



KURUMSAL YÖNETİM VE SERMAYE YAPISI ARASINDAKİ İLİŞKİ: BIST'de BİR ÇALIŞMA

*The Relationship Between Corporate Governance and Capital Structure:
A Study on Istanbul Stock Exchange*

Doç.Dr. Yücel AYRIÇAY

Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü,
Kahramanmaraş/Türkiye

Ayşe ESER

Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme ABD,
Kahramanmaraş/Türkiye

Ayrıçay, Y. ve Eser, A. (2017). "Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: BIST'de Bir Çalışma", Vol:3, Issue:12; pp:220-232 (ISSN:2149-8598)

ARTICLE INFO

Article History

Makale Geliş Tarihi

Article Arrival Date

16/06/2017

Makale Yayın Kabul Tarihi

The Published Rel. Date

27/07/2017

Anahtar Kelimeler

Kurumsal Yönetim, Sermaye Yapısı, Panel Veri Analizi, Dengeleme Teorisi

Keywords:

Social policy, taxation, income tax, social function of tax, state intervention

ÖZ

Çalışmada, kurumsal yönetim ilkelerinin, şirketlerin sermaye yapılarına olan etkileri incelenmiştir. Bu amaçla, öncelikle konuyla ilgili literatür taraması yapılmıştır. Daha sonra kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların 2008-2010 yılları arasında BIST'den elde edilen verilerinden yararlanarak finansal düzeyleri panel veri analizi yöntemi ile test edilmiştir. Çalışma sonucunda yönetim kurulu üye sayısındaki artışın finansal kaldıracı pozitif yönde etkilediği, ancak bağımsız üye oranının finansal kaldıracı negatif yönde etkilediği ortaya çıkmıştır. Aktif karlılık oranının finansal kaldıracı pozitif yönde etkilediği ve dolayısıyla Türkiye'deki firmaların genel olarak öz sermaye ile finansmandan ziyade borçla finansmana başvurdukları ve bu sonucun Dengeleme Teorisini destekler nitelikte olduğu görülmüştür. Ayrıca, kurumsal yönetim uygulamalarının ülkemizde hala zayıf olduğu görülmüştür.

ABSTRACT

In this study, the principles of corporate governance effects on corporates' capital structures has been investigated. For this purpose, first the literature search has been made. Then, applying the principles of corporate governance of companies' financial levels between 2008-2010 using data obtained from the ISE method was tested with panel data analysis. As a result, the increase in the number of board members positively affects financial leverage, but the proportion of independent members has a negative effect on financial leverage. Because of return on assets (ROA), has a positive effect on financial leverage, companies in Turkey in general resort to debt rather than equity financing. This result supports to trade-off theory. In addition, the corporate governance practices in our country is still weak.

1. GİRİŞ

21. yüzyılda şirketler ayakta kalmak için güçlü bir sermaye yapısına sahip olmanın yanı sıra doğru ve iyi yönetimin önemini anlamışlardır. Güçlü bir sermaye yapısına sahip olmak için ucuz maliyetli sermaye kaynağına ulaşmak gereklidir. İşte tam bu noktada kurumsal yönetim devreye girmektedir. Şirketler, kurumsal yönetim ilkelerini doğru ve etkin bir şekilde uygulayarak, hissedar-yönetici temsil çatışmasını azaltabilirler, borçlanma seviyelerini (finansal kaldıraç derecelerini) düşürebilirler ve dolayısıyla şirketlerin kendi bünyelerinde, ülkede ve piyasalarda olumlu gelişmeler yaşanabilir.

Yaşanan küresel finansal krizlerin ardında yatan en önemli nedenlerden birinin, ülkelerin ve şirketlerin kurumsal yönetim politikalarının yetersiz olduğu görüşü, kurumsal yönetim kavramının önemini daha da artırmış ve son yıllarda, ülkelerin piyasaların ve şirketlerin, rekabet gücünün artırılmasında kurumsal yönetim kavramı giderek önem kazanmaya başlamıştır.

Kurumsal yönetim, ilk başta bazı kuralların uygulanması nedeniyle belki zorlayıcı gelse de zaman içinde şirketlerin hayatını kolaylaştırıcı etkileri olmaktadır. Nitekim globalleşme ve liberalleşmeye paralel olarak artan rekabet, şirketlerin büyümek için yatırım yapma ihtiyacını doğurmuştur. Bunun için gerekli olan finansman kaynağını bulma çabasındaki şirketler açısından, kurumsal yönetim standartlarına uyum avantajlar sağlamaktadır. Uluslararası sermaye akımlarının kalıcı ve istikrarlı olmasında, kurumsal yönetim ilkelerine uyum belirleyici rol oynamaktadır. Zira uluslararası sermayenin daha çok, kurumsal yönetim anlayışı kapsamında ayrıntılı olarak tanımlanan “pay ve menfaat sahiplerine eşit davranıldığı”, “şirketlerin malvarlıklarının daha etkili olarak korunduğu” ve “hesap verebilirliğin” yerleştiği ülkelere doğru aktığı görülmektedir. Bunun en önemli nedeni, bu ilkelere uyulması sayesinde, şirkete duyulan güvenin artması ve dolayısıyla, sermaye maliyetinin düşmesidir (Öztangut, 2010:1-2).

Sermaye yapısı kararları finans literatüründe üzerinde en çok durulan konulardan biri olmuştur. Firmaların varlıklarını sağlıklı bir şekilde devam ettirebilmeleri ve finansal yapılarını koruyabilmeleri açısından sermaye yapısı kararları önemlidir. Bu kararların önemi, firmaların borç ve öz kaynak konusunda yapacakları seçimlerin; sermaye maliyetini, çalışma sermayesi yatırımlarını, sermaye bütçelemesi kararlarını ve firma değerini etkilemesinden ileri gelmektedir.

Firmanın sermaye yapısı kararı, bir diğer deyişle ne oranda borç ne oranda öz sermaye kullanacağı, borç ve öz sermaye maliyetlerini etkilemektedir. Firmanın borç/öz sermaye oranını artırması firmanın borçlarını ve borç faizlerini ödememe riskini artırmakta bunun sonucu olarak borç maliyeti artmakta aynı zamanda öz sermaye sahiplerine yüklenen finansal risk nedeniyle öz sermaye maliyeti de yükselmektedir. Firmanın borç oranını artırması, iflas olasılığını artırmakta ayrıca hisse başı karlardaki oynaklığın artmasına sebep olmaktadır. Sonuçta firmanın hisse senedi fiyatları ve dolayısıyla piyasa değeri bundan olumsuz etkilenmektedir. Piyasa değeri düşük olan firmalara daha az yatırım yapılacağından ve piyasalarda kredibilitesi düşeceğinden firmanın hedeflerine ulaşması zorlaşacak ve belki de firma iflasa sürüklenecektir. Bu durumdan hem yatırımcılar hem firma sahipleri hem de piyasalar ve ülke ekonomisi zarar görecektir. Görüldüğü üzere bir firmanın sermaye yapısı, firmanın piyasa değerini ve imajını etkilemektedir.

Çalışmanın amacı, kurumsal yönetim uygulamalarının, şirketlerin sermaye yapılarına olan etkileri incelenmektedir.

2. LİTERATÜR TARAMASI

Abor (2007), Gana’da borsaya kote olmuş şirketlerin sermaye yapısı kararlarıyla kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çoklu regresyon analizi yaparak incelediği çalışmada Gana Borsası’nda işlem gören 22 şirketin 1998-2003 yılları arasındaki panel verilerini ele almıştır. Sermaye yapısı ile kurumsal yönetim karakteristiklerinden; yönetim kurulu büyüklüğü bağımsız üye oranı ve CEO’nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulmuştur. Bununla birlikte sermaye yapısı ile kurumsal yönetim karakteristiklerinden; CEO’nun görevde kalma süresi arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki bulmuştur.

Abor ve Biekpe (2005), 1998-2003 yılları arasında Gana’da 150 adet KOBİ üzerine yaptıkları çalışmada kurumsal yönetim ve sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi panel veri analizi yöntemini

kullanarak incelemişlerdir. Finansal kaldıraç ile yönetim kurulu büyüklüğü, arasında negatif bir ilişki bulurken; bağımsız üye oranı, yönetim kurulu becerileri ve CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Çalışmada kontrol değişkenleri olarak ele alınan firma büyüklüğü, firmanın yaşı ve karlılığı ve büyüme oranı değişkenleri standart sermaye yapısı teorileriyle tutarlı çıkmıştır. Firma yaşı ve firma büyüklüğü ile sermaye yapısı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki çıkarken karlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki bulmuşlar ve bunu "daha fazla kar elde eden KOBİ'ler daha çok iç borçlanmaya yöneleceklerdir" şeklinde yorumlamışlardır. Bulunan bu sonuç da iktisadi olarak tutarlıdır çünkü KOBİ'ler genelde borçlanmaktan kaçınırlar ve daha çok iç fonlara yönelirler. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Büyüme oranı ile kaldıraç arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Büyümekte olan KOBİ'lerin büyümelerini finanse edebilmek için daha fazla dış finansmana ihtiyaç duydukları için daha yüksek bir kaldıraç oranına sahip olacağını söylemişlerdir.

Rehman vd. (2010), Pakistan'da faaliyet gösteren ve Karachi Borsası'na kayıtlı, tesadüfi olarak seçilen 19 bankanın 2005-2006 yılları arasında sermaye yapıları ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çoklu regresyon modeli kullandıkları çalışmada Pakistan'da bankacılık sektöründe kurumsal yönetim ve sermaye yapısı arasında bir ilişki olmadığı sonucuna varmışlardır. Sahiplik yoğunlaşması, hariç diğer bağımsız değişkenlerle (bağımsız üye oranı, yönetsel sahiplik, yönetim kurulu büyüklüğü-board size, bir yıl boyunca yapılan toplantı sayısı) sermaye yapısı arasında pozitif ilişki bulmalarına rağmen genel olarak sermaye yapısı ve kurumsal yönetim arasında anlamsız bir ilişki bulmuşlardır.

Hasan ve Butt (2009), Pakistan'da yapmış oldukları çalışmada Karachi Borsası'na kayıtlı ve tesadüfi olarak seçtikleri 58 finansal olmayan şirketin 2002-2005 yılları arasındaki kurumsal yönetim uygulamaları ve sahiplik yapılarının bu şirketlerin sermaye yapılarına etki edip etmediğini incelemişlerdir. Sabit etkiler modeli yaklaşımıyla çoklu regresyon analizi yapmışlardır. Bağımsız değişkenler; yönetim kurulu büyüklüğü, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması, bağımsız üye oranı, kurumsal sahiplik, yönetsel sahiplik ve kontrol değişkenleri ise firma büyüklüğü ve aktif karlılık oranı olarak alınmıştır. Analiz sonucunda yönetim kurulu büyüklüğü ile sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki bulurken bağımsız üye oranı ve CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olma değişkeni arasında herhangi bir ilişki bulmamışlardır. Yönetsel sahiplik ile sermaye yapısı arasında negatif bir ilişki bulurken kurumsal sahiplik ile sermaye yapısı arasında pozitif ama anlamsız bir ilişki bulmuşlardır. Karlılık ile kaldıraç arasında negatif yönlü bir ilişki bulurken firma büyüklüğü ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir.

Wen vd. (2002), Çin'de borsaya kote olmuş şirketler üzerine yaptıkları çalışmada kurumsal yönetim ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi incelemişler, 60 tane firmanın 1996-1998 yılları arasındaki verilerini almışlardır. Çoklu regresyon analizi yaptıkları çalışmalarında bağımsız değişkenlerden bağımsız üye oranı ve CEO'nun görevde kalma süresi ile sermaye yapısı arasında anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki bulurken; yönetim kurulu büyüklüğü ve sabit CEO maaşları arasında istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki bulmuşlardır.

Kumar (2005), Hindistan'da 1994-2000 yılları arasında BSE (Bombay Stock Exchange)' ye kote olmuş 2251 firmanın kurumsal yönetim düzenlemeleri ile finansman yapıları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sabit etkiler modelini kullanarak panel analizi yaptığı çalışmada, kurumsal yönetim mekanizmaları ile borç seviyesi arasında negatif yönlü bir ilişki bulmuştur. Yabancı sahipli ya da kurumsal sahipli firmaların, daha düşük borçlanma eğiliminde olduğunu bulurken yönetici sahipliği ile finansman yapısı arasında herhangi bir ilişki bulmamıştır.

Jiraporn ve Gleason (2007), hissedar haklarının sermaye yapısından ne derece etkilendiğini ortaya koymaya çalışmışlardır. Veriler, Investor Responsibility Research Center (IRRC)'den alınmış ve 1993, 1995, 1998, 2000 ve 2002 yıllarını kapsamaktadır Kaldıraç oranı ile hissedar hakları arasında zıt bir ilişki bulmuşlardır. Buldukları bu sonuç vekalet teorisini destekler niteliktedir. Çünkü vekalet teorisine göre, kaldıraç bir firmanın vekalet maliyetlerini azaltmakta ve kontrol etmektedir.

Madurga (2001), İspanya'da borsaya kayıtlı tüm firmaların 1991-1997 yılları arasındaki verilerini kullanarak, sermaye yapısı kararları ile kurumsal yönetim yapıları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bağımlı değişken olarak kaldıraç oranını kullanmıştır. Bağımsız değişkenleri ise sahiplikle ilişkili olan değişkenler (yönetimsel sahiplik, sahiplik yoğunlaşması ve son olarak da banka ve kurumsal yatırımcıların sahipliği) ve yönetim kurulunun yapısıyla ilişkili olan değişkenler (yönetim kurulu büyüklüğü ve içsel yöneticilerin oranı) olarak ikiye ayırmıştır. Kaldıraç oranı ile yönetimsel sahiplik arasında doğrusal olmayan bir ilişki bulurken; yönetim kurulu büyüklüğü ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki bulmuştur. İçsel yöneticilerin oranı ve sahiplik yoğunlaşması ile kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlamamıştır.

Dirim (2008), İMKB 100 Endeksi'ndeki 49 finansal olmayan firmanın 2005-2007 yılları arasındaki verilerinin ortalamalarını alarak bu şirketlerin sermaye yapısı kararlarıyla kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiyi regresyon analizi yaparak incelemiştir. Bağımlı değişken olarak kaldıraç oranı, kurumsal yönetim değişkenleri olarak ise; yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız üye oranı ve sahiplik yoğunlaşması değişkenlerini kullanmıştır. Çalışma sonucunda sermaye yapısı ile kurumsal yönetim arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulmuştur. Bağımsız değişkenlerden yönetim kurulu büyüklüğü ve sahiplik yoğunlaşması ile sermaye yapısı arasında negatif yönlü bir ilişki bulurken; bağımsız üye oranı ile sermaye yapısı arasında anlamsız ve negatif yönlü bir ilişki bulmuştur.

Aygün vd. (2011), yönetim kurulu büyüklüğünü belirleyen faktörler ve yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 98 firmanın 2006-2007 yıllarına ait verilerinden yararlanılmıştır. Ampirik analizlerde regresyon ve korelasyon teknikleri kullanılmıştır. Yapılan analiz sonucunda yönetim kurulundaki üye sayısını belirleyen en önemli faktörün firma büyüklüğü olduğu tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra yönetim kurulundaki üye sayısı ile firma borçlanma oranı arasında da negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir.

Arping ve Sautner (2010), Hollanda'da kurumsal yönetim uygulamasında yapılan değişikliklerin firmaların finansman politikası üzerine olan etkisini incelemiştir. Yazarlar Hollanda'da 2004 yılında Alman Kurumsal Yönetim İlkeleri (Tabaksblat Code)'nin uygulanmaya başlanması sonucu firmaların bundan nasıl etkilendiği üzerine odaklanmışlar ve bu nedenle 2000-2004 ve 2004-2007 yılları arasında borsaya kayıtlı firmaların verilerini incelemiştir. Çalışmada beş farklı kaldıraç oranı kullanmışlar ve ayrıca kontrol değişkenleri olarak firma büyüklüğü, büyüme fırsatları karlılık oranı (ROA), likidite ve maddiliği ele almışlardır. Regresyon analizi yaptıkları çalışmada difference in differences tahmin yaklaşımını kullanmışlardır. Çalışma sonucunda Hollanda'da yapılan reformun ardından Alman firmalarının kaldıraç oranlarının azaldığını bulmuşlardır.

Chen (2004), 1995-2000 yılları arasında Dow-Çin 88 Endeksi'nde yer alan 77 firmanın sermaye yapılarını araştırmıştır. Çin'deki firmaların sermaye yapısı kararlarının, Batı ülkelerindeki şirketlerin sermaye yapısı kararlarından farkını incelemiştir. Bağımlı değişken olarak 2 ayrı kaldıraç oranı ve bağımsız değişkenleri ise firmanın büyüklüğü, büyüme fırsatları, varlık yapısı, finansal sıkıntı maliyetleri ve vergi kalkanı etkisini kullanmıştır. Panel veri yöntemini kullandığı çalışmasının sonucunda karlılık ve firma büyüklüğü ile kaldıraç arsında negatif bir ilişki bulurken büyüme fırsatları ve maddilik ile kaldıraç arsında pozitif bir

ilişki bulmuştur. Çin'deki firmaların, sermaye yapısı kararlarında borçla finansmandan ziyade öz sermayeyle finansmana başvurduklarını ve Yeni Finansal Hiyerarşi modelinin (New Pecking Order) geçerli olduğunu iddia etmiştir. Ayrıca kurumsal yönetim yapılarının firmaların sermaye kararlarında etkili olduğunu savunmuştur.

Jiraporn ve Gleason (2007), temsil teorisi kapsamında sermaye yapısının toplam kurumsal yönetim kalitesinden nasıl etkilendiğini araştırmışlardır. 2001-2004 yılları arasında toplam 7.557 adet firmanın verilerini kullanmışlardır. Bu verileri ISS (Institutional Shareholder Service)'den almışlardır. Yönetim kurulu, denetim kalitesi, yönetici kalitesi, tüzük/yönetmelik, yönetici maaşları, sahiplik ve birleşme durumu gibi geniş tabanlı yönetim ölçütlerini kullanmışlardır. Kurumsal yönetim kalitesi ve kaldıraç arasında güçlü bir negatif ilişki bulmuşlardır ve bu sonucun İkame Hipotezi (substitution hypothesis) ile tutarlı olduğunu söylemişlerdir. Bu sonuca göre zayıf yönetime sahip olan firmalar daha fazla borçlanmaktadır. Kurumsal yönetim için farklı kaldıraç seviyeleri temsil çatışmalarını azaltmaktadır. Kaldıraç, firmaların yönetimleri hakkında sermaye piyasalarına sinyal göndererek firmaların sermayelerini artırmasına yardım etmektedir. Ayrıca, ikame etkisinin, büyüme fırsatları daha yüksek ve daha az şeffaf olan firmalar için daha güçlü olduğunu bulmuşlardır. Bu firmalarda bilgi asimetrisi daha fazladır ve sermaye piyasalarına sinyal göndermek için daha fazla teşvike sahiptirler.

Bruce (2011), 15 tane Batı Avrupa ülkesi (Avusturya, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İrlanda, İtalya, Hollanda, Norveç, İspanya, İsviçre, İsveç ve Birleşik Krallık) ve ABD'de borsaya kayıtlı şirketlerin 2003-2005 yılları arasında içsel kurumsal yönetim mekanizmalarının teknik etkinliğe olan etkisini veri zarflama analizi ile incelemiştir. Çalışma sonucunda firmalarda, dağınık bir sahiplik yapısı olması ve içerdekilerin (iç yöneticiler) düşük performans göstermeleri durumunda yönetim kurullarında bağımsız üye sayılarını artırılması gerektiği ve ABD ve Avrupa ülkelerinin kurumsal yönetim uygulamalarının birbirine yakınsadığını belirtmiştir.

3. AMPİRİK ARAŞTIRMA

3.1. Araştırmanın Amacı ve Kapsamı

Bu çalışmanın amacı, ülkemizde kurumsal yönetim uygulamaları ile şirketlerin sermaye yapıları arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu çalışmanın kapsamını, 2008-2010 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 20 şirket oluşturmaktadır. Finansal olmayan şirketler farklı sermaye yapıları ve özelliklerinden dolayı örnekleme dahil edilmemiştir. Araştırma kapsamındaki şirketler Tablo 3.1'de gösterilmiştir.

Tablo 3.1. Araştırma Kapsamına Giren Şirketler

<i>Analize Tabi Tutulan Şirketler</i>	
ARÇELİK A.Ş.	PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.
AYGAZ A.Ş.	TÜRK PYRASMİAN KABLO VE SİSTEMLERİ A.Ş.
COCA COLA İÇECEK	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.
DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT SANAYİ A.Ş.	TURCAS PETROL A.Ş.
DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	TÜPRAŞ TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.
DOĞAN YAYIN HOLDİNG A.Ş.	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.
HÜRRİYET GAZETECİLİK VE MATBAACILIK A.Ş.	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.
İHLAS EV ALETLERİ İMALAT SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	YAZICILAR HOLDİNG A.Ş.
İHLAS HOLDİNG A.Ş.	OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.
LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK SANAYİ A.Ş.

3.2. Araştırmanın Değişkenleri

Araştırmanın değişkenlerini BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 20 şirketin bilanço ve gelir tablolarından elde edilen finansal oranlar ile yine bu şirketlerin kurumsal yönetim karakteristikleri ile ilgili değişkenler oluşturmaktadır. Modelde yer alan değişkenlerden;

yönetim kurulu büyüklüğü, sahiplik yoğunlaşması ve bağımsız yönetici oranı değişkenleri firmaların web sitelerinden (yatırımcı ilişkileri ve kurumsal yönetim sekmeleri), faaliyet raporlarından ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarından elde edilmiştir. Sermaye yapısı (KAL), ve aktif karlılık oranı (ROA) değişkenleri de firmaların bilanço ve gelir tablolarından elde edilmiştir. Firmaların 2008 ve 2009 yıllarındaki bilanço ve gelir tablolarına BIST'in web sitesinden, 2010 yılına ait bilanço ve gelir tablolarına ise Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)'ndan ulaşılmıştır. Çalışmada; KAL bağımlı değişkeni, YON, BAG, ROA, SAH, BUY ise bağımsız değişkenleri temsil etmektedir. Çalışmada kullanılan değişkenler ve açıklamaları Tablo 3.2'de gösterilmiştir.

Tablo 3.2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler ve Açıklamaları

<i>Değişken</i>	<i>Kodu</i>	<i>Değişken Açıklaması</i>
Kaldıraç Oranı	KAL	Toplam Borçlar/Toplam Varlıklar
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	YON	Toplam Yönetim Kurulu Üye Sayısı
Bağımsız Üye Oranı	BAG	Bağımsız Üye Sayısı/ Toplam Yönetim Kurulu Üye Sayısı
Aktif Karlılık Oranı	ROA	FVÖK/Toplam Varlıklar
Sahiplik Oranı	SAH	En Büyük Hissedarın Paylarının Oranı
Büyüme Oranı	BUY	Satışlar _t - Satışlar _{t-1} / Satışlar _{t-1}

Bu çalışmada panel veri analizi için kurulan model literatürde [Hasan ve Butt, 2009; Abor, 2007; Abor ve Biekpe, 2005; Chen, 2004] yer alan modellerle benzer olarak şu şekilde oluşturulmuştur:

$$KAL = \alpha_0 + \beta_1 BUY + \beta_2 BAG + \beta_3 YON + \beta_4 SAH + \beta_5 ROA + \varepsilon_i$$

Burada,

α_0 : sabit terim parametresi,

KAL: Kaldıraç Oranı (Toplam Borç/(Toplam Borç +Toplam Öz Sermaye) (Bağımlı Değişken)

YON: Toplam yönetim kurulu üye sayısı (Bağımsız Değişken)

BAG: Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye oranı/Toplam yönetim kurulu üye sayısı (Bağımsız Değişken)

SAH: En büyük hissedarın paylarının oranı (Bağımsız Değişken)

ROA: Aktif karlılık oranı, FVÖK/Toplam varlıklar (Bağımsız Değişken)

BUY: Büyüme oranı, Satışlardaki değişim/bir önceki yılın net satışları (Bağımsız Değişken)

ε : Hata terimi

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ ve β_5 değişkenlerin katsayılarıdır. Bu katsayılar ilişkinin yönünü ve oranını göstermektedir.

Çalışmada bağımlı değişken olarak sermaye yapısı (kaldıraç oranı) (KAL) kullanılmıştır. Kaldıraç oranı hesaplanmasında farklı hesaplamalar kullanılmaktadır:

- ✓ Toplam Borç/Toplam Varlıklar (Uzun Vadeli Borç+Kısa Vadeli Borç),
- ✓ Toplam Borç (Uzun Vadeli Borç+Kısa Vadeli Borç)/Sermayenin Piyasa Değeri + Uzun Vadeli Borcun Defter Değeri + Kısa Vadeli Borcun Defter Değeri),
- ✓ Uzun Vadeli Borç/Toplam Varlıklar,

- ✓ Uzun Vadeli Borç/(Sermayenin defter değeri +Uzun Vadeli Borcun Defter Değeri + Kısa Vadeli Borcun Defter Değeri),
- ✓ Toplam Borç (Uzun Vadeli Borç+Kısa Vadeli Borç)/ (Sermayenin defter değeri + Uzun Vadeli Borcun Defter Değeri + Kısa Vadeli Borcun Defter Değeri),

Bu çalışmada kaldıraç oranı olarak Toplam Borç/Toplam Varlık oranı kullanılmıştır. Literatürde benzer çalışmalar [(Abor (2007), Abor ve Biekpe (2005), Dirim (2008), Bruce (2011)] kaldıraç oranı olarak Toplam Borç/Toplam Varlık oranını kullanmışlardır. Toplam Borç/Toplam varlık (Toplam Öz Sermaye +Toplam Borç) oranı sermaye yapısının bir ölçütü olarak kullanılmaktadır. Toplam Borç/Toplam Varlık oranı yani kaldıraç oranı bir firmanın toplam yatırımlarında ne kadar borç kullandığını göstermektedir. Kaldıraç oranı firmaların bilançolarından elde edilen verilerle hesaplanmaktadır.

Kurumsal yönetimin yönetim kurulu büyüklüğü, yöneticilerin becerileri, CEO'nun görevde kalma süresi, CEO'nun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması, sahiplik yoğunlaşması, bağımsız üye oranı ve CEO maaşları gibi bazı karakteristikleri vardır. Ancak bu çalışmada yukarıda bahsedilen değişkenlerin hepsine ulaşmak mümkün olmayınca bu değişkenlerden sadece üç tanesine yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız üye oranı ve sahiplik yoğunlaşması) yer verilmiştir.

Bağımsız değişkenler ise; kurumsal yönetimin karakteristiklerinden (yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız üye oranı ve sahiplik yoğunlaşması), aktif karlılık oranı ve son olarak büyüme oranıdır.

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenlerden bir tanesi yönetim kurulu büyüklüğüdür. Yönetim kurulu büyüklüğü firmaların yönetim kurulu üye sayılarının logaritması alınarak hesaplanmaktadır.

Bağımsız yönetici oranı diğer bir bağımsız değişkendir. Bu değişken, bağımsız yönetici sayısının toplam yönetim kurulu üye sayısına oranlanmasıyla bulunmaktadır.

Sahiplik yoğunlaşması değişkeni bir mali yıl sonundaki en büyük hissedarın paylarının oranıdır.

Aktif karlılık oranı (ROA), faiz ve vergi öncesi karın (FVÖK) toplam varlıkların defter değerine oranlanmasıyla hesaplanmaktadır.

Büyüme oranı ise net satışlardaki değişimin bir önceki yılın net satış tutarına oranlanmasıyla hesaplanmaktadır.

3.3. Araştırmanın Yöntemi

Literatürde sermaye yapısıyla ilgili çalışmalarda panel veri analizinin kullanımı yaygınlaşmaktadır. Panel veri analizi, gruplar arası heterojenlik etkilerinin daha iyi kontrol edilmesi, açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu bağlantıyı azaltmanın mümkün olması ve ekonometrik tahmin edicilerin etkinliğinin artırılması bakımından diğer zaman faktörü analizlerinden farklılık göstermektedir (Baltagi, 2005; Hsiao, 2003).

Bu çalışmada da zaman faktörü ile yatay kesit verilerini birlikte içeren veri setinin analizinde panel veri analizi kullanılmıştır. Burada dengeli panel veri seti analizi yapılmıştır. Dengeli panel veri setinde şirketler ve dönemler açısından eşit sayıda veri bulunmakta, herhangi bir firma ya da döneme ilişkin verilerde farklılık veya eksiklik bulunmamaktadır.

3.4. Araştırmanın Bulguları

Tablo 6.4.1 bu çalışmada kullanılan değişkenlerin tanımlayıcı istatistiklerini özetlemektedir. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 20 şirket % 21,63 standart sapma ile ortalama

olarak %48,23 maksimum %77,60 ve minimum %2,4 oranında borçla finansmana başvurmaktadır.

Tablo 3.3. Tanımlayıcı İstatistikler

	<i>KAL</i>	<i>BAG</i>	<i>BUY</i>	<i>ROA</i>	<i>SAH</i>	<i>YON</i>
Mean	0.482393	0.118965	0.334723	0.101748	0.491320	7.866667
Median	0.551350	0.000000	0.074850	0.109050	0.510000	7.000000
Maximum	0.776000	0.400000	15.93000	0.666100	0.837000	11.00000
Minimum	0.024200	0.000000	-0.892300	-0.246100	0.110000	4.000000
Std. Dev.	0.216335	0.151435	2.062032	0.176327	0.185125	1.872791
Skewness	-0.780157	0.691249	7.385391	0.685590	0.095083	0.070038
Kurtosis	2.436362	1.853361	56.39828	4.225447	2.589025	2.062889
Jarque-Bera	6.880675	8.065211	7673.881	8.454634	0.512658	2.244498
Probability	0.032054	0.017728	0.000000	0.014591	0.773887	0.325547
Observations	60	60	60	60	60	60

En fazla bağımsız üye oranı %40 iken en az bağımsız üye oranı ise % 0'dır. Bu şirketlerin ortalama olarak % 11,89'unda bağımsız üye bulunmaktadır. Bu oran SPK'nın belirlemiş olduğu oranın altındadır. SPK şirketlerin yönetim kurullarında %33 oranında bağımsız üye bulundurmaları gerektiğini belirtmiştir. Bu açıdan ülkemizde şirketlerin bu konuda yetersiz olduğu görülmektedir. Ortalama büyüme oranı %33,47, maksimum büyüme oranı % 15,93 iken minimum büyüme oranı ise -%89,23'tür. Firmalar ortalama %10,17 oranında varlıklarını kazanca dönüştürmektedirler. Maksimum karlılık oranı % 66,61 iken minimum karlılık oranı ise -%,24,61'tir. Ortalama sahiplik oranı %49,13, maksimum sahiplik oranı % 83,75 iken minimum karlılık oranı ise -%11'dir. Yönetim kurulu büyüklüğü ortalama olarak %7,86, maksimum yönetim kurulu büyüklüğü % 11 iken minimum %4'tür.

Kurumsal yönetim ve sermaye piyasası arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla yapılan panel analiz yönteminde hangi modelin kullanılacağına dair testler yapılmıştır. Grup etkisi; zaman etkisi veya her iki etkinin (grup+zaman) birlikte varlığını ya da yokluğunu ortaya koymak için "H0: araştırılan etkinin olmadığı" (grup etkisi+zaman etkisi yoktur) ya da "H1: araştırılan etkinin olduğu" (grup etkisi&zaman etkisi vardır) şeklinde hipotezleri kurulmuştur. Hangi tahmin yönteminin kullanılacağını ortaya koyabilmek için geliştirilen bu testler sonucunda, hem LMgroup ve hem de Hondagroup test istatistikleriyle grup etkisinin olduğu saptanmıştır. Ayrıca Hausman istatistiği de % 5 anlamlılık düzeyinde modelin REM olduğunu doğrulamaktadır. Buna göre grup etkisinin varlığını gösterecek olan tek yönlü statik REM tahmin edilmiştir. Öte yandan tahmin edilecek model, ekonometrik testler bakımından otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarından da arındırılmış olmalıdır.

LMhet istatistiği modelde değişen varyans probleminin olduğunu, FAR(1) istatistiği ise modelin otokorelasyon sorununu içerdiğini ortaya koymaktadır. Bu iki sorun, model tahmininde Cross-Section SUR (Seemingly Unrelated Regression) düzeltmesiyle bertaraf edilmiştir. Modele ilişkin tahmin ve test sonuçları Tablo 3.4. ve 3.5'de verilmiştir.

Tablo 3.4. Tahmin Sonuçları

<i>Değişken</i>	<i>Katsayı</i>	<i>(Std. Hata)</i>	<i>Olasılık</i>	<i>t-ist</i>
C	0.1948	(0.1380)	[0.1640]	1.4110
ROA	0.2284	(0.0887)	[0.0128]	2.5747*
SAH	0.1479	(0.1669)	[0.3794]	0.8863
YON	0.0287	(0.0056)	[0.0000]	5.1246**
BAG	-0.2198	(0.0344)	[0.0000]	-6.3822**
BUY	-0.0259	(0.0233)	[0.2719]	-1.1099
R-square	0.2105	Belirlilik Katsayısı		
N	60	Gözlem Sayısı		

*test istatistiğinin %10 anlamlılık seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

**test istatistiğinin %5 anlamlılık seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 3.5. Test Sonuçları

<i>Testler</i>	<i>İstatistik</i>	<i>Olasılık</i>
LM	26.25	[1.99E-06]
LM _{group}	26.25	[3.00E-07]
LM _{time}	0.000	[0.982024]
Honda	2.573	[0.005041]
Honda _{group}	5.123	[1.50E-07]
Honda _{time}	0.022	[0.4910]
Hausman	11.04	[0.0871]
LM _{het}	32.56	[0.0269]
F _{AR(1)}	2.87	[0.0223]

Tahmin sonuçlarına göre, aktif karlılık oranı (ROA), kaldıraç oranını (KAL) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir. Bu sonuç analize tabi tutulan firmaların, sermaye yapısı kararlarında öz sermayeyle finansmandan ziyade borçla finansmana başvurduklarını göstermektedir. Bu sonuç dengeleme teorisini destekler niteliktedir. Bu teoriye göre karlı firmalar düşük karlı firmalara göre daha fazla vergi giderlerine ve daha düşük iflas riskine sahiptir. Ayrıca karlı firmalar fazla serbest nakit akımlarıyla ilişkili olan temsilcilik problemiyle karşı karşıyadır ve bu problem daha fazla borç kullanma yoluyla azaltılabilmektedir. Abor ve Biekpe (2005), Chen (2004) ise karlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Buldukları bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Yani analize tabi tutulan firmalar finansman kaynağı olarak öncelikle kendi iç kaynaklarına daha sonra dış kaynaklara başvurmaktadır.

Yönetim kurulu büyüklüğü (YON), kaldıraç oranını (KAL) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir. Yönetim kurulu büyüklüğündeki bir artış kaldıraç oranını artırmaktadır. Bu sonuç yönetim kurulunun şirketin piyasa değerini artırmak için daha fazla borçlanma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Ayrıca yönetim kurulu üye sayısı fazla olan şirketlerde ortak bir kararda birleşmek oldukça zordur ve çıkar çatışmaları kaçınılmazdır. Bu çatışmalar kurumsal yönetimi zayıflatacak ve kaldıraç oranını artırmaktadır. Nitekim bu sonuç Abor (2007), Rehman vd. (2010), çalışmalarının sonuçlarına benzerdir. Ancak Abor ve Biekpe (2005), Madurga (2001), Dirim (2008), Aygün vd., (2011), yönetim kurulu büyüklüğü ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü bir ilişki bulmuşlardır.

Bağımsız üye oranı (BAG), kaldıraç oranını (KAL) negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir. Yani bağımsız üye oranı fazla olan firmalar daha düşük bir kaldıraç seviyesine sahiptir. Bu sonuç literatürdeki benzer çalışmalarla (Wen vd. (2002), Dirim (2008), Hasan ve Butt (2009)) tutarlıdır. Ancak Abor (2007), Abor ve Biekpe (2005), Rehman vd. (2010), çalışmalarında kaldıraç oranı (KAL) ile bağımsız üye oranı arasında pozitif ve yönlü ilişki bulunmuştur.

Sahiplik yoğunlaşması (SAH) ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki bulunmuştur. Dirim (2008), sahiplik yoğunlaşması ile sermaye yapısı arasında negatif yönlü bir ilişki bulunurken Madurga (2001), sahiplik yoğunlaşması ile kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlamamıştır.

Büyüme oranı (BUY) ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki bulunmuştur. Burada finansal hiyerarşi teorisinin varlığından söz edilebilir. Yani büyüme fırsatları daha fazla olan firmalar öncelikli olarak içsel fonlara başvurmakta daha sonra dış finansmana başvurumaktadırlar. Abor ve Biekpe (2005), büyüme oranı ile kaldıraç oranı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

4. SONUÇ

Kurumsal şirket yönetimi son yıllarda birçok ülkede kurumların yönetiliş tarzını belirler hale gelmiş olup, bugün gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetim ilkelerini benimsemeyen bir halka açık şirket düşünülemez olmuştur. Sermaye piyasası yatırımları iyi bir kurumsal yönetimi, iyi kurumsal yönetim de şirketlerin finansal ve operasyonel faaliyetleri hakkında “güvenilir” bilgilerin açıklanmasını gerektirmektedir. etkin bir kurumsal yönetim faaliyet sonuçlarının açıklanmasının ötesinde mülkiyet ve yönetim yapılarında şeffaflık olarak adlandırılabilir ikinci bir tür şeffaflığı daha gerektirmektedir. Dolayısıyla, bugünkü bakış açısı şeffaflığı daha dinamik bir süreç olarak ele almakta, şeffaflığın bu yeni konsepti daha aktif bir hareket tarzı gerektirmekte ve şirketlere yeni sorumluluklar yüklemektedir (Derin, 2006: 162).

Kurumsal yönetim dayandığı ilkeler sayesinde sahiplik ve yönetimin (kontrol) farklılaştığı şirketlerdeki güç çatışmasından doğan ve çıkar çatışmasıyla derinleşen yönetim sorunlarına çözüm geliştirme olanağı sağlanmıştır. Bu ilkeler, şirkete fon sağlayan hak sahiplerinin, özelde küçük hissedarların, bu hakları ile orantılı olarak yönetimde güç sahibi olamamalarının doğuracağı sorunları gidermek ve yatırımcının korunması gereğiyle ortaya konmuştur. Kurumsal yönetim, şirketi yönetenlerle ona kaynak sağlayanların ilişkilerini rayına oturtmayı, şirketin faaliyetleri ile ilgili tüm tarafların, yani paydaşların ve hissedarların haklarını korumayı temel amaç edinmiş bir yönetim anlayışıdır (Ayrıçay, 2010: 374).

Sonuç olarak kurumsal yönetim, oldukça sığ kalmış sermaye piyasalarımızın derinleşmesine ve bu piyasalar vasıtasıyla ekonomimizde atıl durumda tutulan fonların yatırıma dönüşmesine imkan tanıyacaktır. Ekonominin geneline olumlu etkisi hissedilecek olan kurumsal yönetim uygulamaları, şirketlerin verimliliklerinin artmasını ve yaşam sürelerinin uzamasını sağlayacaktır. Bu nedenle; bireyden kanun koyucuya kadar, her ekonomik birimin bu felsefeyi özümseyip benimsemesi sonucunda, ülkemiz şirketlerinin kurumsal yönetim anlayışına sahip, şeffaf yapılar haline gelmesi, ekonomik kalkınma için hayati önem arz etmektedir (Altın, 2006: 133). Kurumsal yönetim ayrıca ekonomik etkinlik ve büyümenin geliştirilmesinde ve böylece ekonomik kalkınmada artış getirecek olan kilit belirleyici etmenlerden biri olarak görülmektedir (Kaymaz vd., 2008: 41).

Sermaye yapısı kararları finans literatüründe üzerinde en çok durulan konulardan biri olmuştur. Bu kararların önemi, firmaların borç ve öz kaynak konusunda yapacakları seçimlerin; sermaye maliyetini, sermaye bütçelemesi kararlarını ve firma değerini etkilemesinden ileri gelmektedir.

Çalışmada, kurumsal yönetim ilkelerinin, şirketlerin sermaye yapılarına olan etkileri incelenmiştir. Bu amaçla öncelikle konu teorik açıdan incelenmiş ve konuyla ilgili literatür taraması yapılmıştır. Daha sonra da kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan firmaların BİST’den elde edilen verilerinden yararlanarak finansal düzeyleri panel veri analizi yöntemi ile test edilmiştir.

Tahmin sonuçlarına göre, aktif karlılık oranı (ROA), kaldıraç oranını (KAL) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir. Bu sonuç analize tabi tutulan firmaların, sermaye yapısı kararlarında öz sermayeyle finansmandan ziyade borçla finansmana başvurduklarını göstermektedir. Bu sonuç dengeleme teorisini destekler niteliktedir. Bu teoriye göre karlı firmalar düşük karlı firmalara göre daha fazla vergi giderlerine ve daha düşük iflas riskine sahiptir. Bu teoride yüksek karlılığa sahip firmalar daha fazla borçlanma kapasitesine sahip oldukları için daha yüksek kaldıraç düzeyine sahiptirler. Ayrıca karlı firmalar fazla serbest nakit akımlarıyla ilişkili olan temsilcilik problemiyle karşı karşıyadır ve bu problem daha fazla borç kullanma yoluyla azaltılabilmektedir. Abor ve Biekpe (2005), Chen (2004) ise karlılık ile kaldıraç oranı arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır. Buldukları bu sonuç finansal hiyerarşi teorisini desteklemektedir. Bu teoriye göre firmanın finansman politikası bir hiyerarşiye dayanmaktadır. Bu hiyerarşi en az riskli ve bilgi maliyetinden en az

etkilenen finansal kaynakların sıralanmasıyla oluşmaktadır. Yani bu teoriye göre firmalar finansman kaynağı olarak öncelikle kendi iç kaynaklarına daha sonra dış kaynaklara başvurmaktadır.

Yönetim kurulu büyüklüğü, kurumsal yönetimin ana karakteristiklerinden biridir. Yönetim kurulu, firmanın faaliyetlerinden ve yönetiminden sorumludur. Analiz sonucuna göre yönetim kurulu büyüklüğü (YON), kaldıraç oranını (KAL) pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir. Yönetim kurulu büyüklüğündeki bir artış kaldıraç oranını artırmaktadır. Bu sonuç yönetim kurulunun şirketin piyasa değerini artırmak için daha fazla borçlanma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Abor (2007), daha büyük yönetim kurullarının daha yerleşik (sağlam) olmasından dolayı sıkı denetim olacağını ve bunun sonucu olarak da yönetim kurulunun firmanın değerini artırmak için daha fazla borçlanacağını söylemiştir. Ayrıca yönetim kurulu üye sayısı fazla olan şirketlerde ortak bir kararda birleşmek oldukça zordur ve çıkar çatışmaları kaçınılmazdır. Bu çatışmalar kurumsal yönetimi zayıflatacak ve kaldıraç oranını artırmaktadır. Nitekim bu sonuç temsilcilik maliyeti teorisini destekler niteliktedir. Yönetim kurulu üye sayısı fazla olan firmalarda çatışma daha fazla olmakta ve temsilcilik maliyeti teorisine göre firmalar borçlanma oranlarını artırarak bu çıkar çatışmalarını azaltmaktadır. Nitekim bu sonuç Abor (2007), Rehman vd. (2010), çalışmalarının sonuçlarına benzerdir. Ancak Abor ve Biekpe (2005), Madurga (2001), Dirim (2008), Aygün vd., (2011), yönetim kurulu büyüklüğü ile kaldıraç oranı arasında negatif yönlü bir ilişki bulmuşlardır.

Bağımsız üye oranı (BAG), kaldıraç oranını (KAL) negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilemektedir. Yani bağımsız üye oranı fazla olan firmalar daha düşük bir kaldıraç seviyesine sahiptir. Bu sonuç literatürdeki benzer çalışmalarla (Wen vd. (2002), Dirim (2008), Hasan ve Butt (2009)) tutarlıdır. Wen (2002)'e göre bağımsız üyeler, yöneticileri gözetleme eğilimindedirler. Bu yüzden bu yöneticiler daha iyi finansal performans elde etmek için daha az borç kullanmayı tercih etmektedirler. Aynı zamanda yüksek bir bağımsız üye oranına sahip firmalar sermayenin piyasa değerini artırmak için düşük finansal kaldıraç stratejisi izlemek eğilimindedirler. Ancak Abor (2007), Abor ve Biekpe (2005), Rehman vd. (2010), Pfeffer ve Salancick (1978) çalışmalarında kaldıraç oranı (KAL) ile bağımsız üye oranı arasında pozitif yönlü bir ilişki bulmuştur. Pfeffer ve Salancick (1978), bağımsız yöneticilerin; firmayı dış etkenlerden koruduğunu, belirsizliği azalttıklarını, firmanın fon kaynaklarını çoğaltma yeteneğini ve firmanın tanınırlığını artırdıklarını söylemişlerdir. Yani daha fazla bağımsız üye sayısı borç oranını artıracakını vurgulamışlardır.

Sahiplik yoğunlaşması (SAH) ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki bulunmuştur. Yani analize tabi tutulan şirketlerde sahiplik yapısı kaldıraç oranını etkilememektedir. Dirim (2008), sahiplik yoğunlaşması ile sermaye yapısı arasında negatif yönlü bir ilişki bulmuştur. Madurga (2001), sahiplik yoğunlaşması ile kaldıraç oranı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlamamıştır.

Büyüme oranı (BUY) ile kaldıraç oranı arasında pozitif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki bulunmuştur. Chen (2004) de büyüme oranı ile kaldıraç arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Bu ilişkinin pozitif yönde olması finansal hiyerarşi teorisinin varlığına işaret edebilir. Bu teoriye göre daha fazla büyüme fırsatına sahip firmalar yatırımları ile ilgili firma yöneticileri ve yatırımcılar arasında asimetric bilginin bulunmaktadır. Bunun sonucu olarak yatırımcılar daha fazla ters seçimle karşı karşıya kalmaktadırlar. Dışarıdaki bir yatırımcı açısından öz sermaye, borca oranla daha fazla risklidir ve bu nedenle yatırımcılar borca yöneleceklerdir (Karadeniz, 2008: 34). Finansal kaldıraç ile büyüme oranı arasında pozitif yönlü ilişki olması aynı zamanda işaret etkisi teorisini de desteklemektedir. Çünkü bu teoriye göre daha fazla büyüme oranına sahip firmalar risklerini iyi dağıtmış, borç piyasalarına kolay girebilen ve düşük bilgi edinme maliyetleriyle karşı karşıya kaldıkları için sermaye yapılarında daha fazla borca yer vermektedirler.

Bu çalışmanın bazı kısıtları vardır. Çalışmaya daha fazla bağımsız değişken eklenmesi bunlardan biridir. Ayrıca Kurumsal Yönetim Endeksi'nin henüz 2007'den itibaren hesaplanmaya başlanması nedeniyle çalışma dönemi 2008-2010 aralığında tutulmuştur. Bu dönem aralığı artırılarak sermaye yapısı ve kurumsal yönetim ilişkisindeki zaman etkisi farklı ekonometrik tekniklerle daha iyi açıklanabilir. Son olarak pek çok şirketin yönetim kurullarında hala bağımsız üye bulundurmaması da diğer bir kısıttır.

KAYNAKLAR

- ABOR, J., 2007. "Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms", *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 7 (1), ss. 83-92.
- ABOR, J. ve BİEKPE, N., 2005. "Does Corporate Governance affect the Capital Structure Decisions of SMEs? Biennial Conference of the Economic Society of South Africa, Durban, South Africa, September.
- ALTIN, H.U., 2006. "Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim Kavramı ve Türkiye Uygulaması", Gazi Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi (Yayınlanmamış), Ankara.
- ARPING, S. ve SAUTNER, Z., 2010. "Corporate Governance and Leverage:Evidence from a natural experiment", *Finance Research Letters*, 7(2010), pp:127-134.
- AYGÜN, M., İÇ, S. ve SAYIN, C.,2011. "Yönetim Kurulu Büyüklüğünü Belirleyen Faktörler ve Yönetim Kurulu Büyüklüğü ile Firma Performansı Arasındaki İlişki:Türk Sermaye Piyasası Üzerine Bir İnceleme", *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(1), ss:77-92.
- AYRIÇAY, Y., (Ed.), 2010. "Kurumsal Yönetim: Finansal Performans Açısından Bir Değerlendirme", *İşletmecilikte Seçme Konular*, Editör: Bakan İ. ve Eyitmiş A. Melih, Gazi Kitabevi, 460 s.
- BALTAGİ, B.H., 2005. *Econometric Analysis of Panel Data*, 3. Ed., John Wiley&Sons, Chishester.
- BRUCE, N. D. 2011. "Corporate Governance Mechanisms and Firm Efficiency ",*International Journal of Business and Management*, 6 (5), ss.28-40.
- CHEN, J.J., 2004. "Determinants of capital structure of Chinese-listed companies", *Journal of Business Research* 57 (12), ss.1341-1351.
- DERİN, S., 2006. "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Bileşeni Olarak Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık: Türk Sermaye Piyasaları", Ankara Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi (Yayınlanmamış), Ankara.
- DİRİM, H. A., 2008. "The Infufluence of Corporate Governance on the Capital Structure Decision" Dokuz Eylül Üniveristesesi Yüksek Lisans Tezi (Yayınlanmamış), İzmir.
- HASAN, A. ve BUTT, S.A., 2009. "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies", *International Journal of Business and Management*, 4(2), ss: 50-57.
- İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI (İMKB), Kurumsal Yönetim Endeksi, <http://www.imkb.gov.tr/Indexes/StockIndexesHome/CorporateGovernanceIndex.aspx>, (02.01.2011).
- JIRAPORN, P. ve GLEASON, K. C. 2007. Capital Structure, Shareholder Rights, and Corporate Governance, *Journal of Financial Research*, 30(1), ss.21-33.
- KAMUYU AYDINLATMA PLATFORMU (KAP), Genel Olarak KAP, <http://www.kap.gov.tr/yay/ek/KapHakkinda.aspx>, (04.04.2011).

KAYMAZ, Ö., ALP, A. ve AKTAŞ, R., 2008., “İyi Kurumsal Yönetim Yapıları ve Üç Temel Ayağı: İç Kontrol, Risk Yönetimi ve Muhasebe Uygulamaları”, İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) Dergisi, 10 (40), İstanbul.

KUMAR, j., 2005. “Corporate Governance Mechanisms and Firm Financing in India”, Emergen Securities Market:Challenges and Prospects Conference, Mumbai.

MADURGA, J., ALONSO, E. ve ANSON, S., 2001. “Corporate Control and Capital Structure Decisions Considering Unobserved Heterogeneity”, IFAC Modeling and Control of Economic Systems, Ed: NECK, R., A,proceedings volume from the 10th IFAC Symposiom Klagenfurt, Avusturya pp:201-206.

ÖZTANGUT, N., 2010. Kurumsal Yönetim İlkelerinin Sermaye Piyasalarının Gelişmesindeki Önemi ve Türkiye Uygulamaları, III. Kurumsal Yönetim Zirvesi, 14 Ocak.

REHMAN, M.A.U., REHMAN, R.U. ve RAOOF, A., 2010. “Does corporate governance lead to a change in the capital structure?”, American Jornal of Social and Management Sciences, 1(2), ss:191-195.

SPK, (Sermaye Piyasası Kurulu) Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2003.

SPK, (Sermaye Piyasası Kurulu) “Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları (Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Şirketlere Uygulanmıştır)”, Ankara, Kasım 2004.

<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=68&fn=68.pdf&submenuheader=null> [17.01.2011].

SPK, Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri, Düzeltilmiş İkinci Yayınlanma Tarihi 2005, <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=10&pid=0>, (19.12.2010).

SPK, Sermaye Piyasası Kurulu, “2001-2006 Yılları Arasında Gerçekleştirilen Düzenlemeler”, Kurumsal Yönetim İlkeleri Corporate Governance Principles) (4.7.2003), Mayıs 2006,

SPK, Sermaye Piyasası Kurulu, Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Yetkisi Almış Kuruluşlar <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=6&pid=10&subid=1>(28.05.2011).

WEN, Y., RWEGASİRA, K. ve BİLDERBEEK, J. 2002. “Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Chinese Listed Firms”, Corporate Governance: An International Review, 10(2), ss75-83