



Article Info/Makale Bilgisi

✓Received/Geliş:07.11.2019 ✓Accepted/Kabul:25.06.2020

DOI: 10.30794/pausbed.644110

Araştırma Makalesi/ Research Article

Dizgil, E. ve Reis, Ş. G. (2021). "Kurumsal Yönetimin Sermaye Yapısına Etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Üzerine Bir Araştırma", *Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, sayı 42, Denizli. s. 82-96.

KURUMSAL YÖNETİMİN SERMAYE YAPISINA ETKİSİ: BİST KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA*

Eda DİZGİL**, Ş. GÜL REİS***

Özet

Kurumsal yönetimin temel ilkeleri olan şeffaflık, adalet, hesap verebilirlik ve sorumluluk firmaların başarısı için önemlidir. Kurumsal yönetim uygulamalarının doğru ve etkin kullanılmasını sağlayarak finansman maliyetlerinin azaltılabileceği düşünüldüğünde firmaların bu uygulamalardan olumlu etkilenmesi beklenmektedir. Bu bağlamda çalışmanın amacı, kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların sermaye yapısı üzerindeki etkilerini incelemektir. Bu amaçla, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 2009-2017 yılları arasında işlem gören firmaların sermaye yapısı oranları ve kurumsal yönetim uygulamaları değişkenleri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Çalışmada kaldıraç oranı, kısa vadeli borç oranı, uzun vadeli borç oranı ve öz kaynak oranı bağımlı değişken olarak kullanılırken kadın üye, yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız üye oranı, yabancı sahiplik, firma yaşı, firma büyüklüğü ve aktif karlılık oranı bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Yapılan analizler sonucunda, yabancı sahiplik, bağımsız üye oranı, kadın üye, aktif karlılık oranı ve firma büyüklüğü ile genel anlamda sermaye yapısı değişkenleri arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, Sermaye yapısı, Panel veri analizi, Borsa İstanbul, Kurumsal yönetim endeksi.

THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE ON CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM BİST CORPORATE GOVERNANCE INDEX

Abstract

Transparency, fairness, accountability and responsibility, which are the basic principles of corporate governance, are important for the success of companies. Considering that the financing costs can be reduced by ensuring the correct and effective use of corporate governance practices, firms are expected to be positively affected by these practices. The aim of this study is to examine the effects of corporate governance practices on the capital structure of firms. For this purpose, panel data analysis was conducted by using the capital structure ratios and corporate governance practices variables of the firms traded in the Borsa İstanbul Corporate Governance Index between 2009-2017. In the study, leverage ratio, short term debt ratio, long term debt ratio and equity ratio were used as dependent variable, while female member, board size, independent member ratio, foreign ownership, firm age, firm size and return on assets were used as independent variable. As a result of the analyzes, it was found that there is a significant relationship between foreign ownership, independent member ratio, female member, asset profitability ratio and firm size and capital structure variables in general.

Keywords: Corporate governance, Capital structure, Panel data analysis, Borsa İstanbul, Corporate governance index.

* Bu çalışma Eda Dizgil tarafından yazılan ve Dr. Öğr. Üyesi Ş.Gül tarafından yürütülen "Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Finansal Kararlar ve Firma Performansına Etkisi: BİST100 ve BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Karşılaştırması" adlı tamamlanmış doktora tezinden türetilmiştir.

** Gaziantep Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Doktora Öğrencisi, GAZİANTEP.

e-posta: dizgileda@gmail.com (orcid.org/0000-0001-9164-2161)

*** Dr. Öğr. Üyesi, Gaziantep Üniversitesi, İktisadi İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, GAZİANTEP.

greis@gantep.edu.tr (orcid.org/0000-0001-7654-4256)

GİRİŞ

Son yıllarda artan küreselleşme hareketleri firmaların hayatta kalmalarını zorlaştırmakta ve firmaları çeşitli konularda birtakım önlemler almaya yöneltmektedir. Bu konular içerisinde sermaye yapısının güçlendirilmesi ve iyi yönetim uygulamalarının benimsenmesi önemli yer tutmaktadır. Firmaların sermaye yapılarını güçlendirebilmeleri için ucuz ve maliyeti düşük kaynaklar bulmaları gerekmektedir. İşte bu hususta kurumsal yönetim uygulamalarının önemi ortaya çıkmaktadır. Çünkü kurumsal yönetim uygulayan firmalar yatırımcılar tarafından daha çok tercih edilmektedir.

Firmalarda kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi hissedar yönetici çatışmalarının azalmasına ve kaldıraç oranlarının düşmesine de etki etmektedir. Bu durum sonucunda ise hem firma hem de piyasa düzeyinde olumlu sonuçlar ortaya çıkmaktadır. Kurumsal yönetim firmaların amaçlarına ulaşmasında önemli bir faktördür. Kurumsal yönetim; ortakların yer aldığı firmaların yönetiminde, eşitlik, adillik, homojenlik, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkelerine uyum sağlayarak firmaların etkili ve verimli bir biçimde faaliyetlerini devam ettirebilmeleri için hak sahipleri ve firma ortakları arasında optimal bir denge oluşturan yönetim biçimidir (Dal, 2008: 389). Son yıllarda kurumsal yönetimin önemi hem makro hem de mikro düzeyde artmıştır. Bunun en temel sebebi olarak da kurumsal yönetim uygulamalarındaki eksikliğin bir sonucu olarak ortaya çıktığı düşünülen küresel finans krizleri olarak gösterilmektedir.

Dünyada kurumsal yönetim uygulamalarındaki noksanlık sonucunda ortaya çıkan en önemli krizler Worldcom, Enron, Xerox, Global Crossing firmalarının iflaslarıdır. Bu firmalar sektörlerinde lider konumunda oldukları için firmaların iflasları hem ilgili sektörleri hem de faaliyet gösterdikleri ülke ekonomilerini olumsuz etkilemiştir (Oral vd., 2017:127). Bu firmaların iflaslarının ardındaki en önemli sebeplerden birisi ise kurumsal yönetim uygulamalarında etkinliğin sağlanamamasıdır. Bu sebeplerden dolayı kurumsal yönetim kavramı giderek daha fazla önem kazanmaya başlamıştır.

Sermaye piyasası kurulu Türkiye’de sermaye piyasalarının düzenlenmesi ve denetlenmesi faaliyetlerini gerçekleştirmek amacıyla kurulmuş bir kurumdur. Bu kurum Türkiye’de firmalar için kurumsal yönetim tabanını geliştirmek ve Türk sermaye piyasasını küresel piyasalarla rekabet edebilir hale getirmek amacıyla 2003 yılında kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamış ve 2005’de bu ilkelerde revizyon yaparak kurumsal yönetim ilkelerine son halini vermiştir. Sermaye piyasası kurulu bu ilkeleri OECD ve diğer gelişmekte olan ülkelerin ilkeleri ile uyumlu bir şekilde hazırlamaya özen göstermiştir. 1999 yılında ilk olarak yayınlanan OECD’nin kurumsal yönetim ilkeleri daha sonra 2004 yılında tekrar gözden geçirilerek son halini almıştır. Bu ilkeler gelişmekte olan ülkelerin kurumsal yönetim ilkelerini belirlemede ana kaynak niteliği taşımaktadır (Ertuna ve Tükel, 2008: 8). Sermaye piyasası kurulunun hazırladığı kurumsal yönetim ilkeleri 4 başlık altında toplanmaktadır. Bunlar; hisse sahipleri, kamuoyu bilgilendirme, şeffaf olma, hak sahipleri ve yönetim kurulundan oluşmaktadır.

Türkiye’de kurumsal yönetim konusundaki en önemli gelişme kurumsal yönetim endeksinin oluşturulmasıdır. Kurumsal yönetim endeksi 31.08.2007 tarihinde İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) bünyesinde oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim endeksinin oluşturulmasındaki amaç kurumsal yönetim ilkelerini benimseyen ve doğru bir biçimde uygulayan firmaların kamuoyuna duyurulmasını sağlamaktır. Kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerini yeterli biçimde uygulayıp uygulamadıkları hakkında değerlendirme yapılarak 1 ila 10 puan arasında bir kurumsal yönetim derecelendirme notu hesaplanmaktadır. Eğer alınan not 1’e yakınsa bu firmanın kurumsal yönetim ilkelerini uygulamada yeterli olmadığını göstermektedir. Eğer not 10’a yakınsa firmanın kurumsal yönetim ilkelerini uygulamada yeterli durumda olduğu ifade edilebilir. Eski adıyla İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) yeni adıyla Borsa İstanbul Yönetim kurulunun 23.02.2005 tarihli toplantısında aldığı karar doğrultusunda endekste yer alacak firmaların (Borsa İstanbul Gözaltın Pazarında İşlem Görenler dışında) kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun en az 7 olması kabul edilmiştir. Bu notlar Sermaye Piyasası kurulunun yetki verdiği kuruluşlar tarafından verilmektedir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlamak ilk bakışta firmalar için zor bir süreç anlamına gelse de bu ilkelere uymak firmalar açısından birçok yönden avantaj sağlamaktadır. Bu avantajlardan en önemlisi kurumsal yönetim uygulamalarının finansman kaynağı bulmada sağlayacağı kolaylıktır. Çünkü yabancı sermaye hareketlerinin kalıcı ve istikrarlı olmasında kurumsal yönetim standartlarına uyum sağlamanın çok önemli bir rolü vardır. Buna göre yabancı sermaye daha çok kurumsal yönetim uygulamalarının benimsendiği ülkelere doğru yönelmektedir. Çünkü kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda ayrıntılı ve net bir biçimde ifade edilen pay ve menfaat sahiplerine eşit davranılması, firmaların mal varlıklarının korunması ve kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konusu yabancı sermaye hareketleri açısından son derece önem arz eden hususlardır. Bu ilkelerin

benimsenmesi sonucunda firmalara duyulan güven artmakta ve buna paralel olarak da sermaye maliyetleri düşmektedir (Ayrıçay ve Eser,2017: 221).

Finans alanında yapılan çalışmalarda üzerinde sıkça durulan konulardan birisi de sermaye yapısıdır. Sermaye yapısı kararları faaliyetlerin sağlıklı bir şekilde devam edebilmesi ve firmaların finansal yapılarının korunması ve dayanıklılığı açısından oldukça önem arz eden bir konudur. Sermaye yapısı kararlarının önemi borç ya da öz kaynakla finansman yöntemlerinden hangilerinin seçileceğine karar verilmesinde, çalışma sermayesi yönetiminde, yatırım kararlarında ve sermaye bütçelemesi kararlarında etkili olmasından ileri gelmektedir.

Sermaye yapısı kararları firmanın ihtiyacı olan fonların nereden, nasıl ve ne zaman karşılanacağını tespit edilmesine yönelik olarak finans yöneticileri tarafından alınan kararlardır (Aydın vd., 2012: 47). Bu kararlar alınırken finans yöneticilerinin ilk olarak hedef sermaye yapısını belirlemesi gereklidir. Daha sonra ise hedef sermaye yapısının gerçekleştirilmesi için yapılması gereken uygulamalar belirlenir. Bu hususta belirlen hedef sermaye yapısının her zaman aynı kalacağını düşünülmemesi gereklidir. Çünkü sermaye yapısı değişen şartlara bağlı olarak farklılık gösterebilmektedir. Diğer bütün finansal kararlarda olduğu gibi sermaye yapısı kararlarında da temel amaç firma değerinin maksimize edilmesidir. Sermaye yapısı kararları firmaların borç ya da öz kaynak maliyetleri ile de doğrudan ilgilidir. Firmaların borç/öz kaynak oranının yüksek olması borcun öz kaynaktan fazla olması anlamına gelir ki bu durum firmalarda temerrüt riskinin arttığı bir göstergesidir. Bu durum aynı zamanda hem borçlanma maliyetini hem de öz kaynak maliyetini artırır. Sonuç olarak sermaye yapısı kararları firmaların piyasa değeri ve kredibiliteleri üzerinde etkilidir. Bu husus çeşitli ampirik sonuçlarla da desteklenmektedir (Modigliani & Miller 1963; Myers 1977; Ross 1977; Cheng 2008; Sueyoshi vd. 2010; Koerniadi ve Tourani-Rad 2012).

Sermaye yapısı ile ilgili çalışmalar Modigliani ve Miller 'in öncülüğünde 1958 yılında başlamıştır. Optimal sermaye yapısının olup olmadığının ve eğer böyle bir sermaye yapısı varsa nasıl olması gerektiği üzerinde yoğunlaşan çalışmalarda firmalar için genel geçer bir sermaye yapısı bileşimi tespit edilememiş ve optimal sermaye yapısının nasıl olması ile ilgili birçok teori ortaya konmuştur. Bu teoriler klasik ve modern sermaye yapısı teorileri olmak üzere iki başlık altında incelenmektedir. Bu doğrultuda klasik sermaye yapısı teorileri temel olarak borç/ öz kaynak oranı ve bunun firma değerine etkisi üzerinde dururken modern sermaye yapısı teorileri borç-öz kaynak oranını etkileyen faktörler üzerinde durmaktadır. Bu teorilerden klasik sermaye yapısı teorileri dört ana başlık altında incelenmektedir. Bunlar; net gelir yaklaşımı, net faaliyet geliri yaklaşımı, geleneksel yaklaşımı, Modigliani Miller Yaklaşımından oluşmaktadır. Net gelir yaklaşımına göre, borç ve öz kaynak maliyetlerinin farklı borçlanma düzeylerinde değişmeyeceği ve borcun sermaye maliyetinin öz sermaye maliyetinden düşük olması nedeniyle borçlanma arttıkça firma değerinin artacağı kabul edilmektedir (Aydın vd., 2012: 47). Net faaliyet geliri yaklaşımında farklı borçlanma düzeylerinde borçlanma maliyetinin değişmeyeceği ve aynı kalacağı ifade edilmektedir. Buna karşın borçlanma arttıkça öz sermaye maliyeti artacağından dolayı ortalama sermaye maliyetinin farklı borç/ öz kaynak düzeyinde aynı kalacağı ve değişmeyeceği belirtilmektedir (Sayılğan, 2017: 334). Geleneksel yaklaşım firmanın finansal kaldıraç etkisinden faydalanarak sermaye maliyetini azaltabileceğini ve böylelikle firma değerini artırabileceğini savunur. Ancak bir noktadan sonra ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin azaltılması mümkün olmamaktadır. Bahsi geçen nokta aşıldığında ise ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin tekrardan artış göstereceği ve bu artışın nedeninin ise yabancı kaynak sahiplerinin borç vermektan kaçınma veyahut borç vermek için yüksek faiz talep etmeleri bunun yanında öz kaynak sahiplerinin ise getiri beklentilerinin yükselmesi olduğu ifade edilmektedir (Aydın vd., 2012: 47; Sayılğan, 2017: 336). Modigliani ve Miller' e göre ise vergi, asimetric bilgi ve işlem maliyetlerinin olmadığı etkin piyasalarda firma değerinin sermaye yapısından etkilenmeyeceği ifade edilmektedir. Bu hususta Modigliani ve Miller belirli koşullar altında vergisiz bir ortamda firmalar için borç kullanımının önemsiz olduğunu ifade ederken buna karşın verginin olduğu bir ortamda borç kullanımında meydana gelen artışın borcun yarattığı vergi tasarruflarının etkisiyle firma değerinin artacağı belirtmektedir (Modigliani ve Miller, 1963). Ancak borcun da belli bir seviyeden sonra firmanın değerini negatif yönde etkileyeceğinden bahsetmektedir. Modern sermaye yapısı teorileri ise, ödünleşme teorisi, bilgi asimetrisi teorisi, finansal hiyerarşi teorisi, dengeleme teorisi olarak sıralanabilir. Ödünleşme teorisi Modigliani ve Miller 1963 yılında yayınladıkları makalelerinde bir düzeltme yaparak verginin sermaye yapısı üzerinde etkisinin olduğunu belirtmişlerdir. Yaptıkları düzeltme neticesinde ödünleşme teorisini ortaya koymuşlardır. Teoriye göre borç kullanımının firmaya sağlayacağı vergi tasarrufunun yanında borç artışı ile paralel olarak ortaya çıkabilecek finansal sıkıntı maliyetlerinin olacağı yani firmanın maliyetlerinde artış meydana geleceği belirtilmektedir. Bilgi asimetrisi teorisine göre firmaların sermaye yapılarının oluşturulması esnasında yöneticilerin firmanın gelecekteki nakit akışları hakkında yatırımcılardan daha fazla bilgi sahibi olduklarını ifade etmektedir (Harris ve Raviv, 1991). Buna göre yöneticilerin sermaye yapısı ve temettü dağıtım kararları ile firma hakkındaki bilgiler yatırımcılara aktarılabilir. Bu kararlarla

yatırımcılar ve firmalar elde ettikleri bilgiler doğrultusunda sermaye piyasasından fon temin edebilmektedirler. Alınan kararlar neticesinde yatırımcılar firmanın piyasa değerini etkileyebilmektedir. Kısaca, firmaların piyasadaki sermaye temin edebilmeleri yatırımcıların sahip oldukları bilgiler doğrultusunda yapacakları tercihlere göre şekillenecektir. Finansal Hiyerarşi Teorisi ise 1984'te Myers ve Majluf tarafından oluşturulmuştur. Bu teoriye göre, firmaların yatırımlarının finansmanında ilk olarak oto finansmana, daha sonra borçlara, son olarak ise hisse senedi ihracına başvurdukları kabul edilmektedir. Teoride firmalar tarafından belirlenebilecek optimal bir borç-öz kaynak oranının olmadığı ve borç oranının firmanın sahip olduğu kaynakların seviyesine ve yatırım harcamalarına göre farklılık göstereceği kabul edilmektedir. Örneğin yatırım imkânı sınırlı olan kârlı firmaların düşük borç oranına sahip olacağı buna karşın daha fazla yatırım imkânı olan fakat elde ettiği fon miktarı yetersiz olan firmaların ise daha yüksek borç oranına sahip olacağı ifade edilmektedir. Bunun yanı sıra borç oranlarının belirlenmesinde, borçlanmanın kurumlar vergisi ile sağlayacağı vergi tasarrufu avantajı ve finansal kriz endişesi gibi hususların ise daha az önemli olduğu belirtilmektedir (Ata ve Ağ, 2010: 48; Terim ve Kayalı, 2009: 127). Dengeleme Teorisi'ne göre ise firmaların borç-öz kaynak bileşimini oluştururken borçlanmanın getirdiği iflas ve sıkıntı maliyetleri ile borç kullanmanın sağladığı vergi avantajı ve temsil maliyetlerinin dengelendiği noktada optimal bir borç düzeyine ulaşabilecekleri ifade edilmektedir (Terim ve Kayalı, 2009: 127). Optimal sermaye maliyeti noktasında borçlanmanın marjinal maliyeti ile marjinal faydası birbirine eşittir. Bu düzeyde ise firma performansı en üst kademededir. Bu sebepten ötürü Dengeleme Teorisi vergi indiriminden sağlanan fayda ile iflas riskinin ortaya çıkarabileceği maliyetler arasında yer alan bir borçluluk düzeyi olarak kabul edilmektedir (Park ve Jang, 2013: 52).

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisinin araştırılmasıdır. Literatürde borçların vade yapısı, kaldıraç oranı ve özkaynak oranının birlikte değerlendirildiği nadir çalışmalardan biri olması ve sermaye yapısının bu önemli değişkenlerinin kurumsal yönetim uygulamalarından etkilenip etkilenmediklerini ortaya koyması nedeniyle firmaların kurumsal yönetim anlayışlarını etkileyeceği düşünülmektedir. Bu amaçtan hareketle incelenen dönemde özellikle kurumsal yönetim endeksinde yer alan ve kurumsal yönetim derecelendirme notu hesaplanan 14 firmanın verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde yerli ve yabancı literatür incelenmiş hem sermaye yapısı ile ilgili hem de kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı üzerindeki etkilerini araştıran çalışmalarla ilgili özet bilgiler verilmiştir. İkinci bölümde uygulama bölümü yer almaktadır. Burada çalışmanın kapsamı, kullanılan değişkenler, test edilen modeller, kullanılan yöntem, analiz ve bulgular yer almaktadır. Sonuç ve önerilerde ise, elde edilen bulgular yorumlanmış ve çalışmanın kullanıcılara faydaları ve literatüre katkıları anlatılmıştır.

1. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı üzerinde etkisini tespitine yönelik Türkiye'de yapılmış sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır. Türkiye'de yapılmış çalışmaların çoğunda ise kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansına etkisi araştırılmıştır. Buna rağmen uluslararası literatürde konuya daha fazla yer verildiği görülmüştür. Bu bağlamda yapılan yerli ve yabancı incelemesi kronolojik olarak değerlendirilmiştir.

Chen vd., (1998) tarafından yapılan çalışmada Hollanda firmalarının sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler araştırılmıştır. Çalışmada firmaların 1984-1995 yıllarına ait veri seti kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda ise Hollanda firmalarının sermaye yapılarını açıklama finansman hiyerarşisi teorisinin geçerli olduğu tespit edilmiştir. Firmaların iç finansmanı dış finansmana kıyasla daha çok tercih ettikleri ifade edilmiştir.

La Rocca (2007) çalışmasında kurumsal yönetimin sermaye yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkisini araştırmıştır. Bu bağlamda sermaye yapısı kurumsal yönetim ve değer ilişkisini teorik olarak ortaya koymuş ve teorik bir model tasarlamıştır. Sermaye yapısı ile bir firmanın değeri arasındaki ilişkide kurumsal yönetimin sahiplik yoğunluğu, yönetsel sahiplik ve yönetim kurulunun rolü gibi değişkenlerin moderatör ve/veya aracı rolünün doğrudan hesaba katılması gerektiğini ifade etmiştir.

Bokpin ve Arko (2009) çalışmalarında firmaların mülkiyet yapısı ve kurumsal yönetim uygulamalarının Gana Borsasındaki şirketlerin sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu amaçla firmaların 2002-2007 yılları arasındaki veri setini kullanarak dengesiz panel veri analizi yapmışlardır. Analizde kullanılan bağımlı değişkenler; kaldıraç, borç oranı, kısa vadeli borç/öz kaynak oranıdır. Bağımsız değişkenler ise risk, yabancı sahiplik, vergi, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, CEO ikiliği, temettü verimi, karlılık, firma büyüklüğü yaş değişkenlerinden oluşmaktadır. Yaptıkları analiz sonucunda, yönetsel hissedarlığın uzun vadeli

borç seçimini önemli ölçüde etkilediğini tespit etmişlerdir. Yönetim kurulu büyüklüğü ile sermaye yapısı değişkenleri arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Temettü verimi ve karlılık gibi firma düzeyindeki değişkenlerin Gana’da faaliyet gösteren firmaların sermaye yapısı üzerinde etkili olduğu ifade edilmiştir.

Hussainey ve Aljifri (2012) çalışmalarında kurumsal yönetim mekanizmalarının sermaye yapısı kararları etkisini Birleşik Arap Emirliklerindeki 71 firma üzerinde araştırmışlar. Bu amaçla firmaların 2006 yılı verilerini kullanarak çoklu regresyon analizi yapmışlardır. Çalışmada kullanılan değişkenler; kaldıraç(borç/ öz kaynak oranı), yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulunda icracı ve icracı olmayan üye sayısı, kurumsal yatırımcılar (kurumsal yatırımcılar tarafından sahip olunan adi hisselerin oranı), devlet mülkiyeti(hükümetin sahip olduğu adi hisselerin oranı), denetim türü (firmaların finansal tabloları dört büyük denetim firması tarafından denetlenmişse 1 yoksa 0” bu firmalar Deloitte & Touche; Ernst & Young; KPMG ve Price waterhouse Cooper”), karlılık(net kar/satışlar), TobinQ oranı, firma büyüklüğü ve temettü ödeme oranından oluşmaktadır. Yaptıkları analiz sonucunda kurumsal yatırımcılar ve temettü ödeme oranı ile kaldıraç değişkeni arasında negatif bir ilişki; firma büyüklüğü ile kaldıraç değişkeni arasında ise pozitif yönlü bir ilişki tespit etmişlerdir. Genel olarak çalışmalarında kurumsal yönetimin sermaye yapısı üzerinde etkisi olduğunu vurgulamışlardır.

Uwuigbe vd., (2014) Nijerya menkul kıymetler borsasında faaliyet gösteren firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu amaçla firmaların 2006-2011 yıllarına ait veri setini kullanmışlardır. Çalışma borç/öz sermaye oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise yönetim kurulu büyüklüğü, CEO ikiliği, yönetim kurulu yapısı ve yönetsel mülkiyettir. Yapılan analiz sonucunda CEO ikiliği ile sermaye yapısı değişkeni arasında pozitif bir ilişki tespit edilirken yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim mülkiyeti ve yönetim kurulu kompozisyonu ile firmaların sermaye yapısı kararları arasında ise negatif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Shahzad vd., (2015) çalışmada hisseleri Karaçi Borsası’nda işlem gören firmaların sermaye yapısı kararlarında kurumsal yönetim uygulamalarının etkisi araştırılmıştır. Bu doğrultuda 67 firmanın 2007-2012 yıllarına ait veri seti kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Analizde kaldıraç oranı ve uzun vadeli borç oranı bağımlı değişken olarak kullanılırken bağımsız değişkenler ise yönetim kurulu ile ilgili olarak; bağımsız üye oranı, CEO ve başkan ayrımı ve en büyük ortağın sermayedeki payı, denetim ile ilgili bağımsız değişkenler; denetim komitesinin varlığı, denetim komitesinin toplantı sıklığı, denetim komitesinin uzmanlığı, denetimin dört büyük denetim firması tarafından yapıp yapılmadığı, yönetim komitesi ile ilgili bağımsız değişkenler; ücret komisyonunun varlığı ve aday gösterme komisyonunun varlığı olarak belirlenmiştir. Firma büyüklüğü karlılık ve likidite ise kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Yaptıkları analiz sonucunda kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı ile arasında negatif yönlü ilişki olduğu ifade edilmiştir. Ayrıca kurumsal yönetim uygulamalarında etkin olan firmaların finansal riskten kaçındıkları ve kaldıraç oranını düşük tuttukları belirtilmiştir.

Doğan (2016a) çalışmasında mülkiyet yapısının sermaye yapısı kararları üzerine etkisini araştırılmıştır. Bu doğrultuda hisseleri Borsa İstanbul İmalat sanayi endeksinde işlem gören 136 firmanın 2005-2012 yıllarına ait veri seti kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analizde kaldıraç oranı bağımlı değişken olarak belirlenirken bağımsız değişkenler ise sırasıyla en büyük ortağın sermaye payı, en büyük ikinci ortağın sermaye payı, halka açıklık oranı, toplam varlıklar ve aktif karlılık oranı olarak seçilmiştir. Yapılan analiz sonucunda en büyük ortağın sermaye payı, firma büyüklüğü ve aktif karlılık oranı ile finansman kararları arasında anlamlı bir ilişki bulunduğu ifade edilmiştir.

Doğan (2016b) çalışmasında yönetici ve yabancı sahipliğinin sermaye yapısı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bu amaçla Borsa İstanbul İmalat Sanayiinde işlem gören 136 firmanın 2005-2012 yıllarına ait verilerini kullanarak panel veri analizi yapılmıştır. Analizde toplam borç/toplam varlıklar bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise yönetim kurulu sahipliği, CEO sahipliği, yabancı sahipliği, halka açıklık oranı, firma büyüklüğü ve varlık karlılığı oranıdır. Yapılan analiz sonucunda, yönetim kurulu sahipliği ile yabancı sahipliğinin firmaların finansman kararları üzerinde etkili olduğu tespit etmiştir.

Ayrıçay ve Eser (2017) kurumsal yönetim ve sermaye yapısı arasındaki ilişkinin araştırıldığı çalışmada Borsa İstanbul’da kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların 2008-2010 yılları arasındaki finansal verilerini kullanarak panel veri analizi yapılmıştır. Analizde kaldıraç oranı (toplam borçlar/toplam varlıklar) bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise sırasıyla yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız üye oranı, aktif karlılık oranı, sahiplik oranı ve büyüme oranından oluşmaktadır. Yapılan analiz sonucunda ise, yönetim kurulu üye sayısının kaldıraç oranını pozitif yönde bağımsız üye oranını ise negatif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir. Aktif karlılık oranının da finansal kaldıraç pozitif yönde etkilediğini tespit eden yazarlar Türkiye’deki firmaların genel olarak borçla finansmanı tercih ettiğini ifade etmişlerdir.

Oral vd., (2017) çalışmalarında kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin sermaye yapılarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu amaçla çalışmada BIST-XKURY endeksinde yer alan şirketlerin 2010-2014 yılları verileri kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analizde kaldıraç oranı bağımlı değişken hisse senedi getirileri ise bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda finansal kaldıraç oranının hisse senedi bileşik getirisini arttırdığı tespit edilmiştir.

Siromi ve Chandrapala (2017) kurumsal yönetimin Sri Lanka'daki firmaların sermaye yapısı üzerine etkisini araştırdıkları çalışmada Sri Lanka'da faaliyet gösteren 138 firmanın 2009-2013 yılları arasındaki verilerini kullanarak çoklu regresyon analizi yapmışlardır. Çalışmada borç oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu kompozisyonu, liderlik yapısı, yönetim kurulu komiteleri ve yönetim mülkiyeti kurumsal yönetim değişkenleridir. Aktiflerin karlılık oranı (ROA) ve firma büyüklüğü değişkenleri ise çalışmada kontrol değişkenleri olarak belirtilmiştir. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulu kompozisyonu ve yönetim kurulu komitesi haricindeki kurumsal yönetim değişkenlerinin sermaye yapısı üzerinde önemli bir etkisi olmadığı ifade edilmiştir. Buna ek olarak Kurul kompozisyonunun değişkeni ile sermaye yapısı değişkeni arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Buna karşın kurul komitesinin sermaye yapısı üzerinde negatif bir etkisi olduğu ifade edilmiştir.

Hermassi vd., (2017) kurumsal yönetimin sermaye yapısı üzerine etkisini araştırdıkları çalışmada Kanada'da çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren 700 firmanın 2002-2011 yıllarına ait veri setini kullanarak regresyon analizi yapmışlardır. Kurumsal yönetim kalitesi değişkeni bağımsız değişken olarak kullanılırken, bağımlı değişken piyasa kaldıraç oranı olarak belirlenmiştir. Sermaye belirleyicileri olarak da aktif karlılık oranı, TobinQ oranı, firma büyüklüğü, sabit varlıklar/toplam varlıklar oranları kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda daha güçlü kurumsal yönetime sahip olan firmaların piyasa kaldıraç oranının düşük olduğu tespit edilmiştir. Bu sonucun endekste yer alan diğer tüm değişkenler için de aynı olduğu ifade edilmiştir.

Iqbal ve Javed (2017) kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı kararları ve firma performansı üzerindeki etkisini Pakistan'da imalat sektöründe faaliyet gösteren 173 firma üzerinde araştırmışlar. Çalışma firmaların 2009-2014 yılları arasındaki veri seti kullanılarak panel veri analizi ile yapılmıştır. Kurumsal yönetim endeksinin ılımlı değişken olarak kullanıldığı bu değişkenin sermaye yapısı ile finansal performansı olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir. Pakistanlı üretici firmaların çoğunun iyi kurumsal yönetim mekanizmasını takip ettiği ve daha iyi finansal sonuçlar elde etmek için iyi ve optimum sermaye karması seviyesini kullandıkları tespit edilmiştir. Son olarak, sermaye yapısının finansal performansla pozitif bir ilişki içinde olduğunu ifade etmişlerdir.

Ege ve Topaloğlu (2017) sahiplik yapısının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisinin araştırıldığı bu çalışmada Borsa İstanbul 30 Endeksinde yer alan firmaların 2009-2015 yıllarına ait veri seti kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analizde kaldıraç oranı bağımlı değişken olarak kullanılırken bağımsız değişkenler ise sırasıyla en büyük ortağın sermayedeki payı, en büyük ikinci ortağın sermayedeki payı, en büyük üçüncü ortağın sermayedeki payı halka açıklık oranı, yabancı ortak sermaye payı, kurumsal ortak sermaye payı olarak belirlenmiştir. Çalışmada ayrıca iki adet kontrol değişkeni kullanılmıştır. Bunlar sırasıyla, firma büyüklüğü ve aktif karlılık oranıdır. Yaptıkları analiz sonucunda ise sahiplik yapısı ve sermaye yapısı kararları arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edememişlerdir.

Belas vd., (2018) KOBİ'lerin karakteristik özelliklerinin sermaye yapısı üzerine etkisinin araştırdıkları çalışmalarında amaçları Kobilerin sermaye yapısının belirleyicilerini tespit etmektir. Bu amaç doğrultusunda dört belirleyici özellik kullanılmıştır. Bunlar; bölge, iş alanı, çalışan sayısı ve iş süresinin, yöneticinin bu konudaki kararları ve bu kararların sermaye yapısı kararları üzerine etkisi Çek Cumhuriyetindeki Kobiler açısından araştırılmıştır. Çalışmada analiz yöntemi olarak sıralı lojistik regresyon yöntemi kullanılmıştır. Bu doğrultuda beş model belirlenmiştir. Yaptıkları analiz sonucunda çalışan sayısı ve firma büyüklüğünün yabancı sermaye ve öz sermaye hacmi üzerinde etkili olduğunu tespit edilmiştir. Ayrıca iş süresi ile yabancı sermaye arasında ise doğrusal bir ilişki bulunduğunu bildirilmiştir.

Jami ve Koloukhi (2018) tarafından yapılan çalışmada Tahran menkul kıymetler borsasında hisseleri işlem gören firmaların sermaye yapılarının ve finansal performanslarının belirleyicilerinin tespit edilmesi amaçlanmıştır. Çalışmada 123 firmanın 2012-2017 yıllarına ait veri seti kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Çalışmada dokuz farklı hipotez ve iki farklı model belirlenmiştir. Yapılan analiz sonucunda firma büyüklüğü, firmanın yaşı, satış hacmi ve toplam kazanç ile firmanın sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Diğer modelde ise firma büyüklüğü, finansal kaldıraç ve reklam maliyeti ile firma performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu bildirilmiştir.

İskenderoğlu vd., (2018) imalat sanayiinde kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı üzerine etkisini araştırdıkları çalışmalarında kurumsal yönetim endeksinde dahil olan ve imalat sanayiinde faaliyet gösteren firmaların 2005-2013 yılı verilerini kullanarak dinamik panel veri analizi yapmışlardır. Çalışmada kurumsal yönetim endeksinde bulunmanın sermaye yapısını ne derecede etkilediği araştırılmıştır. Yapılan analiz sonucunda kurumsal yönetim endeksinde dâhil olmanın hem borç/toplam aktifler hem de borç/öz kaynak oranlarında artışa neden olduğunu tespit etmişlerdir.

Temiz ve Dalkılıç (2018) tarafından yapılan BİST İmalat Sanayi Sektöründe sermaye yapısı ve sahiplik yapısı arasındaki ilişkinin incelendiği çalışmada ilgili sektörde yer alan 136 firmanın 2012-2016 yıllarına ait veri seti kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analizde finansal kaldıraç oranı bağımlı değişken olarak kullanılırken bağımsız değişkenlerde sırasıyla en büyük ortağın sermayedeki payı, en büyük üç ortağın sermayedeki payı, en büyük beş ortağın sermayedeki payı, kurumsal ortağın sermayedeki payı, yabancı ortağın sermayedeki payı, halka açıklık oranı, aktif karlılık oranı, firma büyüklüğü ve büyüme oranı olarak belirlenmiştir. Yapılan analiz sonucunda finansal kaldıraç oranı ile en büyük ortak, kurumsal ortak ve yabancı ortakların sermaye payı değişkenleri arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki olduğu belirtilmiştir.

2.UYGULAMA

2.1.Çalışmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim endeksinde yer alan 32 firmadan 2009-2017 yılları arasında kurumsal yönetim derecelendirme notu hesaplanan 14 firmanın kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı kararları üzerindeki etkisini araştırmaktır. Çalışmada örneklem oluşturulurken mali tablolarındaki farklılık nedeniyle finansal kurumlar ve bankalar hariç tutulmuştur. Çalışma kapsamındaki şirketler Tablo 1’ de raporlanmıştır.

Tablo:1 Çalışma Kapsamında Yer Alan Firmalar

Firma Sayısı	Firma Adı
1	Anadolu Efes Biracılık Ve Malt Sanayii A. Ş.
2	Arçelik Anonim Şirketi A. Ş
3	Coca-Cola İçecek A. Ş.
4	Doğan Şirketler Grubu Holding A. Ş
5	Hürriyet Gazetecilik Ve Matbaacılık A. Ş
6	Logo Yazılım Sanayi Ve Ticaret A. Ş.
7	Otokar Otomotiv Ve Savunma Sanayi A. Ş.
8	TAV Havalimanları Holding A. Ş.
9	TOFAŞ Türk Otomobil Fabrikası A. Ş.
10	TÜPRAŞ-Türkiye Petrol Rafinerileri A. Ş.
11	Türk Prysmian Kablo Ve Sistemleri A. Ş.
12	Türk Telekomünikasyon A. Ş.
13	Türk Traktör Ve Ziraat Makineleri A. Ş.
14	Vestel Elektronik Sanayi Ve Ticaret A. Ş.

Tablo 1’ de yer alan firmalar 2009-2017 yılları arasında Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan ve kurumsal yönetim derecelendirme notu hesaplanan 14 firma yer almaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamalarını temsil eden değişkenler literatürde “kurumsal yönetim karakteristikleri” olarak ifade edilmektedir. Bunlar; yönetim kurulunda kadın üye bulunup bulunmadığını gösteren kadın üye değişkeni, yönetim kurulunda yabancı üye bulunup bulunmadığını gösteren yabancı sahiplik değişkeni, yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye oranıdır. Firmanın yaşı, aktif büyüklüğü ve aktif karlılığı ise kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Kurumsal yönetim karakteristikleri olarak ifade edilen değişkenler yönetim kurulu yapısı ve büyüklüğü ile ilgilidir. Yönetim kurulu üye sayısı ve bağımsız üye oranı artıkça ve yönetim kurulu çeşitlendikçe alınan kararlar kurumsal yönetim ilkelerine daha fazla uyumlu hale gelecektir. Kararlar şeffaf, adil, hesap

verilebilirlik ve sorumluluk ilkelerine uyumlu olacaktır. Bu değişkenler sermaye piyasası kurulu tarafından hazırlanan kurumsal yönetim ilkelerinden yönetim kurulu, hissedarlar, menfaat sahipleri ve kamuyu aydınlatma şeffaflık ilkeleri ile ilgili olarak tespit edilmiştir. Çalışmada değişkenlerin seçilme nedeni verilerine kolay ulaşılabılır olmasıdır.

Çalışmada kullanılan kurumsal yönetim uygulamaları verileri ile sermaye yapısı ile ilgili veriler, şirketlerin bilanço, gelir tabloları ve faaliyet raporlarından elde edilmiştir. Bu verilere Kamuyu Aydınlatma Platformu(KAP) resmi internet sitesinden ulaşılmış ve kullanılan veriler Tablo 2’de raporlanmıştır.

Tablo:2 Analizde Kullanılan Değişkenler

Kod	DEĞİŞKEN	AÇIKLAMA
KAL	Kaldıraç oranı	Toplam borç / Toplam varlık
KVBO	Kısa vadeli borç oranı	Kısa Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler
UVBO	Uzun vadeli borç oranı	Uzun Vadeli Borçlar/Toplam Aktifler
OK	Öz kaynak oranı	Öz kaynaklar/Toplam Aktifler
KU	Kadın üye	Kadın üye varsa 1 yoksa 0(dummy)
YBS	Yabancı sahiplik	Yönetim kurulunda yabancı sahiplik varsa 1 yoksa 0(dummy)
YKUS	Yönetim kurulu büyüklüğü	Yönetim Kurulu üye sayısı
BUO	Bağımsız üye oranı	Bağımsız Üye Sayısı/ Toplam Yönetim Kurulu Üye Sayısı
LOGBUY	Firma büyüklüğü	Aktif Toplamının logaritması
LOGAGE	Yaş	Firmanın yaşının logaritması
AK	Aktif karlılık oranı	Net kar/ toplam aktif

Tablo 2’ de listelenen değişkenlerden kaldıraç oranı, kısa vadeli borç oranı, uzun vadeli borç oranı ve öz kaynak oranı bağımlı değişken olarak kullanılmıştır. Bağımsız değişkenlerden kurumsal yönetim değişkenleri olarak kadın üye, yabancı sahiplik, yönetim kurulu büyüklüğü ve bağımsız üye oranı değişkenleri kullanılmıştır. Firma yaşı, aktif karlılığı ve aktif büyüklüğü ise bağımsız ve kontrol değişkenler olarak kullanılmıştır. Aktif büyüklüğü ve yaş değişkenleri numerik olduğundan logaritmaları alınmıştır.

2.2.Çalışmanın Yöntemi

Çalışma verileri hem yatay kesit hem de zaman serisi boyutuna sahip olduğundan panel veri özelliği taşımaktadır. Verilerin panel veri özelliği taşıyan bu verilerle araştırma hipotezlerinin çözümlenebilmesi için panel veri regresyon analizi yapılacaktır. Böylelikle birden fazla birim ve her birime ait zaman boyutu birlikte değerlendirilerek analiz edilebilecektir.

Zaman serisinin eşit uzunlukta olup olmamasına göre iki tür panel veri vardır. Her birimin zaman serisi eşit uzunlukta ise, dengeli panel veri, zaman serilerinin uzunlukları birbirinden farklı ise dengesiz panel veri olarak adlandırılmaktadır. Ayrıca statik panel veri ve dinamik panel veri modelleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Statik panel veri modellerinde bağımlı değişkeni açıklamak için hem bağımlı hem de bağımsız değişkenin gecikmeli değerleri modele eklenmezken, dinamik panel veri modellerinde diğer modelden farklı olarak gecikmeli değişken ya da değişkenler modele eklenebilmektedir (Yerdelen Tatoğlu, 2012: 65; Tari, 2011: 475). Bu çalışmanın verileri her birim için eşit uzunlukta zaman serisine sahip olduğundan dengeli panel veri analizi yapılmıştır.

Panel veri analizinde üç farklı model bulunmaktadır. Bunlar; sabit etkiler modeli, tesadüfi etkiler modeli ve havuzlanmış en küçük kareler modelidir. Çalışmada panel veri analizine geçmeden önce birtakım testler yapılarak panel veri analizinde hangi modelin kullanılacağına karar verilmektedir. Bu çalışmada da hangi modelin kullanılacağına Hausman testi (Tari, 2011: 493) ve daha güçlü olan Honda testleri (Baltagi, 2005: 61) ile karar verilmiştir. Ayrıca veri setinin yapısı da model kararı için önem arz etmektedir.

Çalışmada dört farklı model kullanılarak kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı kararları üzerine etkisi test edilmiştir. Çalışmada kullanılan modeller şunlardır;

Model 1:

$$KAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 AK_{it} + \beta_2 KU_{it} + \beta_3 YBS_{it} + \beta_4 LOGYKUS_{it} + \beta_5 LOGAGE_{it} + \beta_6 LOGBUY_{it} + \beta_7 BUO_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 2:

$$KVBO_{it} = \beta_0 + \beta_1 AK_{it} + \beta_2 KU_{it} + \beta_3 YBS_{it} + \beta_4 LOGYKUS_{it} + \beta_5 LOGAGE_{it} + \beta_6 LOGBUY_{it} + \beta_7 BUO_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 3:

$$UVBO_{it} = \beta_0 + \beta_1 AK_{it} + \beta_2 KVBO_{it} + \beta_3 YBS_{it} + \beta_4 LOGYKUS_{it} + \beta_5 LOGAGE_{it} + \beta_6 LOGBUY_{it} + \beta_7 BUO_{it} + \epsilon_{it}$$

Model 4:

$$OK_{it} = \beta_0 + \beta_1 AK_{it} + \beta_2 KVBO_{it} + \beta_3 YBS_{it} + \beta_4 LOGYKUS_{it} + \beta_5 LOGAGE_{it} + \beta_6 LOGBUY_{it} + \beta_7 BUO_{it} + \epsilon_{it}$$

2.3. Analiz

Çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı kararları üzerine etkisini tespit edebilmek amacıyla öncelikle verilerin yapısına bakılmış ve tanımlayıcı istatistikler olarak raporlanmıştır. Daha sonra analiz çıktılarının doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için gerekli olan regresyon varsayımlarından çoklu doğrusal bağlantı sorunu olup olmadığı korelasyon analizi ile incelenmiştir. Akabinde panel veri modellerinden hangisinin kullanılacağına yapılan ön testlerle karar verilmiş ve analiz gerçekleştirilmiştir. Çalışmada kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 3’de yer almaktadır.

Tablo:3 Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	KAL	KVBO	UVBO	OK	AK	LOGYKUS	LOGAGE	BUO	LOGBUY
Maksimum	0.88	0.73	0.59	0.84	0.22	2.70	4.14	0.42	23.33
Minimum	0.15	0.10	0.00	0.12	-0.34	1.38	2.48	0.00	14.86
Ortalama	0.62	0.37	0.24	0.37	0.04	2.23	3.56	0.23	18.11
Std. Sapma	0.14	0.15	0.13	0.13	0.07	0.26	0.42	0.13	2.44

Tablo 3’de değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Bu istatistikler incelendiğinde firmaların borç ağırlıklı finansman yöntemini tercih ettikleri görülmektedir.

Çalışmada bağımsız değişkenler arasında yüksek korelasyon olması, çoklu doğrusallık sorununa yol açacağından korelasyon analizinin yapılması gerekmektedir. Bu amaçla yapılan korelasyon analizi sonuçları Tablo 4’de yer almaktadır.

Tablo:4 Değişkenler Arası Korelasyon İlişkisi

	AK	AGE	BUO	KAL	KVBO	LOGBUY	LOGYKUS	UVBO	OK
AK	1.00								
LOGAGE	-0.03	1.00							
BUO	-0.07	-0.10	1.00						
KAL	-0.00	-0.04	-0.02	1.00					
KVBO	0.00	0.24	-0.22	0.61	1.00				
LOGBUY	0.01	0.21	0.09	0.13	-0.01	1.00			
LOGYKUS	0.12	-0.01	0.12	0.21	-0.32	-0.16	1.00		
UVBO	-0.01	-0.34	0.23	0.35	-0.52	0.16	0.62	1.00	
OK	0.03	0.02	0.01	-0.95	-0.60	-0.16	-0.18	-0.31	1.00

Korelasyon analizi sonuçlarının yer aldığı Tablo 4’ü incelediğinde öz kaynak oranı ile kaldıraç oranı arasında, kısa vadeli borç oranı ile kaldıraç oranı arasında ve uzun vadeli borç oranı ile yönetim kurulu üye sayısı arasında yüksek korelasyon ilişkisi tespit edilmiştir. Ancak bu değişkenler aynı modelde kullanılmadığı için bir sorun teşkil etmemektedir.

Bu aşamadan sonra panel veri analizinde hangi yöntemin kullanılacağına karar vermek için F testi, Breusch-Pagan LM Testi, Hausman testi ve Honda testi yapılmıştır. Ayrıca değişen varyans ve otokorelasyon testlerine ilişkin sonuçlar da Tablo 5’de raporlanmıştır.

Tablo 5: Model Seçimi İçin Yapılan Ön Test Sonuçları

	Model 1		Model 2		Model 3		Model 4	
F-grup sabit	19.149	0.000*	15.642	0.000*	5.666	0.000*	30.146	0.000*
F-zaman sabit	0.889	0.529	0.552	0.814	1.212	0.300	1.402	0.205
F-grup-zaman sabit	14.897	0.000*	10.519	0.000*	4.638	0.000*	23.136	0.000*
LM-grup rassal	174.436	0.000*	172.822	0.000*	17.676	0.000*	224.989	0.000*
LM-zaman rassal	0.070	0.791	1.698	0.193	0.164	0.686	0.149	0.700
LM-grup-zaman rassal	174.507	0.000*	174.520	0.000*	17.840	0.000*	225.138	0.000*
Honda- grup rassal	13.207	0.000*	13.146	0.000*	4.204	0.000*	15.000	0.000*
Honda- zaman rassal	0.265	0.395	-1.303	0.904	0.405	0.343	0.386	0.350
Honda- grup-zaman rassal	9.527	0.000*	8.374	0.000*	3.259	0.001*	10.879	0.000*
Hausman	14.039	0.001*	4.269	0.118	22.401	0.000*	13.091	0.001*
Değişen varyans testi								
LMh_rassal	52.310	0.000*	71.506	0.000*	26.813	0.013*	52.264	0.000*
LMh_sabit	161.212	0.000*	71.971	0.000*	8.471	0.812	34.260	0.001*
Sabit Etkiler Modeli için otokorelasyon testi								
LM-stat	4.351	0.037**	7.866	0.005*	14.082	0.000*	14.259	0.000*
Durbin-Watson	1.169		1.167		1.083		1.014	

***%10, **%5 ve * %1 düzeyinde anlamlı

Tablo 5’de raporlanan bilgiler incelendiğinde hem verilerin yapısı hem de Hausman ve Honda testleri birlikte değerlendirildiğinde sabit etkiler modelinin uygun olduğu görülmüştür. Ayrıca değişen varyans ve otokorelasyon sonuçlarına göre her iki sorunun varlığı tespit edilmiştir. Bu sorun Period SUR(PCSE) ile giderilmiştir.

Tablo:6 Model1 Analiz Sonuçları

Değişkenler	Kat Sayılar	Std. Hata	t-istatistik	Olasılık
Bağımlı değişken: KAL				
AK	-0.266	0.189	-1.409	0.162
KU	-0.065	0.034	-1.886	0.062***
LOGAGE	0.145	0.144	1.009	0.316
LOGBUY	0.059	0.024	2.448	0.016**
LOGYKUS	0.043	0.065	0.662	0.509
YBS	-0.171	0.089	-1.910	0.059***
BUO	0.091	0.087	1.048	0.297
C	-0.927	0.495	-1.870	0.064***
R ²	0.80	Düzeltilmiş R ²	0.76	
F-istatistik	21.31	Olasılık	0.00	

***%10, **%5 ve * %1 düzeyinde anlamlı

Tablo 6’daki Model 1’e ait analiz sonuçları incelendiğinde öncelikle modelin anlamlılığını gösteren F istatistiğinin anlamlı olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünü gösteren

düzeltilmiş R² değeri 0.76'dır. Kaldıraç oranı ile firma büyüklüğü arasında pozitif yönlü kadın üye ve yabancı sahiplik değişkeni ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Tablo:7 Model2 Analiz Sonuçları

Değişkenler	Kat Sayılar	Std. Hata	t-istatistik	Olasılık
Bağımlı değişken: KVBO				
AK	0.082	0.192	0.427	0.670
KU	-0.013	0.045	-0.286	0.776
LOGAGE	0.068	0.192	0.356	0.723
LOGBUY	0.031	0.028	1.112	0.269
LOGYKUS	-0.059	0.091	-0.653	0.515
YBS	-0.066	0.111	-0.598	0.551
BUO	-0.072	0.118	-0.614	0.541
C	-0.229	0.559	-0.410	0.682
R ²	0.78	Düzeltilmiş R ²	0.73	
F-istatistik	18.77	Olasılık	0.000	

***%10, **%5 ve * %1 düzeyinde anlamlı

Tablo 7'deki Model 2'ye ilişkin analiz sonuçları incelendiğinde F istatistik olasılık değeri 0.05'den küçük ve anlamlı olduğu görülmektedir. Bu modelin açıklama gücünü ifade eden düzeltilmiş R² değeri %73 olarak tespit edilmiştir. Buna göre bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücü %73'dür. Bu modelde kısa vadeli borç oranı ile bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Tablo: 8 Model3 Analiz Sonuçları

Değişkenler	Kat Sayılar	Std. Hata	t-istatistik	Olasılık
Bağımlı değişken: UVBO				
AK	-0.349	0.151	-2.311	0.023**
KU	-0.052	0.037	-1.409	0.162
LOGAGE	0.078	0.173	0.450	0.653
LOGBUY	0.028	0.026	1.089	0.279
LOGYKUS	0.103	0.071	1.441	0.153
YBS	-0.104	0.074	-1.416	0.160
BUO	0.164	0.091	1.794	0.076**
C	-0.703	0.547	-1.284	0.202
R ²	0.83	Düzeltilmiş R ²	0.80	
F-istatistik	26.30	Olasılık	0.00	

***%10, **%5 ve * %1 düzeyinde anlamlı

Tablo 8'deki Model 3'e ilişkin analiz sonuçları incelendiğinde modelin F istatistik olasılık değerinin 0.05'den küçük ve anlamlı olduğu görülmektedir. Modelde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünü ifade eden düzeltilmiş R² değeri %80 olarak tespit edilmiştir. Uzun vadeli borç oranı üzerinde etkili olan değişkenler; aktif karlılık oranı ve bağımsız üye oranı olarak belirlenmiştir. Bu değişkenlerden aktif karlılık oranı ile uzun vadeli borç oranı arasında negatif bağımsız üye oranı ile uzun vadeli borç oranı arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Tablo:9 Model4 Analiz Sonuçları

Değişkenler	Kat Sayılar	Std. Hata	t-istatistik	Olasılık
Bağımlı değişken: OK				
AK	0.324	0.150	2.154	0.034**
KU	0.051	0.037	1.363	0.176
LOGAGE	-0.098	0.178	-0.552	0.582
LOGBUY	-0.060	0.026	-2.280	0.025**
LOGYKUS	-0.071	0.069	-1.031	0.305
YBS	0.189	0.095	1.981	0.050**
BUO	-0.092	0.093	-0.990	0.325
C	1.827	0.532	3.436	0.001*
R ²	0.85	Düzeltilmiş R ²	0.82	
F-istatistik	30.27	Olasılık	0.00	

***%10, **%5 ve *%1 düzeyinde anlamlı

Tablo 9'daki Model 4'e ait analiz sonuçları incelendiğinde F istatistik olasılık değerinin 0.05'den küçük ve anlamlı olduğu görülmektedir. Modelde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkeni açıklama gücünü ifade eden düzeltilmiş R² değeri %82 olarak belirlenmiştir. Bu modelde öz kaynak oranı üzerinde etkili olan değişkenlerin aktif karlılık oranı, büyüklük ve yabancı sahiplik olduğu görülmüştür. Aktif karlılık oranı ve yabancı sahiplik ile öz kaynak oranı arasında pozitif ve büyüklük değişkeni ile öz kaynak oranı arasında ise negatif yönlü anlamlı bir ilişki bulunduğu belirlenmiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Son yıllarda gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetimin önemi giderek artmış ve halka açık firmalarda kurumsal yönetim uygulamasının gerekliliği kaçınılmaz hale gelmiştir. Kurumsal yönetim uygulamaları firmalar hakkında operasyonel ve finansal bilgilerin güvenilir biçimde açıklanmasını zorunlu kılmaktadır. Bu zorunluluk piyasaların etkinliğini artırarak yatırımcıların yatırım kararlarını daha sağlıklı bir ortamda vermesini sağlayacaktır.

Kurumsal yönetimin temel ilkelerinden olan şeffaflık, adillik, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri doğrultusunda firmalarda yaşanan sahiplik-yöneticilik çatışmalarında kurumsal yönetim moderatör rolü oynayarak bu sorunların çözümüne katkı sağlamaktadır. Bu ilkeler sayesinde küçük hissedarların hakları da korunur ve yatırımlarının güvence altında olması sağlanır. Yatırımlar arttıkça ekonomi bu durumdan olumlu etkilenerek firmaların verimliliği artarak sürekliliği sağlanacaktır. Türk firmalarının kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda şeffaf bir yapıya kavuşmaları yabancı yatırımcılar açısından da dikkat çekici bir unsurdur. Böylelikle ağırlıklı olarak yabancı yatırımcıların yer aldığı sermaye piyasasında yatırım yaparken kendilerini güven ortamında hissederek daha sağlıklı ve uzun vadeli yatırım kararları alınabilecektir. Bu da fon bulma noktasında firmaları rahatlatarak ve sermaye maliyetlerinin azalmasına zemin hazırlayacaktır.

Türk Sermaye Piyasasında kurumsal yönetim farkındalığının oluştuğu ve firmaların bu doğrultuda önlemler aldığı görülmektedir. İncelenen dönemde Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde finansal kurumlar haricinde sadece 32 firma işlem görmektedir. Bu sayı oldukça azdır. Kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların sayısı arttıkça piyasalarda derinlik artacak ve âtil durumda bulunan fonların yatırıma dönüşmesi daha kolay olacaktır. Firmaların finansman tercihlerinde kullanılan sermayenin maliyeti, firmanın piyasadaki prestiji ve firma değeri gibi birçok unsur göz önünde bulundurulmaktadır. Dolayısıyla firma değerini etkileme gücüne sahip olduğu varsayılan kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı üzerindeki etkisinin de kaçınılmaz olduğu beklenmektedir. Bu yaklaşımla yapılan bu çalışmada firmaların kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı kararları üzerine etkisi çok boyutlu olarak araştırılmıştır. Çalışmada sermaye yapısı ile ilgili 4 farklı oran ile dört farklı model kurulmuştur. Bu modeller panel veri analizi yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. Kurumsal yönetim endeksinden seçilen firmaların değişkenlerine ilişkin tanımlayıcı istatistiklerinden de görüldüğü üzere firmaların daha çok borç ağırlıklı finansman yöntemini tercih ettiği söylenebilir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı kararları üzerine etkisinin araştırıldığı çalışmada kaldıraç oranı ile kadın üye ve yabancı sahiplik değişkeni arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu durum yönetim kurulunda kadın üye ve yabancı üye bulunmasının firmalarda borçlanma eğilimini azalttığını göstermektedir. Buna karşın firma büyüklüğü ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Yani firma büyüdükçe piyasadan daha ucuza fon bulma olasılığı artar. Bu üstünlüğü değerlendirmek isteyen firmaların sermaye yapılarında borçlanma oranı ve buna bağlı olarak da risk alma eğiliminin artış gösterdiği söylenebilir. Chen (2004) yaptığı çalışmada benzer bir sonuç elde etmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının borçların vade yapısı üzerindeki etkisine bakıldığında kısa vadeli borç oranı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında istatistiksel anlamlı bir ilişki bulunmamıştır. Dolayısıyla kurumsal yönetim uygulamalarının çalışma sermayesi yönetiminde bir etkisi olmadığı söylenebilir. Buna karşın uzun vadeli borç oranı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu doğrultuda uzun vadeli borç oranı ile aktif karlılık oranı arasında negatif, bağımsız üye oranı ile uzun vadeli borç oranı arasında ise pozitif yönlü anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Buna göre firmaların aktif karlılığı arttıkça uzun vadeli finansman kaynaklarını tercih etmedikleri anlaşılırken bağımsız üye oranı arttıkça firmalar tarafından uzun vadeli borcun tercih edildiği görülmektedir. Bu hususta uzun vadeli borç oranı ile aktif karlılık oranı arasında negatif ilişkinin Chen (2004)'ün çalışması ile paralellik gösterdiğini görülmektedir. Modelden elde edilen bir diğer sonuç olan bağımsız üye oranı ile uzun vadeli borç oranı arasındaki pozitif ilişki değerlendirildiğinde bu sonucun Abor (2007), Abor ve Biekpe (2005), Rehman vd. (2010), Pfeffer ve Salancick (1978) çalışmaları ile paralellik gösterdiği görülmektedir. Bu doğrultuda bağımsız üyelerin firmaların dış etkilerden korunması, belirsizliklerin azaltılması bağlamında firmanın fon kaynaklarını artırması ve firmanın bilinirliğinin sağlanması bağlamında pozitif etkisi olduğu yani bağımsız üye arttıkça borçlanmanın artacağı ifade edilmektedir (Pfeffer ve Salancick 1978). Son olarak ise kurumsal yönetim uygulamalarının bir diğer sermaye yapısı unsuru olan öz kaynak oranı üzerine etkisine bakılmıştır. Elde edilen bulgular neticesinde, yabancı sahiplik ve aktif karlılık oranı ile öz kaynak oranı arasında pozitif bir ilişkiye rastlanırken, firma büyüklüğü ile öz kaynak oranı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunmuştur. Bu bakımdan yönetim kurulunda yabancı üye bulunması ve aktif karlılık oranındaki artışın öz kaynak oranını artırdığı belirlenmiştir. Bunun yanı sıra, firma büyüdükçe sermaye yapısında daha az öz kaynağa yer verme eğiliminde oldukları görülmüştür. Bu sonuç kaldıraç oranı ile kurulan modelin sonucunu da destekler niteliktedir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar neticesinde kurumsal yönetim endeksindeki firmaların sermaye yapısı kararlarında kurumsal yönetim uygulamalarının etkisi olduğuna dair bulgulara ulaşılmıştır. Ayrıca aktif karlılığı ve firma büyüklüğünün borçlanma eğilimlerini etkilediği görülmüştür. Firmaların yönetim kurullarında çeşitlilik arttıkça buna bağlı olarak finansman tercihleri de değişmiştir. Bu sonuçların sermaye piyasası aktörleri içerisinde yer alan firmalar, yatırımcılar, kredi kuruluşları ve düzenleyiciler için önemli bilgiler içerdiği gerçeği kaçınılmazdır. Kurumsal yönetim uygulamalarının daha çok uzun vadeli yatırımların finansmanı üzerinde etkili olduğu, çalışma sermayesi yönetimini etkilemediği söylenebilir. Dolayısıyla firmaların yatırımların net bugünkü değerini etkileyen iskonto oranını nasıl küçültecekleri ve bu oranı etkileyen faktörler içerisinde kurumsal yönetim uygulamalarının da yeri olduğunu görmeleri açısından firmalara fayda sağlayacağı beklenmektedir. Ayrıca, yeni ve katma değeri yüksek mevcut ve potansiyel yatırımların yapılmasını ve geliştirilmesini kolaylaştıracak fon kaynaklarının kurumsal yönetim uygulamalarından etkileneceği düşünüldüğünde, kredi kuruluşları ve düzenleyiciler için de önemli bilgiler içermektedir.

Bu çalışmanın literatürde yapılan diğer çalışmalardan farkı önceki paragrafta da ifade edilen önemli katkılarıyla kullanıcılara önemli çıktılar sunmasıdır. Ayrıca kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye yapısı üzerindeki etkisini özkaynak ve vadelerine göre uzun ve kısa vadeli yabancı kaynak ve toplam yabancı kaynak açısından çok boyutlu olarak ortaya koymasıdır. Bu çalışmadan sonra konu ile ilgili olarak yapılacak çalışmalarda kurumsal yönetim ile ilgili değişkenlerin sayısı artırılabilir veya uluslararası karşılaştırmalar yapılabilir.

KAYNAKÇA

- Abor, J. (2007). Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms”, Corporate Governance. *International Journal of Business in Society*, 7 (1), 83-92.
- Abor, J., & Biekpe, N. (2005). Does Corporate Governance affect the Capital Structure Decisions of SMEs? *Biennial Conference of the Economic Society of South Africa, September*. Durban, South Africa.
- Ata, H., & Ağ, Y. (2010). Firma Karakteristiğinin Sermaye Yapısı Üzerindeki Etkisi: Ampirik Bir Çalışma. *Ekonometri ve İstatistik Dergisi*, 11, 45-60.
- Aydın, N., Şen, M., & Berk, N. (2012). *Finansal Yönetim 1* (1. Baskı B.). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- Ayrıçay, Y., & Eser, A. (2017). Kurumsal Yönetim ve Sermeye Yapısı Arasındaki İlişki: BIST’de bir Çalışma. *International Journal of Academic Value Studies*, 220-232.
- Belas, J., Gavurova, B., & Toth, P. (2018,). Impact Of Selected Characterstic Of SMES On The Capital Structure. *Journal of Business Economics and Management*, 19(4), 592–608.
- Bokpin, G. A., & Arko, A. C. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, 246-256.
- Chen, J. (2004). “Determinants of capital structure of Chinese-listed companies”, *Journal of Business Research* 57 (12), 1341–1351.
- Chen, R., H., L., & Lensink, E. S. (1998). The Determinants of Capital Structure:Evidence from Dutch Panel Data. *The European Economic Association Annual Congress*, 1-33, Berlin.
- Cheng, S. (2008). Board Size and the Variability of Corporate Performance. *Journal of Financial Economics*, 87, 157-176.
- Çakır, H., & Küçükkaplan, İ. (2012). İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000 - 2009 Dönemi İçin Analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 69-86.
- Dal, S. (2008). Türk Ticaret Kanunu (TTK) Tasarısı Işığında Aile Şirketlerinde Kurumsal Yönetim. 3. *Aile İşletmeleri Kongresi*, 18-19, . İstanbul: İstanbul Kültür Üniversitesi Yayınlar.
- Doğan, M. (2016). Mülkiyet Yapısının Finansman Kararları Üzerine Etkisi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 70, 158-170.
- Doğan, M. (2016). The Impact Of Managerial and Foreign Ownership On Capital Structure: An Research On Manufacturing Companies Listed in Bist. *Journal of Administrative Sciences*, 14(28), 49-69.
- Ege, İ., & Topaloğlu, T. N. (2017). Sahiplik Yapısının Sermaye Yapısı Kararlarına Etkisi: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama. *Journal of Social Sciences of Muş Alparslan University*, 5(2), 472-492.
- Ertuna, B., & Tükel, A. (2008). Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Düzeyleri: Ortaklık Yapısı ve Kurumsal Yönetimin Etkileri. *İ.M.K.B. Dergisi*, 10(40), 1-37.
- Gerald R. Salancik, J. P. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. USA: Standford Businnes Class.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 14(1), 297-355.
- Hermassi, N., Adjaoud, F., & Aloui, C. (2017). The Impact Of Corporate Governance On Capital Structure: A New Perspective. *International Journal of Business and Economics Perspectives*, 12(1), 76-92.
- Hussainey, K., & Aljifri, K. (2012). Corporate Governance Mechanisms And Capital Structure İn UAE. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(2), 145-160.
- Igbal, M., & Javed, F. (2017). The Moderating Role of Corporate Governance On The Relationship Between Capital Structure And Financial Performance: Evidence From Manufacturing Sector Of Pakistan. *Research in Business and Social Science*, 6(1), 89-105.
- İskenderoğlu, Ö., Akdağ, S., & Saygın, O. (2018). İmalat Sanayi İşletmelerinde Kurumsal Yönetim Uygulamasının Sermaye Yapısı Üzerine Etkisi: Türkiye Örneği. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*(52), 1-16.
- Jami, M., & Koloukhi, A. S. (2018). Determinants of Capital Structure and Performance in Listed Companies of Tehran Stock Exchange. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 5(11), 849-860.
- Kamuyu Aydınlatma Platformu*. (2019). Ocak 2019 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu: <https://www.kap.org.tr/tr/> adresinden alındı

- Koerniadi, H., & Tourani-Rad, A. (2012). Does Board Independence Matter? Evidence From New Zealand. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, 6(2), 3-18.
- La Rocca, M. (2007). The Influence Of Corporate Governance On The Relation Between Capital Structure And Value. *Emerald Group Publishing Limited*, 7(3), 312-325.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital A Correction,". *The American Economic Review*, Vol.53, 433-443.
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol.5, 147-175.
- Oral, T., Polat, E., & Şit, A. (2017). Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Sermaye Yapıları İle Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 126-141.
- Park, K., & Jang, S. (2013). "Capital Structure, Free Cash Flow, Diversification and Firm Performance: A Holistic Analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 51-63.
- Rehman, M., Rehman, R., & Raof, A. (2010). Does corporate governance lead to a change in the capital structure?" . *American Journal of Social and Management Sciences*, 1(2), 191-195.
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, Vol.8, 23-40.
- Shahzad, A., Shahid, M. A., Sohail, A., & Azeem, M. (2015). Investigating the Impact of Corporate Governance on Capital Structure:A Case of KSE-Listed Companies. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 15(2), 33-43.
- Siromi, B., & Chandrapala, P. (2017). The Effect of Corporate Governance on Firms' Capital Structure of Listed Companies in Sri Lanka. *Journal of Competitiveness*, 9(8), 19-33.
- Sueyoshi, T., Goto, M., & Omi Y. (2010). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Japanese Manufacturing Industries after the Lost Decade. *European Journal of Operational Research*, 203, 724-736.
- Tatoğlu Yerdelen, F. (2012a). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul, s.304: Beta Yayınları.
- Tatoğlu Yerdelen, F. (2012b). *Stata Uygulamalı İleri Panel Veri Analizi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Temiz, H., & Dalkılıç, E. (2018). Sahiplik Yapısı ve Sermaye Kararları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. *Abant İzzet Baysal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 18(18), 171-188.
- Terim, B., & Kayalı, C. (2009). "Sermaye Yapısını Belirleyici Etmenler:Türkiye'de İmalat Sanayi Örneği". *Celal Bayar Üniversitesi S.B.E.Sosyal Bilimler*, 7(1), 125-154.
- Uwuigbe, U., Ranti, O. R., & Sunday, D. P. (2014). Corporate Governance and Capital Structure: Evidence From Listed Firms in Nigeria Stock Exchange. *Advances In Management*, 7(2), 44-49.

Beyan ve Açıklamalar (Disclosure Statements)

1. Bu çalışmanın yazarları, araştırma ve yayın etiği ilkelerine uyduklarını kabul etmektedirler (The authors of this article confirm that their work complies with the principles of research and publication ethics).
2. Yazarlar tarafından herhangi bir çıkar çatışması beyan edilmemiştir (No potential conflict of interest was reported by the authors).
3. Bu çalışma, intihal tarama programı kullanılarak intihal taramasından geçirilmiştir (This article was screened for potential plagiarism using a plagiarism screening program).