresyon analiziyle incelenmiştir. Çalışmada piyasa değeri, piyasa değeri/defter değeri, maliyet farkına göre değer, çarpanlarla hesaplanan firma değeri ve Tobin q oranı bağımlı değişken olarak; büyüme oranı, cari oran, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, özsermayenin devir hızı, özsermayenin kârlılığı, temettü dağıtım politikası, enflasyon ve Gayrisafı Yurt İçi Hasıla (GSYİH) oranı ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Çalışmada 5 ayrı model oluşturulmuştur. Elde edilen bulgular ışığında cari oran ile özsermayenin devir hızının firma değerine pozitif etkisinin olduğuna, özsermayenin kârlılığı ile kaldıraç oranının ise firma değerine negatif etkisinin olduğuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Covid 19, Sermaye Yapısı, Temettü Politikası, Firma Değeri.

JEL Sınıflaması: F40, G00, G11, L20.

Abstract

In this study, it was aimed to examine the effect of selected variables on firm value before and during COVID 19. For this purpose, the data of 144 manufacturing companies traded in Borsa Istanbul, which reported their financial statements ten times on a quarterly basis between October 2018 and March 2021, were used. The data were analyzed by multiple linear regression analysis. In the study, market value, market value / book value, value according to cost difference, firm value calculated with multipliers and Tobin q ratio as dependent variables; growth rate, current ratio, firm size, leverage ratio, equity turnover rate, return on equity, dividend distribution policy, inflation and Gross Domestic Product (GDP) ratio are used as independent variables. In the study, 5 different models were created. In the light of the findings, it has been found that the current ratio and the turnover rate of the equity capital have a positive effect on the firm value, while the return on equity and the leverage ratio have a negative effect on the firm value.

Keywords: Covid 19, Capital Structure, Dividend Policy, Firm Value.

JEL Classification: F40, G00, G11, L20.

¹ **Bibliyografik Bilgi (APA):** FESA Dergisi, 2023; 8(2) ,364-379 / DOI: 10.29106/fesa.1236708

*Prof. Dr., Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, nevzat.aypek@hbv.edu.tr, Ankara & Türkiye ORCID: 0000-0002-0780-9975

** Dr., Millî Eğitim Bakanlığı Muhasebe ve Finansman Alan Uzmanı, aykancoskun3379@gmail.com, Ankara & Türkiye ORCID: 0000-0002-9912-6871

1. Giriş

Değer kavramı objektif veya subjektif özellik taşıyabilmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2008, s.3). Değer, finansal piyasalarda bir varlığın parasal karşılığını temsil etmektedir (Sipahi vd., 2016, s.13). Firma değeri ise; sahip olunan varlıklar, organizasyon yapısı, kullanılan teknoloji, insan kaynakları ve beklenen nakit akımlarını temsil etmektedir (Chambers, 2009, s.14). 1960'lerden itibaren firma değerinin maksimize edilmesi firmaların temel amacı olarak kabul edilmektedir (Ercan ve Ban, 2018, s.11). Firma birleşmeleri, devralmaları veya stratejilerinde, hisse senedi yatırımlarında, firmaların finansmanında taraflar firma değerini referans olarak alabilmektedirler (Üreten ve Ercan, 2000, s.6). Firma değeri belirlenirken ekonomik koşullar, sektörün durumu, firma büyüklüğü, büyüme oranı, gibi değişkenler dikkate alınmaktadır (Sipahi vd., 2016, s.5). Bu bağlamda firma değerini etkileyebilecek değişkenlerin belirlenmesi ilgili taraflar açısından önem taşımaktadır.

Çin'de 2019 yılı Aralık ayı sonunda ortaya çıkan yeni tip korona virüs hastalığı COVID 19 kısa bir sürede etkisini tüm ülkelerde göstermiştir. Dünya Sağlık Örgütü tarafından 11 Mart 2020'de pandemi ilan edilmesiyle ülkelerin dış ticareti, finansal piyasaları ve ekonomileri etkilenmiştir (Kılıç, 2020, s.66). Pandemi, bazı firmaların faaliyetlerini durdurmalarına, ithalat ve ihracatta kısıtlamalara yol açmıştır. Bu süreçte tedbir ve kısıtlamalar nedeniyle birçok kişi işini kaybetmiş ve çoğu ülkede işsizlik oranları yükselmiştir (Canbaz ve Baykut, 2021, s.274). COVID 19 sürecinde belirsizliğin artmasıyla bazı sektörlerde üretimin azalmasına rağmen, gıda ve temizlik mallarına zorunluluktan olan talepten dolayı bu sektörlerde üretim artmıştır. Diğer yandan, fiyat artışları enflasyona neden olmuş (Akıncı, vd., 2020), her ülkenin GSYİH'sinde azalma beklenmiştir (Barakalı ve Öndeş, 2022, s.122).

Finans alanında henüz fikir birliğine varılmamış, tartışılmaya devam eden konular bulunmaktadır. Firmaların sermaye yapısı, temettü politikası, makroekonomik faktörler ve rasyoların firma değerine etkisi bu konulardan bazılarıdır. Konuyla ilgili bilinen ilk tartışma sermaye yapısının firma değerine etkisinin olmadığını savunan Modigliani ve Miller teoremi (1958) ile başlamıştır. Buna karşın Fama (1978), belirli bir düzeyde borç kullanımının firma değerini maksimize edilebileceğini ortaya koymuştur. Modigliani ve Miller (1961) temettü politikasının firma değeriyle ilintisizliğini savunsalar da Baker vd. (1985), temettü dağıtımının firma değerini artırdığını belirtmişlerdir. Sonraki süreçte de firma değerini etkileyen değişkenlerle ilgili çalışmalar yapılmış, birbirine uyumsuz sonuçlar elde edilmiştir.

Firma değerine etkisi olabilecek sermaye yapısı, temettü politikası, rasyolar ya da makroekonomik değişkenlerin COVID 19 öncesi ve dönemi için irdelenmesinin, firma değerine etkisi olabilecek değişkenlerin incelenmesinin bu alandaki boşluklardan birini doldurabileceği düşünülmektedir. Çalışmada COVID 19 öncesinde ve döneminde hangi değişkenler firma değerini hangi yönde etkiler? Sorusuna yanıt arınmış, COVID 19 öncesinde ve döneminde seçilmiş değişkenlerin firma değerine etkisini incelemek hedeflenmiştir.

Çalışmada COVID 19 öncesinde 5 çeyrek dönem ve COVID 19 döneminde 5 çeyrek dönem olmak üzere toplam 10 çeyrek dönem incelenebildiğinden firmaların faaliyet gelirlerinin standart sapması incelenememiştir. Söz konusu değişkenin analizlerde kullanılamaması çalışmanın sınırlılığını oluşturmaktadır.

Çalışmanın sonraki bölümlerinde firma değeriyle ilgili literatür özetlenmiş, yöntem ve bulgulara değinilerek seçilmiş değişkenlerin firma değerine etkisi çoklu doğrusal regresyon analiziyle incelenmiş, sonuç ve önerilere yer verilmiştir.

2. Literatür Taraması

Masulis (1983), 1963-1978 yılları arasında NYSE ve ASE endekslerinde listelenen firmalarda sermaye yapısı değişikliğinin firma değeri üzerindeki etkisini incelemiştir. Yazar, hisse senedi fiyatları ile kaldıraç değişikliği arasında; firma değerlerindeki değişikliklerle firma borç seviyesindeki değişiklikler arasında pozitif ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Fama ve French (1997), 1965-1992 yılları arasında faaliyet gösteren firmaların değerinin temettü ve borçla ilişkisini incelemiştir. Yazarlar, firma değerinin temettüyle pozitif, borçla negatif ilişkili olduğunu; temettütün ve borcun çok çeşitli kontrol değişkenleri tarafından kaçırılan kârlılık (beklenen net nakit akışları) hakkında bilgi aktardığını belirtmişlerdir.

Yener ve Karakuş (2012), 2004-2009 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların verilerini kullanarak kaldıraçın firma değeri üzerindeki etkisini panel veri analiziyle incelemiştir. Yazarlar, aktif büyüklüğü 500 milyon TL'nin altında olan firmaların toplam borçlarının pasif içindeki payı ile aylık getirileri arasında negatif ilişki olduğuna ulaşmışlardır.

Cuong ve Thi (2012), firmanın değerini maksimize edebildiği noktada optimal bir kaldıraç olup olmadığını incelemiştir. Çalışmalarında 2005-2010 yılları arasında Vietnam'da faaliyet gösteren deniz ürünleri firmalarını

kullanmışlardır. Yazarlar; firma değerini Return on Equity (ROE- zsermaye Kârlılığı) ile hesaplamış, firma değerini artırmak için optimal borç oranının %59,27'den az olması gerektiğini belirtmişlerdir.

Gonza' Lez ve Yun (2013), risk yönetimi politikalarının değer üzerindeki etkisini tahmin etmek için türev araçları incelemişlerdir. alışmalarında elektrik ve doğal gaz dağıtımı ve üretimi ile uğraşan firmaların 1960 ve 2007 yılları verilerini kullanmışlardır. Yazarlar, aktif risk yönetimi politikalarının firma değerinde bir artışa yol açtığına ulaşmışlardır.

Moghadas vd. (2013), sermaye yapısı, firma büyüklüğü, varlık büyümesi gibi faktörlerin firma değeri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. alışmalarında 2006-2010 yıllarında Tahran Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören firmaların verileri kullanılmış, sermaye yapısı ile firma değeri arasında ve varlık büyümesi ile firma değerindeki artış arasında anlamlı ilişki tespit etmişlerdir.

Priya vd. (2015), 2008-2012 yılları arasında Sri Lanka Borsasında işlem gören imalat firmalarının sermaye yapısı ve değerini incelemişlerdir. Yazarlar, kaldıraçın firma değeri üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu belirtmişlerdir.

Akpınar (2016), 2010-2013 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören finansal olmayan firmaların sermaye yapısının firma performansına etkisini panel veri analiziyle incelemiştir. Yazar; sermaye yapısı, kısa vadeli borç oranı ile firma performansı arasında negatif yönlü ilişki olduğuna ulaşmıştır.

Sinha (2017), 2007-2015 yılları arasında 11 elektrik firmasının sermaye yapısı kararlarının firma değeri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Yazar; net varlıklar, faaliyet süresi ve firma büyüklüğünün piyasa değeri üzerinde önemli ölçüde olumsuz etkiye sahip olduğunu, büyüme ölçüsünün ise performans ölçüsü üzerinde olumlu etkiye sahip olduğunu belirtmiştir.

Aggarwal ve Padhan (2017), sermaye yapısı ve firma kalitesinin, BSE listesinde yer alan seçilmiş Hint konaklama firmalarının değeri üzerindeki etkisini 2001-2015 yılları için incelemişlerdir. alışmalarında firma kalitesi, kaldıraç, büyüklük, kârlılık, büyüme, likidite gibi değişkenler ile GSYİH ve enflasyon gibi makro değişkenler kullanılmıştır. Yazarlar, firma değeri ile firma kalitesi, kaldıraç, likidite, büyüklük ve ekonomik büyüme arasında önemli bir ilişki olduğuna ulaşmışlardır.

Yılmaz (2017), sermaye yapısının firma değeri ve performansı üzerine etkisini incelemiştir. Yazarın çalışmasında örneklem olarak 2000-2012 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören firmalar seçilmiş, firma değeri piyasa değeri/defter değeri ve Tobin q oranı ile hesaplanmıştır. Sermaye yapısında borç oranının artmasının; kk firmaların performanslarını düşürdüğünü, bütün firmaların değerlerini minimal seviyede negatif ve anlamlı düzeyde etkilediğine ulaşılmıştır.

Uzliawati vd. (2018), sermaye yapısının firma değerine etkisini incelemişlerdir. Yazarların çalışmalarında 2012 – 2015 döneminde Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören imalat firmaları örneklem olarak kullanılmıştır. Yazarlar, borç/zkaynak oranı ve uzun vadeli borç/varlık oranı ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki; uzun vadeli borç/zkaynak oranı ile firma değeri arasında ise negatif bir ilişki tespit etmişlerdir.

Bilafif ve İbrahim (2019), 2012-2017 yılları arasında borsada işlem gören Mombasa imalat firmalarının sermaye yapısı kararlarının, firma değeri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yazarlar; kaldıraç, likidite, dağıtılmamış krlar ve öz sermaye ile firma değeri arasında pozitif ilişki olduğuna ulaşmışlardır.

Singh ve Bagga (2019), 2008 – 2017 yılları arasında Hindistan Ulusal Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören Nifty 50 firmaların sermaye yapısının kârlılık üzerindeki etkisini incelemişlerdir. alışmalarında, sermaye yapısının firmanın kârlılığı üzerinde pozitif etkisi olduğuna ulaşılmıştır.

Almahadin ve Oroud (2019), Ürdün'deki firmaların sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkide krlılığın düzenleyici rolünü incelemişlerdir. Yazarlar, 2013-2017 yılları arasında banka ve sigorta firmaları dışındaki ASE'de işlem gören firmaları örneklem olarak kullanmışlardır. alışmalarında, sermaye yapısı ile firma değeri arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

Panda vd., (2021), statik sermaye yapısı kararlarının şoklara bağlı dinamik tepkilerini ve finansal esneklik varlığında göreceli duyarlılığını 2009-2019 yıllarında faaliyet gösteren 2.094 Hintli imalat firmasında incelemişlerdir. Yazarlar, finansal açıdan esnek firmaların borç oranının varlıkların somutluğuna ve büyüklüğüne olumlu tepki verdiğine; büyüme fırsatı ve krlılığa olumsuz tepki verdiğine ulaşmışlardır.

Barakalı ve ndeş (2022), COVID 19 döneminde sermaye yapısı kararları ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. alışmalarında 2015-2020 yıllarında Borsa İstanbul'da yer alan 83 firmayı incelemişlerdir. Yazarlar, kaldıraçın firma değerini pozitif yönde etkilediğini belirtmişlerdir.

nceki çalışmalarda kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1. Önceki Çalışmalarda Kullanılan Bağımlı ve Bağımsız Değişkenler

Yazarlar ve Çalışma Yılı	Bağımlı Değişkenler	Bağımsız Değişkenler
Masulis (1983)	Hisse Senedi Getirileri	Kaldıraç Oranları
Fama ve French (1997)	(Piyasa Değeri-Varlıkların Defter Değeri)/Varlıkların Defter Değeri	Temettü, Faiz, Kazanç, Yatırım ve Ar-Ge Harcamalarının Geçmiş, Cari ve Gelecekteki Değerleri
Cuong ve Thi (2012)	ROE	Toplam Borç/Toplam Varlıklar, Firma Büyüklüğü, Büyüme Oranı
Yener ve Karakuş (2012)	Hisse Senetlerinin Getirileri	Toplam Borçlar/Toplam Aktif, Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktif, Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Aktif
Gonza' Lez, ve Yun (2013)	Gelirlerin Logaritması, Return on Assets (ROA-Varlıkların Kârlılığı), Faaliyet Gelirlerinin Logaritması, Temettü/Varlıklar, Büyüme Oranı, Piyasa Değeri /Defter Değeri, Net Borçlar/Varlıklar	Finansal Türev Araçlar
Moghadas vd., (2013)	Piyasa Değeri	Varlıklardaki Büyüme, Gelirlerdeki Büyüme, Firma Büyüklüğü
Priya vd., (2015)	Firma Değeri	Özsermaye/Toplam Varlıklar, Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Varlıklar, Fiyat-Kazanç Oranı
Akpınar 2016	Özkaynak Kârlılığı, Kâr Marjı	Kısa Vadeli Borç, Uzun Vadeli Borç, Toplam Borç, Firma Büyüklüğü, Cari Oran, Özkaynak Devir Hızı, Aktif Büyümesi
Sinha (2017)	Piyasa Değeri /Defter Değeri, Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FAVÖK), Tobin q Oranı	Net Maddi Varlıklar, Firma Büyüklüğü, Büyüme Oranı, Faaliyet Süresi
Aggarwal ve Padhan (2017),	Firma Değeri, Piyasa Değeri, Piyasa Değeri /Defter Değeri	Toplam Net Değere Göre Toplam Dış Borç, İflas Riski, Firma Büyüklüğü, Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar, ROA, Toplam Aktiflerdeki Büyüme, Cari Oran, GSYİH, Enflasyon
Yılmaz (2017)	Piyasa Değeri /Defter Değeri, Tobin Q Oranı, Net Kâr/Toplam Varlıklar, Net Kâr/Toplam Özsermaye, Hisse Başı Kâr, Fiyat Kazanç Oranı	Toplam Borç/Toplam Öz Sermaye, Firmanın Faaliyet Gelirindeki Değişimin Standart Sapması, Dönem Net Kârının Toplam Varlıklara Oranının Risk Standart Sapması, FAVÖK'ün Bir Önceki Yıldan Farkının Standart Sapması/Ortalama Toplam Varlıklar
Uzliawati vd., (2018)	Piyasa Değeri /Defter Değeri	Toplam Borçlar/Özkaynaklar, Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar, Uzun Vadeli Borç/Özkaynak
Singh ve Bagga (2019)	ROA, ROE	Duran Varlıklar/Toplam Varlıklar, Vergiler/FAVÖK, Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler, FAVÖK Değişimi/Net Satışlardaki Değişim, Toplam Varlıklar/Toplam Yükümlülükler, Özsermaye/Toplam Varlıklar, Tüketici Fiyat Endeksi
Almahadin ve Oroud (2019)	Tobin Q Oranı	Toplam Borç/Toplam Varlıklar, FAVÖK/Toplam Varlıklar, Firma Büyüklüğü, Piyasa Değeri /Defter Değeri (Büyüme Oranı), Cari Oran, FAVÖK'ün Standart Sapması
Barakalı ve Öndeş (2022)	Piyasa Değeri /Defter Değeri	Toplam Borç/Toplam Aktif, Faiz ve Vergi Öncesi Kâr/Finansman Gideri, Kısa Vadeli Borç/Toplam Aktif, Uzun Vadeli Borç/Toplam Aktif, Kısa Vadeli Borç/Toplam Borç, Öz Sermaye/Toplam Aktif, Toplam Borç/Öz Sermaye, Yapay Değişkenler

Önceki çalışmalarda firma değerinin çeşitli yöntemlerle hesaplandığı, firma değerine etkisi olabilecek faktörlerin değişebildiği, farklı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Bu çalışmada diğer çalışmalardan farklı olarak Borsa

İstanbul'daki imalat firmaları COVID 19 öncesi ve dönemi için incelenmiş, firma değeri beş farklı yöntemle hesaplanmış, daha fazla bağımsız değişken kullanılmıştır.

3. Metodoloji

3. 1. Veri Seti ve Değişkenler

Çalışmada Borsa İstanbul'da işlem gören 193 imalat firmasının verileri incelenmiş; Ekim 2018-Aralık 2019 COVID 19 öncesi 5'er çeyrek dönem, Ocak 2020-Mart 2021 COVID döneminde 5'er çeyrek dönem olmak üzere toplam 10'ar çeyrek dönem mali tablolarını kesintisiz raporlayan 144 firmanın verileri kullanılmıştır (Bkz. Ek 1). Firmaların hisse senetleri fiyatları Borsa İstanbul veri tabanından, mali tablolar ise Kamuyu Aydınlatma Platformundan (KAP) alınmıştır. Çalışmada beş model oluşturulmuş bu bağlamda modellerde ayrı ayrı yöntemlerle hesaplanan firma değerleri bağımlı değişken; büyüme oranı, cari oran, firma büyüklüğü, kaldıraç oranı, özsermayenin devir hızı, özsermayenin kârlılığı, temettü dağıtım politikası, enflasyon oranı, GSYİH bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Tablo 2. Çalışmada Kullanılan Değişkenler ve Formülleri

	Değişkenler	Kısaltması	Formül
Bağımlı Değişken	Piyasa Değeri (Model 1)	PD	Hisse Senedi Sayısı x Hisse Senedi Fiyatı
	Piyasa Değeri/Defter Değeri (Model 2)	PD/DD	(Hisse Senedi Sayısı x Hisse Senedi Fiyatı) / (Toplam Varlıklar - Toplam Borçlar)
	Fama & French'in (1997) Değerle Maliyet Farkına Göre Firma Değeri (Model 3)	FFD	(Piyasa Değeri - Varlıkların Defter Değeri) / Varlıkların Defter Değeri)
	Sipahi vd.nin (2016) Çarpanlara Göre Firma Değeri (Model 4)	FD	Piyasa Değeri + Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar - Nakit ve Nakit Benzerleri – Finansal Yatırımlar
	Tobin Q Oranı (Model 5)	TQO	(Piyasa Değeri + Toplam Borçlar) / Toplam Varlıklar
Bağımsız Değişken	Büyüme Oranı	BO	(t Dönemdeki Toplam Gelir – t ₋₁ Dönemdeki Toplam Gelir) / t ₋₁ Dönemdeki Toplam Gelir
	Cari Oran	CO	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
	Firma Büyüklüğü	FB	Toplam Varlıkların Logaritması
	Kaldıraç Oranı	KO	Toplam Borç / Toplam Varlıklar
	Özsermayenin Devir Hızı	ÖDH	Net Satışlar / Özsermaye
	Özsermayenin Kârlılığı	ÖK	Net Kâr/Özsermaye
	Temettü Dağıtım Politikası ²	TDP	-
	Enflasyon Oranı	EO	-
	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla	GSYİH	-

COVID 19 öncesinde ve döneminde kullanılan seçilmiş değişkenlerin firma değerine etkisini incelemek amacıyla oluşturulan hipotezler Tablo 3'te gösterilmektedir.

Tablo 3. Çalışmanın Hipotezleri

H ₁ : Büyüme oranının firma değerine etkisi vardır.
H ₂ : Cari oranın firma değerine etkisi vardır.
H ₃ : Firma büyüklüğünün firma değerine etkisi vardır.
H ₄ : Kaldıraç oranının firma değerine etkisi vardır.
H ₅ : Özsermaye devir hızının firma değerine etkisi vardır.
H ₆ : Özsermaye kârlılığının firma değerine etkisi vardır.
H ₇ : Temettü dağıtımının firma değerine etkisi vardır.
H ₈ : Enflasyon oranının firma değerine etkisi vardır.
H ₉ : GSYİH'nin firma değerine etkisi vardır.

Çalışmanın modelleri Tablo 4'te gösterilmektedir.

² Kukla değişken olarak kullanılmıştır.

Tablo 4. Çalışmanın Modelleri

PD	= $\beta_0 + \beta_1BO + \beta_2CO + \beta_3FB + \beta_4KO + \beta_5ÖDH + \beta_6ÖK + \beta_7TDP + \beta_8EO + \beta_9GSYİH + \epsilon_i$	(1)
PD/DD	= $\beta_0 + \beta_1BO + \beta_2CO + \beta_3FB + \beta_4KO + \beta_5ÖDH + \beta_6ÖK + \beta_7TDP + \beta_8EO + \beta_9GSYİH + \epsilon_i$	(2)
FFD	= $\beta_0 + \beta_1BO + \beta_2CO + \beta_3FB + \beta_4KO + \beta_5ÖDH + \beta_6ÖK + \beta_7TDP + \beta_8EO + \beta_9GSYİH + \epsilon_i$	(3)
FD	= $\beta_0 + \beta_1BO + \beta_2CO + \beta_3FB + \beta_4KO + \beta_5ÖDH + \beta_6ÖK + \beta_7TDP + \beta_8EO + \beta_9GSYİH + \epsilon_i$	(4)
TQO	= $\beta_0 + \beta_1BO + \beta_2CO + \beta_3FB + \beta_4KO + \beta_5ÖDH + \beta_6ÖK + \beta_7TDP + \beta_8EO + \beta_9GSYİH + \epsilon_i$	(5)

3.2. Analiz

Çalışmada kullanılan oranlar excel programında hesaplanmış, veriler ise IBM SPSS Statistics 25 programı kullanılarak analiz edilmiştir. Çalışmada tanımlayıcı istatistikler, Variance Inflation Factors (VIF), Analysis of Variance (ANOVA), Durbin-Watson testleri, korelasyon ve çoklu doğrusal regresyon analizleri yapılmıştır. 0,05'ten küçük olasılık değerleri istatistiksel olarak anlamlı kabul edilmiştir.

COVID 19 öncesinde imalat firmalarının piyasa değerlerinin ortalaması 1,35 milyar TL, standart sapması 3,86 milyar TL, minimum değeri 536 bin TL, maksimum değeri ise 32,82 milyar TL'dir. Diğer tanımlayıcı istatistikler Tablo 5'te gösterilmektedir.

Tablo 5. Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

	Değişken	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Min	Mak
COVID 19 Öncesi	PD	720	₺1.352.967.871,54	₺3.861.919.555,94	₺535.800,00	₺32.817.610.285,20
	PD/DD	720	1,343645761	3,408174765	-68,39173949	28,74261962
	FFD	720	-0,381565188	0,93271731	-0,996216568	7,860971575
	FD	720	₺1.897.154.472,77	₺4.858.885.003,75	-₺58.221.139,23	₺41.587.269.744,50
	TQO	720	2,366218264	2,989656529	0,235839831	53,22090809
	BO	720	53,13827599	340,9928387	-3046,039463	6007,36321
	CO	720	2,958331528	5,828253668	0,031346501	96,83044504
	FB	720	20,19601521	1,701708319	16,37800899	24,75362392
	KO	720	0,604791399	0,464863683	0,059124791	8,770225505
	ÖK	720	0,035775536	1,571055263	-27,6981513	24,19196737
	ÖDH	720	0,322857313	1,933706513	-46,35734715	15,5244518
	EO	720	15,366	4,31406815	9,26	20,3
	GSYİH	720	8,647241413	0,033462209	8,589473186	8,683357559
COVID 19 Dönemi	Değişken	Gözlem	Ortalama	Standart Sapma	Min	Mak
	PD	720	₺2.603.236.558,68	₺6.984.495.237,71	₺4.332.000,00	₺79.420.000.000,00
	PD/DD	720	3,1191149	14,94068232	-261,4189697	98,23491232
	FFD	720	0,727028268	4,685451623	-0,952486442	61,13891312
	FD	720	₺3.140.547.998,14	₺7.507.389.275,92	-₺94.127.437,28	₺79.352.647.285,00
	TQO	720	2,586664569	3,118849203	0,257815571	56,85194193
	BO	720	157,3906225	963,60332	-1144,463668	16314,62488
	CO	720	1,811748	2,43551	,0217293	58,92851
	FB	720	20,3896309	1,69545178	15,48300453	24,96871527
	KO	720	0,583228211	0,274497299	0,102477132	2,9854988
	ÖK	720	0,125085346	0,740485864	-4,345133064	10,78742184
	ÖDH	720	0,232291882	1,140832052	-14,14769356	10,87517586
	EO	720	13,404	1,72780323	11,75	16,19
GSYİH	720	8,648663803	0,049102232	8,585596807	8,710134687	

Çalışmada değişkenler arasındaki ilişki korelasyon analiziyle incelenmiştir. Yapılan analiz sonucunda COVID 19 öncesinde piyasa değeri ile firma değeri arasında yüksek düzeyde pozitif korelasyon, firma büyüklüğü arasında orta düzeyde pozitif korelasyon tespit edilmiştir. Ayrıca COVID 19 öncesinde piyasa değeri/defter değeri ile özsermaye kârlılığı arasında yüksek düzeyde negatif korelasyon, özsermayenin devir hızı arasında ise yüksek düzeyde pozitif korelasyon tespit edilmiştir. Gerek COVID 19 öncesinde gerekse COVID 19 döneminde diğer değişkenlerin aralarındaki korelasyon sonuçları ise Tablo 6'da gösterilmektedir.

Tablo 6. Değişkenlerin Korelasyon Matrisi

COVID 19 Öncesi		PD	PDDD	FF	FD	BO	CO	FB	KO	ROE	ODH	EO	GSYİH	
	PD	1.0000												
	PDDD	0.0621	1.0000											
	FF	0.0483	0.3917	1.0000										
	FD	0.9741	0.0527	0.0138	1.0000									
	BO	-0.0145	0.0221	0.0588	-0.0154	1.0000								
	CO	-0.0328	0.0551	0.2067	-0.0561	0.0489	1.0000							
	FB	0.6089	-0.0230	-0.1619	0.6525	0.0117	-0.0654	1.0000						
	KO	-0.0042	-0.0546	-0.1529	0.0388	-0.0367	-0.1561	0.0406	1.0000					
	ÖK	0.0196	-0.7495	0.0325	0.0173	0.0103	0.0171	0.0144	-0.0171	1.0000				
	ÖDH	0.0045	0.7943	-0.0064	0.0072	0.0238	0.0017	0.0161	-0.0011	-0.6909	1.0000			
	EO	-0.0243	-0.0589	-0.0823	-0.0168	-0.0861	-0.2937	-0.0109	0.0033	0.0069	-0.0559	1.0000		
GSYİH	0.0185	-0.0191	0.0386	0.0136	0.0548	0.1629	0.0149	-0.0184	0.0510	0.0570	-0.6651	1.0000		
COVID 19 Dönemi		PD	PDDD	FF	FD	BO	CO	FB	KO	ROE	ODH	EO	GSYİH	
	PD	1.0000												
	PDDD	0.2829	1.0000											
	FF	0.5007	0.5096	1.0000										
	FD	0.9785	0.2563	0.4467	1.0000									
	BO	-0.0340	-0.0140	-0.0054	-0.0346	1.0000								
	CO	-0.0160	0.0301	0.0425	-0.0357	0.0091	1.0000							
	FB	0.4808	-0.0354	-0.1660	0.5494	-0.0813	-0.0816	1.0000						
	KO	-0.0317	-0.1042	-0.1209	0.0145	-0.0215	-0.2830	0.0417	1.0000					
	ÖK	0.0016	-0.3547	0.0111	0.0015	0.1352	-0.0284	-0.0004	0.1435	1.0000				
	ÖDH	0.0153	0.4050	0.0081	0.0130	-0.0219	-0.0018	0.0231	0.0073	-0.3226	1.0000			
	EO	0.1186	0.0672	0.1310	0.1098	-0.0023	-0.0279	0.0443	-0.0088	-0.0155	0.0590	1.0000		
GSYİH	0.0676	0.0885	0.1058	0.0622	0.0375	-0.0291	0.0307	0.0039	0.0633	0.1118	0.1788	1.0000		

3.3. Regresyon Analizleri ve Bulguları

Çalışmanın bu bölümünde piyasa değeri, piyasa değeri/defter değeri, değerle maliyet farkına göre firma değeri, çarpanlarla firma değeri ve Tobin q oranı ayrı ayrı bağımlı değişken olarak kullanılarak regresyon analizleri yapılmıştır. VIF, ANOVA ve Durbin-Watson testleriyle regresyon analizinin varsayımlarının sağlandığı görülmüş, bu testlerin değerleri tablolarda gösterilmiştir. Firma değerinin piyasa değerine göre hesaplandığı birinci modelde regresyon analizi sonucunda COVID 19 öncesinde firma büyüklüğünün firma değerini pozitif yönde etkilediği, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %36,50'sini açıkladığı görülmektedir. COVID 19 döneminde ise firma büyüklüğünün ile enflasyon oranının firma değerini pozitif yönde etkilediği, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %23,60'ını açıkladığı görülmektedir.

Tablo 7. Bağımlı Değişkenin Piyasa Değeriyle Hesaplandığı Modelin Regresyon Analizi Bulguları

COVID 19 Öncesi	Bağımsız Değişkenler	β	t	p	VIF	COVID 19 Dönemi	Bağımsız Değişkenler	β	t	p	VIF
	BO	-,025	-,845	,399	1,012		BO	,002	,064	,949	1,029
	CO	-,001	-,032	,975	1,140		CO	,010	,298	,766	1,115
	FB	,617	19,720	,000	1,107		FB	,472	13,529	,000	1,142
	KO	-,034	-1,101	,271	1,058		KO	-,045	-1,290	,197	1,140
	ÖDH	,005	,122	,903	1,956		ÖDH	-,003	-,099	,921	1,147
	ÖK	,016	,373	,709	1,963		ÖK	,006	,172	,864	1,182
	TDP	-,023	-,719	,473	1,136		TDP	,022	,631	,529	1,173
	EO	-,024	-,591	,555	1,935		EO	,091	2,746	,006	1,037
	GSYİH	-,007	-,174	,862	1,830		GSYİH	,037	1,106	,269	1,058
	$R^2 = ,373$						$R^2 = ,245$				
	Düzeltilmiş $R^2 = ,365$						Düzeltilmiş $R^2 = ,236$				
Durbin-Watson İstatistiği = 2,043					Durbin-Watson İstatistiği = 2,085						
ANOVA F İstatistiği = 46,959 p = ,000					ANOVA F İstatistiği = 25,590 p = ,000						

Firma değerinin piyasa değeri/defter değerine göre hesaplandığı ikinci modelde regresyon analizi sonucunda COVID 19 öncesinde cari oran ile zsermaye devir hızının firma değerini pozitif yönde etkilediği; kaldıraç oranı, zsermaye kârlılığı, enflasyon oranı ve GSYİH'nin ise firma değerini negatif yönde etkilediği, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %71,50'sini açıkladığı görülmektedir. COVID 19 döneminde ise zsermaye devir hızının firma değerini pozitif yönde etkilediği, zsermaye kârlılığının ise firma değerini negatif yönde etkilediği; bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %22,30'unu açıkladığı görülmektedir.

Tablo 8. Bağımlı Değişkenin Piyasa Değeri/Defter Değeriyle Hesaplandığı Modelin Regresyon Analizi Bulguları

	COVID 19 ncesi					COVID 19 Dönemi				
	Bağımsız Değişkenler	β	t	p	VIF	Bağımsız Değişkenler	β	t	p	VIF
	BO	,008	,421	,674	1,012	BO	,019	,581	,562	1,029
	CO	,043	2,029	,043	1,140	CO	,004	,102	,919	1,115
	FB	-,024	-1,129	,259	1,107	FB	-,042	-1,200	,231	1,142
	KO	-,052	-2,554	,011	1,058	KO	-,067	-1,918	,055	1,140
	DH	,535	19,216	,000	1,956	DH	,317	9,015	,000	1,147
	K	-,377	-13,534	,000	1,963	K	-,249	-6,955	,000	1,182
	TDP	,010	,464	,643	1,136	TDP	,002	,044	,965	1,173
	EO	-,069	-2,504	,012	1,935	EO	,035	1,035	,301	1,037
	GSYİH	-,084	-3,139	,002	1,830	GSYİH	,064	1,877	,061	1,058
	R ² = ,719					R ² = ,233				
	Düzeltilmiş R ² = ,715					Düzeltilmiş R ² = ,223				
	Durbin-Watson İstatistiği = 1,966					Durbin-Watson İstatistiği = 2,030				
	ANOVA F İstatistiği = 201,884 p = ,000					ANOVA F İstatistiği = 23,946 p = ,000				

Firma değerinin değerle maliyet farkına göre hesaplandığı üçüncü modelde regresyon analizi sonucunda COVID 19 öncesinde cari oran ile temettü dağıtımının firma değerini pozitif yönde etkilediği; firma büyüklüğü ile kaldıraç oranının ise firma değerini negatif yönde etkilediği, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %7,8'ini açıkladığı görülmektedir. COVID 19 döneminde ise enflasyon oranı ile GSYİH'nin firma değerini pozitif yönde etkilediği; firma büyüklüğü ile kaldıraç oranının ise firma değerini negatif yönde etkilediği; bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %5,7'sini açıkladığı görülmektedir.

Tablo 9. Bağımlı Değişkenin Değerle Maliyet Farkına Göre Hesaplandığı Modelin Regresyon Analizi Bulguları

	COVID 19 ncesi					COVID 19 Dönemi				
	Bağımsız Değişkenler	β	t	p	VIF	Bağımsız Değişkenler	β	t	p	VIF
	BO	,047	1,300	,194	1,012	BO	-,028	-,768	,443	1,029
	CO	,159	4,150	,000	1,140	CO	-,001	-,026	,980	1,115
	FB	-,174	-4,612	,000	1,107	FB	-,180	-4,643	,000	1,142
	KO	-,105	-2,861	,004	1,058	KO	-,114	-2,935	,003	1,140
	DH	,023	,459	,646	1,956	DH	,004	,097	,923	1,147
	K	,044	,868	,386	1,963	K	,028	,721	,471	1,182
	TDP	,087	2,273	,023	1,136	TDP	,025	,646	,519	1,173
	EO	-,049	-,987	,324	1,935	EO	,122	3,312	,001	1,037
	GSYİH	-,025	-,524	,601	1,830	GSYİH	,089	2,379	,018	1,058
	R ² = ,090					R ² = ,069				
	Düzeltilmiş R ² = ,078					Düzeltilmiş R ² = ,057				
	Durbin-Watson İstatistiği = 2,000					Durbin-Watson İstatistiği = 2,028				
	ANOVA F İstatistiği = 7,801 p = ,000					ANOVA F İstatistiği = 5,851 p = ,000				

Firma değerinin çarpanlarla hesaplandığı dördüncü modelde regresyon analizi sonucunda COVID 19 öncesinde firma byklğünün firma değerini pozitif yönde etkilediği; temettü dağıtımının ise firma değerini negatif yönde etkilediği, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %42,30'unu açıkladığı görülmektedir. COVID 19 döneminde ise firma byklğ ile enflasyon oranının firma değerini pozitif yönde etkilediği; bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %30,20'sini açıkladığı görülmektedir.

Tablo 10. Bağımlı Değişkenin Çarpanlarla Hesaplandığı Modelin Regresyon Analizi Bulguları

COVID 19 Öncesi	Bağımsız Değişkenler	β	t	p	VIF	COVID 19 Dönemi	Bağımsız Değişkenler	β	t	p	VIF
	BO	-,025	-,893	,372	1,012		BO	,009	,270	,788	1,029
	CO	-,011	-,370	,712	1,140		CO	,012	,356	,722	1,115
	FB	,669	22,437	,000	1,107		FB	,549	16,483	,000	1,142
	KO	,000	-,011	,991	1,058		KO	-,005	-,157	,875	1,140
	ÖDH	,009	,229	,819	1,956		ÖDH	-,008	-,244	,808	1,147
	ÖK	,018	,448	,655	1,963		ÖK	-,002	-,050	,960	1,182
	TDP	-,061	-2,012	,045	1,136		TDP	-,007	-,216	,829	1,173
	EO	-,020	-,500	,617	1,935		EO	,080	2,533	,012	1,037
	GSYİH	-,008	-,200	,842	1,830		GSYİH	,032	,998	,318	1,058
R ² = ,430					R ² = ,310						
Düzeltilmiş R ² = ,423					Düzeltilmiş R ² = ,302						
Durbin-Watson İstatistiği = 2,056					Durbin-Watson İstatistiği = 2,104						
ANOVA F İstatistiği = 59,538 p = ,000					ANOVA F İstatistiği = 35,470 p = ,000						

Firma değerinin Tobin q oranı ile hesaplandığı beşinci modelde regresyon analizi sonucunda COVID 19 öncesinde GSYİH'nin firma değerini pozitif yönde etkilediği; firma büyüklüğü ile enflasyon oranının ise firma değerini negatif yönde etkilediği, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %22'sini açıkladığı görülmektedir. COVID 19 döneminde cari oran, enflasyon oranı ve GSYİH'nin firma değerini pozitif yönde etkilediği; firma büyüklüğü ile kaldıraç oranının ise firma değerini negatif yönde etkilediği; bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin %17,90'nını açıkladığı görülmektedir.

Tablo 11. Bağımlı Değişkenin Tobin Q Oranıyla Hesaplandığı Modelin Regresyon Analizi Bulguları

COVID Öncesi	Bağımsız Değişkenler	β	t	p	VIF	COVID Dönemi	Bağımsız Değişkenler	β	t	p	VIF
	BO	,002	,053	,958	1,012		BO	-,020	-,592	,554	1,029
	CO	-,001	-,032	,974	1,140		CO	,083	2,334	,020	1,115
	FB	-,105	-3,034	,003	1,107		FB	-,087	-2,422	,016	1,142
	KO	-,047	-1,377	,169	1,058		KO	-,224	-6,209	,000	1,140
	ÖDH	-,042	-,909	,364	1,956		ÖDH	-,015	-,407	,684	1,147
	ÖK	-,009	-,187	,852	1,963		ÖK	,034	,927	,354	1,182
	TDP	,005	,144	,885	1,136		TDP	-,022	-,595	,552	1,173
	EO	-,403	-8,803	,000	1,935		EO	,256	7,427	,000	1,037
	GSYİH	,090	2,009	,045	1,830		GSYİH	,188	5,404	,000	1,058
R ² = ,230					R ² = ,190						
Düzeltilmiş R ² = ,220					Düzeltilmiş R ² = ,179						
Durbin-Watson İstatistiği = 1,992					Durbin-Watson İstatistiği = 1,990						
ANOVA F İstatistiği = 23,574 p = ,000					ANOVA F İstatistiği = 18,434 p = ,000						

Tablo 12. Çalışmanın Bulguları

Çalışmanın Hipotezleri	Birinci Model				İkinci Model				Üçüncü Model				Dördüncü Model				Beşinci Model			
	COVID 19 Öncesi		COVID 19 Dönemi		COVID 19 Öncesi		COVID 19 Dönemi		COVID 19 Öncesi		COVID 19 Dönemi		COVID 19 Öncesi		COVID 19 Dönemi		COVID19 Öncesi		COVID 19 Dönemi	
	Kabul/Red	Etki	Kabul/Red	Etki	Kabul/Red	Etki	Kabul/Red	Etki	Kabul/Red	Etki	Kabul/Red	Etki	Kabul/Red	Etki	Kabul/Red	Etki	Kabul/Red	Etki	Kabul/Red	Etki
H1: Büyüme oranının firma değerine etkisi vardır.	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0
H2: Cari oranın firma değerine etkisi vardır.	Red	0	Red	0	Kabul	+	Red	0	Kabul	+	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Kabul	+
H3: Firma büyüklüğünün firma değerine etkisi vardır.	Kabul	+	Kabul	+	Red	0	Red	0	Kabul	-	Kabul	-	Kabul	+	Kabul	+	Kabul	-	Kabul	-
H4: Kaldıraç oranının firma değerine etkisi vardır.	Red	0	Red	0	Kabul	-	Red	0	Kabul	-	Kabul	-	Red	0	Red	0	Red	0	Kabul	-
H5: Özsermaye devir hızının firma değerine etkisi vardır.	Red	0	Red	0	Kabul	+	Kabul	+	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0
H6: Özsermaye kârlılığının firma değerine etkisi vardır.	Red	0	Red	0	Kabul	-	Kabul	-	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0
H7: Temettü dağıtımının firma değerine etkisi vardır.	Red	0	Red	0	Red	0	Red	0	Kabul	+	Red	0	Kabul	-	Red	0	Red	0	Red	0
H8: Enflasyon oranının firma değerine etkisi vardır.	Red	0	Kabul	+	Kabul	-	Red	0	Red	0	Kabul	+	Red	0	Kabul	+	Kabul	-	Kabul	+
H9: GSYİH'nin firma değerine etkisi vardır.	Red	0	Red	0	Kabul	-	Red	0	Red	0	Kabul	+	Red	0	Red	0	Kabul	+	Kabul	+

İkinci modelde COVID 19 öncesinde R² değerinin yüksek bulunması, korelasyon analizinde PD/DD ile özsermaye devir hızı arasında pozitif korelasyon, özsermayenin kârlılığı arasında ise negatif korelasyon bulunması, dahası COVID 19 döneminde de bu iki bağımsız değişkenin firma değerine aynı yönde etkisi özsermaye devir hızı ile özsermaye kârlılığının firma değerine etkisini ortaya koyan güçlü kanıtlardır.

Cari oranın ikinci ve üçüncü modelde COVID 19 öncesi dönemde, beşinci modelde COVID 19 döneminde firma değerine pozitif etkisinin olduğu, çalışmada bu değişkenle ilgili diğer modellerde istatistiksel olarak uyumsuz başka sonuçlar bulunmadığından cari oranın firma değerine pozitif etkisi olduğu söylenebilir. Kaldıraç oranın ikinci modelde COVID 19 öncesi dönemde, üçüncü modelde gerek COVID 19 öncesi dönemde gerekse COVID 19 döneminde, beşinci modelde ise COVID 19 döneminde firma değerini negatif etkisinin olduğu, bu değişkenle ilgili diğer modellerde istatistiksel olarak uyumsuz başka sonuçlar bulunmadığından kaldıraç oranının firma değerini negatif yönde etkilediğı söylenebilir. Aynı veri setiyle çalışılmasına rağmen Tablo 12 incelendiğinde farklı yöntemlerle firma değeri hesaplandığından gerek COVID 19 öncesi gerekse COVID 19 döneminde birbiriyle uyumsuz sonuçlar bulunmuştur.

4. Sonuç ve Öneriler

Çalışmada COVID 19 öncesi ve döneminde seçilmiş değişkenlerin firma değerine etkisini incelemek amacıyla Ekim 2018-Mart 2021 tarihleri arasında mali tablolarını çeyrek dönemlerle kesintisiz onar kez raporlayan Borsa İstanbul'da işlem gören imalat firmalarının verilerinden yararlanılarak beş ayrı model oluşturulmuştur. Elde edilen bulgular ışığında cari oran ile özsermaye devir hızının firma değerine pozitif etkisinin olduğu, özsermaye kârlılığı ile kaldıraç oranın firma değerine negatif etkisinin olduğu sonucu ortaya konmuştur. Bu bağlamda firma birleşmeleri, devralmaları veya stratejilerinde, hisse senedi yatırımlarında, yabancı kaynak kullandırma kararlarında söz konusu değişkenlerin etkisinin göz önünde bulundurulması ilgili taraflara katkı sunabilecektir.

Cari oranın firma değerine pozitif etkisine net işletme sermayesi arttıkça firma değerinin arttığı, net işletme sermayesi azaldıkça firma değerinin azaldığı yorumu yapılabilir. Özsermaye devir hızının firma değerine pozitif etkisine özsermayesini etkin kullanan firmanın değerinin arttığı, özsermayesini etkin kullanmayan firmanın değerinin azaldığı söylenebilir. Özsermaye kârlılığının firma değerine negatif etkisine özsermaye kârlılığının finansal kaldıraçtan etkilendiğı, firmanın özsermaye kârlılığı artsa da finansal kaldıraçtan dolayı firmanın finansal başarısızlık olasılığı artacağından firmanın değerinin azaldığı, özsermaye kârlılığının finansal kaldıraçtan etkilenmediğinde ise firmanın finansal başarısızlık olasılığı azalacağından firmanın kârlılığı azalsa da firmanın değerinin arttığı yorumu yapılabilir. Kaldıraç oranın firma değerine negatif etkisine, borç düzeyi artan firmanın riskleri de arttığından değerinin azaldığı, borç düzeyi azalan firmanın ise riskleri de azaldığından değerinin arttığı söylenebilir.

Kaldıraç oranının firma değerine negatif etkisi Fama ve French (1997), Almahadin ve Oroud (2019), Yılmaz (2017) ile uyumlu; Masulis (1983), Moghadas vd., (2013), Priya vd., (2015), Bilafif ve Ibrahim (2019), Barakalı ve Öndeş (2022) ile farklıdır. Gelişmiş ülkelerde sermaye yapısı ve diğer değişkenlerin firma değerine etkisini inceleyen Masulis (1983) ve Fama ve French (1997) birbirleriyle tutarsız sonuçlar elde etmişlerdir. Yener ve Karakuş (2012), Priya vd., (2015), Yılmaz (2017), Uzliawati vd., (2018), Almahadin & Oroud (2019), Barakalı & Öndeş (2022) ise benzer çalışmaları geliştirmekte olan ülkelerde yapmış gene birbirleriyle tutarsız sonuçlar elde etmişlerdir. Buna göre gerek gelişmiş ülkelerde gerekse geliştirmekte olan ülkelerde firma değerine etkisi olan değişkenlerin incelendiğı çalışmalarda tutarsız sonuçlar elde edildiğı görülmektedir. Çalışmada, aynı veri setiyle çalışılmasına rağmen bağımlı değişken olan firma değeri, modellerde farklı yöntemlerde hesaplandığından; aynı değişkenlerin firma değerine farklı yönde etkileri olduğu gözlemlenmiştir. Bu bağlamda, literatürdeki tartışmaların farklı bağımlı değişkenlerden kaynaklandığı düşünülebilir.

Sonraki çalışmalarda, literatürde firma değeriyle ilgili kullanılan tüm bağımlı değişkenlerin aynı sektörler için modellenmesi firma değerine etkisi olabilecek değişkenlerle ilgili tartışmaları sonlandırabilecektir. Bu çalışmada kullanılan değişkenlerin etkisi COVID 19 öncesi ve dönemi için farklı sektörlerde incelenebilir ya da firmaların faaliyet gelirleri riski eklenerek geniş bir dönemin irdelenmesi literatüre katkı sunabilir.

Kaynakça

- AGGARWAL, D. & PADHAN, P.C. (2017). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence From Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters*, 7, 982-1000. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.74067>
- AKINCI, M., EROĞLU SEVINÇ, D. & YÜCE, G. (2020). Finansal Piyasaların Kara Mart'ı: Covid-19 Pandemisinin Borsa İstanbul Üzerindeki Etkilerinin Lineer Olmayan ARDL Analizi Yardımıyla İncelenmesi. *İğdır Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (EK SAYI (2020)), 215-244. <https://dergipark.org.tr/pub/igdirsosbilder/issue/66832/1045314>

- AKPINAR, O. (2016). Sermaye Yapısının Firma Performansına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11 (1), 290-302. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/iibfdkastamonu/issue/29620/317992>
- ALMAHADIN, H. A. & OROUD, Y. (2019). Capital Structure-Firm Value Nexus: The Moderating Role of Profitability. *Finanz. Polit. Econ.*, 11(2), 375-386. <http://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.2019.11.2.9>
- BAKER, H. K., FARRELLY, G. E. & EDELMAN, R. B. (1985). A Survey of Management Views on Dividend Policy. *Financial Management*, 14(3), 78–84. <https://doi.org/10.2307/3665062>
- BARAKALI, O. C. & ÖNDEŞ, T. (2022). Covid-19 Pandemisinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Araştırma / The Impact of Covid-19 Pandemic on the Value of Companies: A study on Borsa Istanbul. *Uluslararası Ekonomi İşletme ve Politika Dergisi*, 6 (1), 119-140. DOI: 10.29216/ueip.1085839
- BILAFIF, S. M., & İBRAHİM, A. (2019). Effect of Capital Structure Decisions on Firm Value of Listed Manufacturing Firms in Mombasa County. *The Strategic Journal of Business & Change Management*, 6 (2), 658–677.
- CANBAZ, M. F. & BAYKUT, E. (2021). Covid-19 Pandemisinin Katılım Endeksi Üzerindeki Etkisinin Analizi. *Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 6 (2), 273-283. DOI: 10.33905/Bseusbed.1009363
- CHAMBERS, N. (2009). *Firma Değerlemesi*, 2. Baskı, Beta Basım Yayım, İstanbul.
- CUONG, N. T. & CANH, N. T. (2012). The Effect of Capital Structure on Firm Value for Vietnam’s Seafood Processing Enterprises. *International Research Journal of Finance and Economics*, 89, 221-232.
- ERCAN, M. K. & BAN, Ü. (2018). *Finansal Yönetim*. 10. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara.
- FAMA, E. F. (1978). The Effects of a Firm’s Investment and Financing Decisions on the Welfare of Its Security Holders. *The American Economic Review*, 68(3), 272–284. <http://www.jstor.org/stable/1805260>
- FAMA, E. F. & FRENCH, K. R. (1997). Taxes Financing Decisions, and Firm Value. *Center for Research in Security Prices (CRSP) Working Paper No.*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1871> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1871>
- GONZA’ LEZ, F. P. & YUN, H. (2013). Risk Management and Firm Value: Evidence from Weather Derivatives. *The Journal of Finance*, LXVIII (5), 2143-2176. <https://doi.org/10.1111/jofi.12061>
- GÜRBÜZ, A. O. & ERGINCAN Y. (2008). *Şirket Değerlemesi*, 2. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- KILIÇ, Y. (2020). Borsa İstanbul’da Covid-19 (Koronavirüs) Etkisi. *Journal of Emerging Economies and Policy*, 5(1), 66–77. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/joeep/issue/53777/734904>
- MASULIS, R. W. (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. *The Journal of Finance*, XXXVIII (1), 107-125. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1983.tb03629.x>
- MILLER, M. H., & MODIGLIANI, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433. <http://www.jstor.org/stable/2351143>
- MODIGLIANI, F., & MILLER, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- MOGHADAS, A., POURAGHAJAN, A. A. & BAZUGIR, V. (2013). Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 3, 1535–1538.
- PANDA, A. K., NANDA, S., HEGDE, A. A. & YADAV, A. K. K. (2021). Receptivity of Capital Structure with Financial Flexibility: A Study On Manufacturing Firms. *International Journal of Finance and Economics*, 1–13. DOI: 10.1002/ijfe.2521
- PRIYA, K., NIMALATHASAN, B. & PIRATHEEPAN, T. (2015). Impact of Capital Structure on the Firm Value: Case Study of Listed Manufacturing Companies In Sri Lanka, *Scholars World*, 3(1), 47-53.
- SINGH, N. P. & BAGGA, M. (2019). The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Panel Data Study. *Jindal Journal of Business Research*, 8(1) 65–77.
- SINHA, A. (2017). An Enquiry into Effect of Capital Structure on Firm Value: A Study of Power Sector Companies in India. *Parikalpana - KIIT Journal of Management*, 107-117. DOI # 10.23862/kiit-parikalpana/2017/v13/i2/164525
- SİPAHI, B., YANIK, S. & AYTÜRK, Y. (2016). *Şirket Değerleme Yaklaşımları*, 2. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara.

ÜRETEEN, A. & ERCAN, M. K. (2000). *Firma Değerinin Tespiti ve Önemi*, Gazi Kitabevi, Ankara.

UZLIAWATI, L., YULIANA, A., JANUARSİ, Y. & SANTOSO, M.I. (2018). Optimisation of Capital Structure and Firm Value. *European Research Studies Journal*, XXI (2), 705-713.

YENER, E. & KARAKUŞ, R. (2012). Sermaye Yapısı ve Firma Değeri İlişkisinin Farklı Aktif Büyüklüklerde Karşılaştırılmalı İncelenmesi: İMKB 100 Firmaları Üzerine Bir Uygulama. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2), 75-98.

YILMAZ, H. (2017). Sermaye Yapısının Firma Değeri ve Firma Performansına Etkisi: Ampirik Bir Analiz. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(53), 827-838. <http://dx.doi.org/10.17719/jisr.20175334190>

EK 1: VERİLERİ İNCELENEN İMALAT FİRMALARI

S.N O	KODU	FİRMA
1	ACSEL	ACISELSAN ACIPAYAM SELÜLOZ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
2	ADEL	ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
3	AFYON	AFYON ÇİMENTO SANAYİ T.A.Ş.
4	AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
5	ATEKS	AKIN TEKSTİL A.Ş.
6	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.
7	ALCAR	ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
8	ALKİM	ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.
9	ALKA	ALKİM KAĞIT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
10	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.
11	ASUZU	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
12	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.
13	ARSAN	ARSAN TEKSTİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
14	AVOD	A.V.O.D. KURUTULMUŞ GIDA VE TARIM ÜRÜNLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.
15	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.
16	BAGFS	BAGFAŞ BANDIRMA GÜBRE FABRİKALARI A.Ş.
17	BAKAB	BAK AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
18	BNTAS	BANTAŞ BANDIRMA AMBALAJ SANAYİ TİCARET A.Ş.
19	BANVT	BANVİT BANDIRMA VİTAMİNLİ YEM SANAYİİ A.Ş.
20	BTCİM	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
21	BSOKE	BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.
22	BRKSN	BERKOSAN YALITIM VE TECRİT MADDELERİ ÜRETİM VE TİCARET A.Ş.
23	BLCYT	BİLİCİ YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
24	BRKO	BİRKO BİRLEŞİK KOYUNLULULAR MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
25	BRMEN	BİRLİK MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ İŞLETMESİ A.Ş.
26	BRSAN	BORUSAN MANNESMANN BORU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
27	BFREN	BOSCH FREN SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
28	BOSSA	BOSSA TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ T.A.Ş.
29	BRISA	BRİSA BRIDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
30	BURCE	BURÇELİK BURSA ÇELİK DÖKÜM SANAYİİ A.Ş.
31	BURVA	BURÇELİK VANA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
32	BUCİM	BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.
33	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.
34	CELHA	ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.

35	CEMAS	ÇEMAŞ DÖKÜM SANAYİ A.Ş.
36	CEMTS	ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
37	CMBTN	ÇİMBETON HAZIRBETON VE PREFABRİK YAPI ELEMANLARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
38	CMENT	ÇİMENTAŞ İZMİR ÇİMENTO FABRİKASI T.A.Ş.
39	CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
40	CUSAN	ÇUHADAROĞLU METAL SANAYİ VE PAZARLAMA A.Ş.
41	DAGI	DAGI GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
42	DARDL	DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.
43	DMSAS	DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE MAMÜLLERİ SANAYİ A.Ş.
44	DERİM	DERİMOD KONFEKSİYON AYAKKABI DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
45	DESA	DESA DERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
46	DEVA	DEVA HOLDİNG A.Ş.
47	DIRIT	DİRİTEKS DİRİLİŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
48	DITAS	DİTAŞ DOĞAN YEDEK PARÇA İMALAT VE TEKNİK A.Ş.
49	DOBUR	DOĞAN BURDA DERGİ YAYINCILIK VE PAZARLAMA A.Ş.
50	DGNMO	DOĞANLAR MOBİLYA GRUBU İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
51	DOGUB	DOĞUSAN BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
52	DOKTA	DÖKTAŞ DÖKÜMCÜLÜK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
53	DURDO	DURAN DOĞAN BASIM VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
54	DYOBY	DYO BOYA FABRİKALARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
55	EGEEN	EGE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
56	EGGUB	EGE GÜBRE SANAYİİ A.Ş.
57	EGPRO	EGE PROFİL TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
58	EGSER	EGE SERAMİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
59	EPLAS	EGE PLASTİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
60	EKIZ	EKİZ KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
61	EMKEL	EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş.
62	EMNIS	EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
63	ERBOS	ERBOSAN ERCİYAS BORU SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
64	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.
65	ERSU	ERSU MEYVE VE GIDA SANAYİ A.Ş.
66	FMIZP	FEDERAL-MOGUL İZMİT PİSTON VE PİM ÜRETİM TESİSLERİ A.Ş.
67	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.
68	FORMT	FORMET METAL VE CAM SANAYİ A.Ş.
69	FRIGO	FRİGO-PAK GIDA MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
70	GEDZA	GEDİZ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
71	GENTS	GENTAŞ DEKORATİF YÜZEYLER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
72	GEREL	GERSAN ELEKTRİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
73	GOODY	GOODYEAR LASTİKLERİ T.A.Ş.
74	GOLTS	GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
75	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.
76	HATEK	HATEKS HATAY TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.
77	HEKTS	HEKTAŞ TİCARET T.A.Ş.
78	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.
79	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
80	IHGZT	İHLAS GAZETECİLİK A.Ş.

81	ISDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK A.Ş.
82	IZMDC	İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.
83	KAPLM	KAPLAMIN AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
84	KRDMA, KRDMB, KRDMD	KARDEMİR KARABÜK DEMİR ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
85	KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
86	KRTEK	KARSU TEKSTİL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
87	KARTN	KARTONSAN KARTON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
88	KATMR	KATMERCİLER ARAÇ ÜSTÜ EKİPMAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
89	KENT	KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.
90	KERTV	KEREVİTAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
91	KLMSN	KLİMASAN KLİMA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
92	KNFRT	KONFRUT GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
93	KONYA	KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.
94	KORDS	KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.
95	KRSTL	KRİSTAL KOLA VE MEŞRUBAT SANAYİ TİCARET A.Ş.
96	KUTPO	KÜTAHYA PORSELEN SANAYİ A.Ş.
97	LUKSK	LÜKS KADİFE TİCARET VE SANAYİİ A.Ş.
98	MAKTK	MAKİNA TAKIM ENDÜSTRİSİ A.Ş.
99	MRSHL	MARSHALL BOYA VE VERNİK SANAYİİ A.Ş.
100	MNDRS	MENDERES TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
101	TIRE	MONDİ TİRE KUTSAN KAĞIT VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
102	NIBAS	NİĞBAŞ NİĞDE BETON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
103	NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİ A.Ş.
104	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
105	OYAKC	OYAK ÇİMENTO FABRİKALARI A.Ş.
106	OYLUM	OYLUM SİNAİ YATIRIMLAR A.Ş.
107	PARSN	PARSAN MAKİNA PARÇALARI SANAYİİ A.Ş.
108	PENGD	PENGÜEN GIDA SANAYİ A.Ş.
109	PETKM	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
110	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN SANAYİİ A.Ş.
111	PINSU	PINAR SU VE İÇECEK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
112	PNSUT	PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.
113	PRZMA	PRİZMA PRES MATBAACILIK YAYINCILIK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
114	ROYAL	ROYAL HALI İPLİK TEKSTİL MOBİLYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
115	RTALB	RTA LABORATUVARLARI BİYOLOJİK ÜRÜNLER İLAÇ VE MAKİNE SANAYİ TİCARET A.Ş.
116	SANFM	SANİFOAM ENDÜSTRİ VE TÜKETİM ÜRÜNLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.
117	SAMAT	SARAY MATBAACILIK KAĞITÇILIK KIRTASİYECİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
118	SARKY	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK BAKIR SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
119	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ A.Ş.
120	SAYAS	SAY YENİLENEBİLİR ENERJİ EKİPMANLARI SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
121	SEKUR	SEKURO PLASTİK AMBALAJ SANAYİ A.Ş.
122	SELGD	SELÇUK GIDA ENDÜSTRİ İHRACAT İTHALAT A.Ş.
123	SILVR	SİLVERLİNE ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.
124	SKTAS	SÖKTAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
125	SNPAM	SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİİ A.Ş.

126	TAT	GDTAT GIDA SANAYİ A.Ş.
127	TMPOL	TEMAPOL POLİMER PLASTİK VE İNŞAAT SANAYİ TİCARET A.Ş.
128	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
129	TUCLK	TUĞÇELİK ALÜMİNYUM VE METAL MAMÜLLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
130	TUKAS	TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
131	TMSN	TÜMOSAN MOTOR VE TRAKTÖR SANAYİ A.Ş.
132	TUPRS	TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
133	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
134	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
135	TBORG	TÜRK TUBORG BİRA VE MALT SANAYİİ A.Ş.
136	ULUSE	ULUSOY ELEKTRİK İMALAT TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.
137	ULUUN	ULUSOY UN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
138	USAK	UŞAK SERAMİK SANAYİ A.Ş.
139	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.
140	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
141	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
142	VKING	VİKİNG KAĞIT VE SELÜLOZ A.Ş.
143	YATAS	YATAŞ YATAK VE YORGAN SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
144	YUNSA	YÜNİSA YÜNLÜ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.