

# İMALAT SANAYİ İŞLETMELERİNDE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMASININ SERMAYE YAPISI ÜZERİNE ETKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ\*

Ömer İSKENDEROĞLU<sup>1</sup>

Saffet AKDAĞ<sup>2</sup>

Oğuz SAYGIN<sup>3</sup>

## ÖZ

Bu çalışmada BİST kurumsal yönetim endeksine dâhil olan imalat sanayi işletmelerinin Borç/Toplam Aktifler ve Borç/Özkaynak oranları 2005 – 2013 dönemleri arasında yıllık olarak incelenmiştir. İlgili oranların yıllar itibariyle incelendiği çalışmada, panel ve dinamik panel yöntemleri kullanılarak, kurumsal yönetim uygulamaları gerçekleştirilerek, kurumsal yönetim endeksinde bulunmanın sermaye yapısını ne yönde değiştirdiği incelenmeye çalışılmıştır. İmalat sanayi işletmeleri üzerine gerçekleştirilen analizlerde bu işletmelerin kurumsal yönetim endeksine dâhil olduktan sonra hem Borç/Toplam Aktifler hem de Borç/Özkaynak oranlarında önemli bir artış olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar kurumsal yönetim endeksine dâhil edilen imalat sanayi işletmelerinin borçlanmalarında istatistiksel olarak önemli bir artış olduğunu göstermektedir.

**Anahtar Kavramlar:** Kurumsal Yönetim, Sermaye Yapısı, İmalat Sanayi.

## THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES ON THE CAPITAL STRUCTURE IN MANUFACTURING INDUSTRY ENTERPRISES: A CASE OF TURKEY

### ABSTRACT

In this study, Debt / Total Assets and Debt / Equity ratios of manufacturing industry enterprises included in BIST corporate governance index are examined annually between the years 2005-2013. In the study, where the relevant ratios have been examined over the years, the direction of change in the capital structure by utilizing corporate governance index with the help of panel and dynamic panel methods has been tried to be explicated. In analyses performed on manufacturing industry enterprises reveal that there is a significant increase both in Debt / Total Assets and Debt / Equity ratios following the inclusion of those enterprises in the corporate governance index. The results of the study indicate a statistically significant increase in the indebtedness of the manufacturing industry enterprises included in the corporate governance index.

**Keywords:** Corporate Governance, Capital Structure, Manufacturing Industry.

---

\* Bu çalışma Ömer Halisdemir Üniversitesi bünyesinde Prof.Dr. Ömer İSKENDEROĞLU tarafından hazırlanan 2014 yılında tamamlanan SOB 2011/01-BAGEP nolu BAP projesinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

<sup>1</sup> Prof.Dr. Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü.

<sup>2</sup> Dr.Öğr.Üyesi, Yozgat Bozok Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Bankacılık ve Finans Bölümü.

<sup>3</sup> Dr.Öğr.Üyesi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli MYO, Muhasebe ve Vergi Bölümü.

*Makalenin kabul tarihi: Temmuz 2018.*

## GİRİŞ

Sermaye yapısı işletmelerin uzun vadeli finanslama bileşimi olarak tanımlanabilir. Çünkü sermaye kavramı işletmelerin uzun vadeli finansman kaynaklarını ifade eder (Brealey vd., 2007:9). Sermaye yapısını işletmeler için önemli kılan husus ise işletmelerin gerek yatırım kararlarında gerekse analizlerinde sıklıkla kullandığı sermaye maliyetini etkileyip etkilemediğidir. Kullanılan her kaynak işletmeye bazı maliyetler ve riskler yükler. İşletmelerin sermaye maliyetlerini minimize ederek, değerlerini maksimuma çıkarmaları için borç ve özkaynağın hangi bileşimde kullanılması gerektiği sermaye yapısı teorilerinin temelini oluşturur. Sermaye yapısı teorileri ilk ortaya çıktıklarında konuyu ortaya atan teorisyenler dahi bu kadar geniş bir inceleme alanı oluşacağını tahmin edememişlerdir. Klasik sermaye yapısı teorileri, “işletmenin borcu ve özkaynağı ne düzeyde olursa sermaye maliyeti minimum ve firma değeri maksimum olur?” sorusuna cevap ararken, çeşitli varsayımlar altında borç ve özkaynak düzeylerinin hipotetik olarak değiştiği örneklemeler üzerinde çalışılmıştır. Ancak ilerleyen dönemlerde “borç ve özkaynak tercihinin ne belirler?” sorusu gündeme gelmiş ve konu daha farklı bir hal kazanarak modern sermaye yapısı teorileri ortaya çıkmıştır.

Sermaye yapısı teorileri klasik ve modern sermaye yapısı teorileri olarak sınıflandırılmaktadır. Klasik sermaye yapısı teorileri sermaye yapısında ki değişikliklerin sermaye maliyetini dolayısıyla da işletme değerini etkileyip etkilemeyeceğini açıklamaya çalışan teorilerdir. Bu teorilerden olan ve Durand (1952) çalışmasında ortaya konan Net Gelir Teorisi sermaye yapısını borç lehine değiştirerek sermaye maliyetini düşürülebileceğini işletme değerinin ise artırılabilirliğini ileri sürerken Net Faaliyet Teorisi ise işletme değerinin sermaye yapısından bağımsız olduğunu, sermaye yapısındaki değişikliklerin sermaye maliyetini etkilemeyeceğini ileri sürmektedir. Geleneksel Teoriye göre işletmenin sermaye yapısında borcun oranı artırılarak sermaye maliyetinin belli bir noktaya kadar düşürülebileceğini işletme değerinin ise artırılabilirliğini, bu noktadan sonra borcun oranı artırılmaya devam ederse sermaye maliyetinin artmaya başlayacağını işletme değerinin ise düşmeye başlayacağını ileri sürmektedir. Sermaye yapısı konusunda ilk istatistiksel çalışmayı yaparak literatüre büyük katkı yapan Modigliani ve Miller (1958) ise çalışmasında sermaye yapısındaki değişikliklerin işletme değeri üzerinde bir etkisi olmadığını öne sürmüşler ancak bu çalışmadan beş yıl sonra Modigliani ve Miller (1963) modele kurumlar vergisi dâhil ederek yaptıkları çalışmada sermaye yapısında borcun oranını artırarak işletmenin değerini artırmanın mümkün olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Modern sermaye teorileri olarak adlandırabileceğimiz teorilerde işletmelerin sermaye yapısı kararlarını ve finansman tercihlerini etkileyen değişkenler belirlenmeye çalışılmaktadır (Karadeniz, 2008:26). Bu teorilerden ilki Myers (1984) ile Myers ve Majluf (1984) tarafından geliştirilen ve işletmelerin fon ihtiyaçlarını öncelikle iç kaynaklarından, daha sonra borç ve en

son olarak hisse senedi ihracı ile karşılama gerektğine ifa eden *finansal hiyerarşi teorisidir*. Borçla finansmanın sağladığı vergi avantajı ile borçlanma sonucu finansal sıkıntıdan kaynaklanan maliyetler arasındaki bir dengelemeyi ifade eden *dengeleme teorisinin* temeli ise Jensen ve Meckling (1976) tarafından belirtilen temsilcilik maliyetleri ve Myers (1977) tarafından ifade edilen iflas ve finansal sıkıntı maliyetlerine dayanmaktadır. İşletmelerin sermaye yapılarının saptanmasında kurumlar vergisinin yanı sıra yatırımcıların ödediği gelir vergisi de önemli bir rol oynadığını ifade eden *vergi faktörü teorisi* ise Miller (1977) tarafından geliştirilmiştir.

Yakın dönemde ortaya çıkan kurumsal yönetim ise işletmedeki tüm çıkar gruplarının hak ve menfaatlerinin korunması ve işletmenin bu doğrultuda yönetilmesi olarak ifade edilebilir. İşletmelerin nasıl etkili ve verimli yönetilebileceği, yönetsel açıdan eksikliklerin tespit edilmesi, bu eksikliklerin nasıl çözümlenebileceği, işletme yönetiminde hissedar, çalışan ve paydaş ilişkileri ve bunların çıkarlarının nasıl yönetilmesi gerektiği kurumsal yönetim konusunu oluşturmaktadır. Buna göre işletmenin bütün paydaşlarının hak ve menfaatlerinin korunması konusunda gerçekleştirilen uygulamalar da kurumsal yönetim uygulamalarına girmektedir. Kurumsal yönetim uygulamaları işletmelerin tamamı üzerinde etkili olan bir yönetim şekli olduğundan, sermaye yapısı kararları da bu etkiden payına düşeni almaktadır. Buna göre işletmeye borç verenlerin ve ortakların çıkarları da ayrı ayrı korunacağı için işletmenin sermaye yapısında bir değişiklik oluşturması söz konusu olabilir.

Çalışmanın amacı Kurumsal Yönetim felsefesini uygulayan imalat sanayi işletmelerinin sermaye yapılarında bir değişim meydana gelip gelmediğini dolayısıyla kurumsal yönetimin sermaye yapısı kararları üzerinde etkili olup olmadığını ortaya koymaktır. Bu doğrultuda, Borsa İstanbul'da (BİST) faaliyet gösteren imalat sanayisi işletmelerine ait sermaye yapısının en önemli göstergeleri olan Borç/Toplam Aktifler ve Borç/Özkaynak oranı ortalamaları hesaplanmış, panel ve dinamik panel yöntemiyle konu incelenmiştir. Bu bağlamda çalışma dört bölüme ayrılmıştır. İlk bölümde kurumsal yönetim ve sermaye yapısı ile ilgili bilgilerin verildiği giriş bölümü, ikinci bölüm kurumsal yönetim ile sermaye yapısı arasındaki ilişkilerin incelendiği literatür kısmı, üçüncü bölüm çalışmada kullanılan veri, metot hakkında bilgilerin verildiği ve uygulamanın yapıldığı metodoloji bölümü ve son bölüm ise çalışmadan elde edilen sonuçların özetlendiği sonuç ve önerilerden oluşmaktadır.

## **LİTERATÜR TARAMASI**

Literatür taraması esnasında kurumsal yönetim uygulamaları ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen çok sayıda uygulamalı çalışmaya rastlanmıştır. İlgili çalışmalar çeşitli kurumsal yönetim uygulamaları ile sermaye yapısı göstergesi olarak kabul edilen borçlanma eğilimleri incelenmiştir. Bu bağlamda yapılan çalışmalar aşağıdaki Tablo 1'de özetlenmiştir.

**Tablo 1:** Literatür Özeti

Bilimsel Çalışmalar	Veri seti	Sonuç
Wen ve diğerleri (2002)	Çin’de faaliyet gösteren 60 şirketin 1996-1998 tarihleri arasındaki yıllık verileri.	Finansal kaldırıcı ile yönetim kurulu kompozisyonu veya CEO’nun görev süresi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.
Dirim (2008)	BİST100 endeksinde yer alan 49 finansal olmayan şirketin 2005-2007 tarihleri arasındaki yıllık verileri.	Yönetim kurulu üye sayısı ve sermaye dağılımı ile sermaye yapısı arasında pozitif ve anlamlı ilişki tespit edilmiştir.
Bopkin ve Arko (2009)	Gana hisse senedi piyasasında 2002-2007 yılları arası 138 şirketi yıllık verileri.	Yönetimsel hissedarlığın ve yönetim kurulu büyüklüğünün sermaye yapısı seçimi üzerinde pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur.
Saad (2010)	Malezya’da faaliyet gösteren 126 şirketin 1998-2006 tarihleri arasındaki yıllık verileri.	Kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin sermaye yapısı tercihlerinde etkili olduğuna dair bulgulara rastlanmıştır.
Morellec vd., (2010)	1992-2004 tarihleri arasında ABD faaliyet gösteren 809 işletmenin yıllık verileri.	Vekalet sorununun, yöneticinin kaldırıcı kararları üzerinde kontrol sahibi olması ile azaldığı ve vekalet çatışmaları düzeyleri ile kullanılan kurumsal yönetim değişkenleri arasında bir korelasyon bulunduğu ifade edilmiştir.
Eser (2011)	BİST’te kurumsal yönetim endeksinde 2008-2010 tarihleri arasında faaliyet gösteren 20 şirketin yıllık verileri.	Yönetim kurulu üye sayısındaki artışın finansal kaldırıcı pozitif yönde etkilediği, ancak bağımsız üye oranının finansal kaldırıcı negatif yönde etkilediği ifade edilmiştir.
Haque ve diğerleri (2011)	Bangladeş’te faaliyet gösteren 98 finansal olmayan şirketin 2004-2005 tarihleri arasındaki yıllık veriler	Vekalet teorisini destekler nitelikte, kurumsal yönetimin kalitesi ile borç oranları arasında anlamlı negatif ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.
Vakilifard ve diğerleri (2011)	Tahran Borsasında 2005-2010 tarihleri arasında işlem gören şirketlere ait toplam 600 gözlem	Yönetim kurulu üye sayısının azalması ve CEO bağımsızlığının artmasıyla borçlanma arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.
Ganiyu ve Abiodun (2012)	Nijerya borsasında faaliyet gösteren 10 yiyecek ve içecek şirketinin 2000-2009 tarihleri arasındaki yıllık verileri.	Şirketlerin finansal yapısının kurumsal yönetim uygulamalarından etkilendiği tespit edilmiştir.
Kajanathan (2012)	Sri Lanka borsasında faaliyet gösteren 28 imalat sanayi şirketinin 2009-2011 tarihleri arasındaki yıllık verileri.	Yönetim kurulu büyüklüğünün, toplantı sayısının ve profesyonel yöneticilerin olmasının borçlanma üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğu ifade edilmiştir.

**Tablo 1:** (Devamı)

Mousavi ve diğerleri (2012)	Tahran borsasında faaliyet gösteren 90 imalat sanayi şirketinin 2007-2009 tarihleri arasındaki yıllık verileri.	Yönetimsel sahiplik ile borçlanma arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki ortaya konarken, diğer kurumsal yönetim değişkenleri ile borçlanma arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.
Sayman (2012)	BİST’te 1998-2009 tarihleri arasında faaliyet gösteren 177 imalat işletmesinin yıllık verileri.	İşletmelerin sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Sahiplik oranı çeşitlendikçe, yabancı kaynak oranının düştüğü ifade edilmiştir.
Sheikh ve Wang (2012)	Pakistan borsasında faaliyet gösteren finansal olmayan şirketlerin 2004-2008 tarihleri arasındaki yıllık verileri.	Yönetim kurulu büyüklüğünün, yöneticilerin şirket ortakları dışından olmasının ve sahiplik yapısının toplam borçlar üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğu ifade edilmiştir.
Dima ve diğerleri (2013)	Asya, Orta ve Doğu Avrupa kıtalarındaki gelişmekte olan 35 ülkeden seçilen şirketlerin verileri.	Kurumsal yönetim uygulamaları ile şirketlerin sermaye yapılarının etkilenebileceği ifade edilmiştir.
Ajanthan (2013)	Sri Lanka borsasında faaliyet gösteren 18 otel ve restoran şirketinin 2007-2012 tarihleri arasındaki yıllık verileri.	Yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulu büyüklüğü ve CEO bağımsızlığı ile borç özkaynak oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu ifade edilmiştir.
Uwuigbe, Ranti ve Sunday (2014)	Nijerya borsasında işlem gören 40 şirketin 2006-2011 tarihleri arasındaki yıllık verileri.	CEO ikiliği (duality) ile sermaye yapısı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilirken, yönetim kurulunun büyüklüğü, yönetim kurulunun kompozisyonu ve yönetim kurulunun sahipliği ile sermaye yapısı arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.
Büyükmert (2015)	BİST’te faaliyet gösteren 133 şirketin 2010-2013 tarihler arasındaki yıllık verileri.	İşletmelerin sahiplik yapısının sermaye yapısı üzerinde etkili olduğu tespit edilmiştir.
Naseem ve diğerleri (2017)	Pakistan borsasında faaliyet gösteren 40 finansal olmayan şirketin 2009-2013 tarihleri arasındaki yıllık verileri.	Yönetim kurulunun büyüklüğü ve yönetimsel sahiplik ile sermaye yapısı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin var olduğu tespit edilmiştir.

Literatür yer alan çalışmalara bakıldığında kurumsal yönetim uygulamaları ile işletmelerin sermaye yapıları arasında bir ilişkinin var olduğu görülmektedir. Ancak ilişkinin yönü konusunda farklılık arz eden çalışmalara da rastlanmaktadır. Örneğin çalışmaların çoğunluğunda yönetim kurulu büyüklüğü

ile borçlanma arasında pozitif ilişki tespit edilirken, Uwuigbe, Ranti ve Sunday (2014) çalışmasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Diğer yandan sahiplik yapısı ile sermaye yapısı arasında pozitif ilişki tespit edilirken Uwuigbe, Ranti ve Sunday (2014) ve Sayman (2012) çalışmalarında ise negatif ilişki tespit edilmiştir.

## II. VERİ SETİ VE METODOLOJİ

Çalışmada kapsayıcı bir bakış açısı sağlamak amacıyla birden fazla yöntem kullanılmıştır. BİST imalat sanayi sektöründe 2005-2013 tarihleri arasında kesintisiz olarak yer alan 17 işletmeye yönelik dinamik panel veri, panel rassal etkiler ve panel sabit etkiler analizleri yapılmıştır. Bu bağlamda öncelikle kurumsal yönetim endeksinde bulunan imalat sanayisinde faaliyet gösteren işletmelerin kurumsal yönetim puanları ve sektörlere göre dağılımı incelenmiştir. Kurumsal yönetim endeksinde yer alan işletmelerin 2005 – 2013 dönemlerini kapsayan Borç/Toplam Aktifler ve Borç/Özkaynak oranları hesaplanarak yıllık gelişmeleri incelenmiştir. Bu bağlamda BİST kurumsal yönetim endeksinde dâhil edilen imalat sanayisi işletmelerinin Borç/Toplam Aktifler ve Borç/Özkaynak oranlarının ekonometrik olarak incelenmesi amacıyla aşağıdaki regresyon modeli tahmin edilmiştir:

$$D_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t-1} + \beta_2 DUM_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

Yukardaki denklemde;

$D_{i,t}$  : İ işletmesinin t dönemindeki borçlanma oranını

$D_{i,t-1}$  : İ işletmesinin t-1 dönemindeki borçlanma oranını

$DUM_{i,t}$  : İşletmeler kurumsal yönetim endeksinde bulduklarında “1” bulunmadıklarında “0” değerini alan kukla değişkenini göstermektedir.

Yapılacak regresyon analizi ile 1 no’lu modelde yer alan  $\beta_2$  katsayısının istatistiksel olarak anlamlı ve önemli çıkması BİST kurumsal yönetim endeksinde bulunmanın, işletmelerin sermaye yapısı kararlarına ne yönde etki ettiğini ortaya koyacaktır. 1 no’lu modelin uygulanabileceği yöntemler dinamik panel ve panel veri analizi olarak ifade edilebilir. Kesitlere ait zaman serileri veya zaman serilerine ait kesit verileri olarak tanımlanan panel veriler, ülkeler, sektörler veya işletmeler gibi birimlerden oluşan yatay kesit gözlemlerinin, zaman boyutu ile de ifade edilmesidir (Baltagi, 2001: 1).

Panel veriler sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modeli ile dinamik panel veri analizi yöntemleriyle incelenebilir. Buna göre bağımlı değişken ile bağımsız değişken veya değişkenler arasındaki ilişki sabit bir eğilime mi sahip yoksa tesadüfi özellikler mi taşıyor bu durumun incelenmesi gerekmektedir. Diğer bir ifade ile analizde bulunan bireysel etkiler eğer modelde yer alan açıklayıcı değişkenlerle ilgili değilse ve birimlerin sabit terimleri birimlere göre rassal

olarak dağılıyorsa, modelin yapılanması buna uygun hale getirilmelidir (Greene, 2003: 293). Aynı düzeltme sabit etkiler modeli içinde geçerli olacağından, model seçiminde sabit etkilerin mi yoksa rassal etkilerin mi bulunduğu tespit edilmelidir. Literatürde, bu etkinlik testi, diğer bir ifadeyle sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modeli arasında seçim için k serbestlik dereceli ki-kare dağılımına uyan Hausman testi kullanılmaktadır (Baltagi, 2001:20). Ancak panel veri yönteminde bağımlı değişkenin gecikmeli değerinin bağımsız değişken olarak kullanılması hata terimlerinin homojen olması varsayımını ortadan kaldırarak hata terimlerinin birbirleri arasında ilişki olmasına yol açabilir (Bond, 2002:4). Diğer bir ifade ile sabit etki ve rassal etki modellerinde, gecikmeli bağımlı değişkenlerin kullanılması durumunda, gecikmeli bağımlı değişkenin hata terimi ile korelasyona sahip olması nedeniyle önemli problemlerle karşılaşmaktadır (Greene, 2000:307). Dinamik panel tahminlerinde karşılaşılan bu sorunu çözmek için çeşitli öneriler bulunmaktadır. Bunlar içerisinde en çok değerlendirilen çalışmalar Anderson ve Hsiao (1981), Ahn ve Schmidt (1995), Keane ve Runkle (1992), Arellano ve Bond (1991) olarak sıralanabilir (Baltagi, 2001:131). Bu öneriler içerisinde en çok kullanılan ve en güvenilir sonuçlar veren çalışma, Arellano ve Bond (1991) çalışmasıdır. Arellano ve Bond (1991) çalışması dinamik panel tahminlerinde karşılaşılan sorunları çözmek için bazı önerilere sahiptir. Buna göre, değişkenlerin birinci dereceden farklarının alınıp bağımlı değişkenin geçmiş dönem değerlerini araç değişkeni olarak kullanan GMM metodu ile dinamik panel tahmininde oluşan aksaklıklar giderilebilir. Böylece araç değişkenlerin kullanılması, ilgili GMM koşulları altında yansız tahmin edicilerin bulunmasını sağlayacaktır (İskenderoğlu, 2008:114). GMM koşulları altında gerçekleştirilen dinamik panel veri tahmin modelinin sonuçlarına Arellano ve Bond (1991) tarafından önerilen 1. ve 2. sıra ardışık bağımlılık testlerinin uygulanması gerekmektedir. Elde edilecek sonuçlara göre, 1. sıra ardışık bağımlılığın istatistiksel olarak önemli olması, 2. sıra ardışık bağımlılığın ise önemsiz olması beklenmektedir (Arellano, 2003:121). Ayrıca Arellano ve Bond (1991) yönteminde gerçekleştirilen tahminler araç değişkenlerle sınındığı için bu değişkenlerin asıl değişkenleri tam olarak yansıtması beklenmektedir. Bu durumu ölçmek üzere Sargan testi gerçekleştirilebilir (Gujarati, 2004:713). Sargan testi sonuçları tahmin için kullanılan araç değişkenlerin yeterli olup olmadığı konusunda bilgi verecektir (İskenderoğlu, 2008:116).

### **III.AMPİRİK BULGULAR**

Bu çalışmada BİST imalat sanayi işletmelerine yönelik olarak panel sabit etkiler, panel rassal etkiler ve dinamik panel veri analizleri gerçekleştirilmiştir. 2004 yılında gerçekleştirilen enflasyon düzeltmesinin olumsuz etkilerinden kurtulmak için analiz dönemi bu yöntemde 2005 – 2013 olarak belirlenmiştir. Bu bağlamda BİST imalat sanayi işletmelerinden kesintisiz verisine ulaşılabilen 17'si kurumsal yönetim endeksine dâhil toplam 103 işletme bu yöntemde örnekleme dâhil edilerek Borç/Özkaynak ve Borç/Toplam Aktifler

oranları ile analiz gerçekleştirilmiştir. Analize dahil edilebilen işletmelere ait BİST kodları Tablo 2’de sunulmuştur:

**Tablo 2:** Panel Veri Analizlerine Dâhil Edilebilen İşletmelerin BİST Kodları

ADANA	ASUZU	CEMTS	EMNIS	IZOCM	MRSHL	SKTAS
ADBGR	ATEKS	CIMSA	EREGL	KAPLM	MRTGG	SNPAM
ADEL	AYGAZ*	CMBTN	ERSU	KARTN	MUTLU	SODA
ADNAC	BAGFS	CMEN	FMIZP	KENT	NUHCM	TOASO*
AEFES*	BAKAB	COMDO	FROTO	KONYA	OLMIP	TRCAS*
AFYON	BOLUC	DENCM	GEDIZ	KORDS	PARSN	TRKCM
AKCNS	BOSSA	DESA	GENTS	KRDMA	PETKM*	TTRAK*
AKSA	BRISA	DGZTE	GEREL	KRDDB	PETUN*	TUKAS
ALCAR	BRSAN	DITAS	GOLTS	KRDMD	PINSU*	TUPRS*
ALKA	BSOKE	DMSAS	GOODY	KRSTL	PNSUT*	UNYEC
ALKIM	BTCIM	DOBUR	HEKTS	KRTEK	PRKAB*	YUNSA
ANACM	BUCIM	DOGUB	HURGZ*	KUTPO	SASA	OTKAR*
ARCLK*	BURVA	ECYAP	IDAS	LUKSK	SELGD	VESTL*
ARSAN	CCOLA*	EGEEN	IHEVA*	MNDRS	SERVE	
ASLAN	CELHA	EGGUB	IZMDC	MRDIN	SILVR	

\* Kurumsal yönetim endeksinde bulunan işletmeleri göstermektedir.

Kurumsal yönetim endeksinde dahil imalat sanayi işletmelerinin Borç/Özkaynak oranlarının yıllar itibariyle gelişimi Tablo 3’de sunulmuştur.

**Tablo 3:** İmalat Sanayi İşletmelerinin 2005-2013 Dönemi Borç/Özkaynak Oranı

Hisse Kodları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AEFES	0,73	0,97	0,82	1,04*	0,99*	0,99*	1,00*	0,72*	0,66*
ARCLK	1,05	1,98	2,04	2,46	1,34*	1,15*	1,52*	1,60*	1,76*
AYGAZ	0,67	0,80	0,53	0,67	0,48	0,39*	0,26*	0,24*	0,42*
CCOLA	0,69	0,68	0,81	1,21	1,25*	1,10*	1,27*	1,23*	1,44*
HURGZ	0,39	0,38	1,13*	1,31*	1,02*	1,04*	1,75*	1,08*	0,99*
IHEVA	0,84	0,83	0,37	0,67	0,29	0,25*	0,40*	0,39*	0,43*
OTKAR	1,01	0,91	1,05	2,43*	2,47*	2,66*	3,01*	3,29*	4,03*
PETKM	0,29	0,26	0,27	0,25	0,44*	0,48*	0,57*	0,68*	0,90*
PETUN	0,70	0,32	0,28	0,31	0,27	0,26	0,37	0,30*	0,33*
PINSU	0,65	0,26	0,33	0,37	0,26	0,32	0,40	0,52	0,78*
PNSUT	0,63	0,46	0,42	0,50	0,37	0,38	0,43*	0,41*	0,42*
PRKAB	0,72	1,24	1,09	1,09	0,83*	1,16*	2,04*	2,18*	3,35*
TOASO	0,86	1,38	1,74*	2,19*	2,07*	2,10*	2,52*	1,94*	2,12*
TRCAS	0,31	0,02	0,02	0,03	0,03	0,02*	0,37*	0,48*	0,67*
TTRAK	0,32	0,28	0,46*	2,37*	1,37*	0,89*	1,08*	0,99*	1,01*
TUPRS	0,75	1,00	1,19*	1,43*	1,70*	2,57*	2,35*	2,50*	3,11*
VESTL	2,58	2,73*	2,32*	3,46*	2,38*	2,50*	3,56*	2,66*	3,19*
<b>Ortalama</b>	<b>0,78</b>	<b>0,85</b>	<b>0,88</b>	<b>1,28</b>	<b>1,03</b>	<b>1,07</b>	<b>1,35</b>	<b>1,25</b>	<b>1,51</b>
<b>İmalat Sanayi Sektör Ortalaması</b>	<b>0,60</b>	<b>0,59</b>	<b>0,60</b>	<b>0,81</b>	<b>0,74</b>	<b>0,91</b>	<b>1,00</b>	<b>0,98</b>	<b>1,12</b>

\* İmalat sanayi işletmesinin kurumsal yönetim endeksinde girdiği dönemleri göstermektedir.



Tablo 3 değerlendirildiğinde Borç/Özkaynak oranı ortalamasının yıllar itibarıyla 0,8 ile 1,5 değeri arasında değiştiği görülmektedir. İmalat sanayi işletmelerinin Borç/Özkaynak oranının kurumsal yönetim endeksine dâhil olmanın öncesinde ve dâhil olduktan sonrasına ilişkin değişiklikler incelendiğinde AEFES, CCOLA, HURGZ, OTKAR; PETKM, PINSU, PNSUT, TOASO, TTRAK, TUPRS ve VESTL işletmelerinde kurumsal yönetim endeksine dâhil olur olmaz bir artış olduğu görülmektedir. Ancak diğer 7 işletmede tam tersi bir durum söz konusudur. İmalat sanayi sektöründe bulunan BİST'e kote 174 işletmeye ait sektör ortalamaları ile kurumsal yönetim endeksine dâhil olmuş işletmelerin ortalamaları karşılaştırıldığında kurumsal yönetim endeksine dâhil işletmelerin daha yüksek borçlanma oranlarına sahip oldukları söylenebilir. Ayrıca her iki ortalamının da birlikte hareket ettiği gözükmemektedir.

Kurumsal yönetim endeksine dahil İmalat sanayi işletmeleri için sermaye yapısını ve borcun pasifler içerisindeki ağırlığını gösteren Borç/Toplam Aktifler oranı Tablo 4'te verilmiştir..

**Tablo 4:** İmalat Sanayi İşletmelerinin 2005-2013 Dönemi Borç/Toplam Aktifler Oranı

Hisse Kodları	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AEFES	0,42	0,49	0,45	0,51*	0,50*	0,50*	0,50*	0,42*	0,40*
ARCLK	0,51	0,66	0,67	0,71	0,57*	0,53*	0,60*	0,62*	0,64*
AYGAZ	0,40	0,44	0,35	0,40	0,33	0,28*	0,21*	0,19*	0,30*
CCOLA	0,41	0,41	0,45	0,55	0,56*	0,52*	0,56*	0,55*	0,59*
HURGZ	0,28	0,27	0,53*	0,57*	0,51*	0,51*	0,64*	0,52*	0,50*
IHEVA	0,46	0,45	0,27	0,40	0,22	0,20*	0,29*	0,28*	0,30*
OTKAR	0,50	0,48	0,51	0,71*	0,71*	0,73*	0,75*	0,77*	0,80*
PETKM	0,22	0,21	0,21	0,20	0,30*	0,33*	0,36*	0,41*	0,47*
PETUN	0,41	0,24	0,22	0,24	0,21	0,21	0,27	0,23*	0,25*
PINSU	0,40	0,21	0,25	0,27	0,21	0,24	0,29	0,34	0,44*
PNSUT	0,39	0,31	0,30	0,34	0,27	0,28	0,30*	0,29*	0,30*
PRKAB	0,42	0,55	0,52	0,52	0,45*	0,54*	0,67*	0,69*	0,77*
TOASO	0,46	0,58	0,63*	0,69*	0,67*	0,68*	0,72*	0,66*	0,68*
TRCAS	0,23	0,02	0,02	0,03	0,03	0,02*	0,27*	0,32*	0,40*
TTRAK	0,24	0,22	0,32*	0,70*	0,58*	0,47*	0,52*	0,50*	0,50*
TUPRS	0,43	0,50	0,54*	0,59*	0,63*	0,72*	0,70*	0,71*	0,76*
VESTL	0,72	0,73	0,70*	0,78*	0,70*	0,71*	0,78*	0,73*	0,76*
<b>Ortalama</b>	<b>0,41</b>	<b>0,40</b>	<b>0,41</b>	<b>0,48</b>	<b>0,44</b>	<b>0,44</b>	<b>0,50</b>	<b>0,48</b>	<b>0,52</b>
<b>İmalat Sanayi Sektör Ortalaması</b>	<b>0,32</b>	<b>0,40</b>	<b>0,29</b>	<b>0,29</b>	<b>0,28</b>	<b>0,60</b>	<b>0,60</b>	<b>0,50</b>	<b>0,40</b>

\* İmalat sanayi işletmesinin kurumsal yönetim endeksine girdiği dönemleri göstermektedir.

Tablo 4 incelendiğinde AEFES, CCOLA, HURGZ, OTKAR, PETKM, PINSU, PNSUT, TOASO, TUPRS işletmeleri kurumsal yönetim endeksine girer

girmez Borç/Toplam Aktifler oranlarında bir artış söz konusu olmuştur. Ancak ARCLK, AYGAZ, IHEVA, PETUN, PRKAB, TRCAS, VESTL işletmelerinde ise aynı oranda bir düşüş gerçekleşmiştir. Kurumsal yönetim endeksinde bulunan imalat sanayi işletmelerinin ortalama Borç/Toplam Aktifler oranları incelendiğinde bu oranın 0,41 ile 0,52 arasında değiştiği görülmektedir. Genel olarak bakıldığında kurumsal yönetim endeksinde bulunan işletmelere ait ortalamaların BİST'e kote imalat sanayi işletmeleri ortalamasının üzerinde olduğunu söylemek mümkün görülmektedir.

Kurumsal yönetim endeksinde bulunan işletmelerin borçlanmalarındaki artışın sebebinin ilgili endekste bulunmak olup olmadığının tespiti için 2005 – 2013 dönemleri arasında kesintisiz verisine ulaşılabilen 17'si kurumsal yönetim endeksinde dâhil toplam 103 BİST imalat sanayi işletmesi üzerine panel ve dinamik panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Analiz sürecinde örnekleme bulunan 103 işletmenin Borç/Özkaynak ve Borç/Toplam Aktifler oranları 2005 – 2013 yılı için yıllık olarak hesaplanmış daha sonra hesaplanan değerler logaritması alınarak doğrusallaştırılmıştır. Tablo 5'te analize dâhil edilen işletmelerin Borç/Özkaynak ve Borç/Toplam Aktifler oranlarını içeren tanımlayıcı istatistikler verilmiştir.

**Tablo 5:** Analizlere Dâhil Edilen BİST İmalat Sanayi İşletmelerinin Borç/Özkaynak ve Borç/Toplam Aktifler Oranlarına İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Stan.Sapma
Borç/Özkaynak	0,8188	2,4050	10,9944	0,0271	0,9731
Borç/Toplam Aktifler	0,3600	0,7050	0,9166	0,0264	0,1825
Gözlem Sayısı	927				

Tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde Borç/Özkaynak oranının ortalamasının Borç/Toplam Aktifler oranından daha yüksek olduğu ve standart sapmasının da daha yüksek olduğu görülmektedir. Toplam 927 gözlem ile Borç/Özkaynak oranına yönelik gerçekleştirilen panel veri analizi sonuçları Tablo 6'da verilmiştir.

**Tablo 6:** Borç/Özkaynak Oranına Göre Panel Analiz Sonuçları

Değişken	Havuzlanmış EKK Modeli	Rassal Etkiler Modeli	Sabit Etkiler Modeli	Arellano Bond Dinamik Panel
$\alpha$	0,121*	0,116*	0,780*	0,770*
$\beta_1$	0,943**	0,946**	0,554*	0,554*
$\beta_2$	0,042**	0,038**	0,072**	0,178*
$R^2$	0,839	0,841	0,880	
Durbin Watson	2,096	2,110	2,04	
F Olasılık	0,000	0,000	0,000	
Hausman $\chi^2$		2,681		
Sargan p				0,354
Ar(2) p				0,648

\* %1 önem seviyesinde anlamlı, \*\*%5 önem seviyesinde anlamlı

Tablo 6 incelendiğinde  $\beta_2$  katsayısının tüm yöntemlerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu gözükmektedir. Ayrıca her bir analiz türü ile ilgili gerçekleştirilmiş tahmin sonrası testler ölçümlerin sağlıklı sonuç verdiğini göstermektedir. Buna göre sermaye yapısının göstergesi olan Borç/Özkaynak oranı işletmelerin kurumsal yönetim endeksine dâhil olmaları sebebiyle yükselmektedir.

Aynı analizler Borç/Toplam Aktifler oranlarına göre de gerçekleştirilmiş ve Tablo 7’de sunulmuştur.

**Tablo 7:** Borç/Toplam Aktifler Oranına Göre Panel Analiz Sonuçları

Değişken	Havuzlanmış EKK Modeli	Rassal Etkiler Modeli	Sabit Etkiler Modeli	Arellano Bond Dinamik Panel
$\alpha$	0,125*	0,123*	0,122*	0,711*
$\beta_1$	0,924*	0,925*	0,926*	0,521*
$\beta_2$	0,024**	0,022**	0,021**	0,108*
$R^2$	0,846	0,854	0,853	
Durbin Watson	2,110	2,141	2,090	
F Olasılık	0,000	0,000	0,000	
Hausman $\chi^2$		2,252		
Sargan p				0,388
Ar(2) p				1,788

\* %1 önem seviyesinde anlamlı, \*\*%5 önem seviyesinde anlamlı

Tablo 7 incelendiğinde  $\beta_2$  katsayısının tüm yöntemlerde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu gözükmektedir. Ayrıca her bir yöntemle tahmin edilen panel veri analizlerinin tanısal testler açısından da yeterli olduğu gözükmektedir. Buna göre sermaye yapısının göstergesi olan Borç/Toplam Aktifler oranı işletmelerin kurumsal yönetim endeksine dâhil olmaları sebebiyle yükselmektedir. Bu bağlamda işletmelerin borçlanmalarındaki artışın sebebi olarak iyi kurumsal yönetim uygulamalarının gerçekleştirilmesi gösterilebilir. Ancak kurumsal yönetim endeksine girmeden önceki ve sonraki dönemde kaldıraç oranlarındaki değişimler istatistiki olarak anlamlı olmakla birlikte başka faktörlerinde kaldıraç oranlarının değişimi üzerinde etkisi olacağı ihmal edilmemelidir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Sermaye yapısı ve firma değeri ilişkisi finans literatüründe en çok araştırılan ve tartışılan konulardan biridir. Kurumsal yönetim ise temelleri yakın zamanda atılmış ve işletmeler üzerinde birçok etkisi olan bir süreçtir. Kurumsal yönetim uygulamaları dâhilinde işletmelerin sermaye yapılarının ne yönde ve nasıl değişeceği hem akademik anlamda hem de piyasa yapıcıları açısından ilgi uyandıran bir konudur. Bu çalışmada BİST kurumsal yönetim endeksine yer alan

imalat sanayi işletmelerinin endekse dâhil olmadan önce ve olduktan sonra sermaye yapılarının ne yönde ve nasıl değiştiği incelenmiştir. Bu bağlamda öncelikle 2005 – 2013 dönemlerine ilişkin yıllık frekansta Borç/Özkaynak oranı ile Borç/Toplam Aktifler oranlarının tarihsel gelişimi sektör ortalamaları ile karşılaştırılmış daha sonra panel ve dinamik panel yöntemleri ile kurumsal yönetim endeksine dâhil olmanın borçlanma üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar, imalat sanayinde faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim ilkeleri uygulayan işletmelerin daha yüksek borçlanma oranlarına sahip olduklarını ortaya koymaktadır. Ayrıca kurumsal yönetim endeksine giren işletmelerin borçlanma oranlarının, kurumsal yönetim endeksine girmeden öncesine kıyasla anlamlı derecede daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç Dirim (2008), Bopkin ve Arko (2000), Kajanathan (2012), Mousavi vd. (2012), Sheikh ve Wang (2012) çalışmalarıyla benzerlik göstermektedir. Buna göre kurumsal yönetim uygulamaları ve bu uygulamalardaki kalitenin artışı borçlanma kararları üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Bu sonuç Morellec vd. (2010) çalışması ile Dima vd. (2013) çalışmasında vekâlet sorunu ile açıklanmaya çalışılmıştır. Buna göre kurumsal yönetimden kaynaklanan sebepler ile yöneticiler ve işletme sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarını azaltmanın yolu borçlanmanın arttırılarak mali disiplinin sağlanmasıdır. Bunun dışında, kurumsal yönetim ilkeleri uygulayarak kurumsal yönetim endeksine dâhil olan işletmelerin artan prestijleri nedeniyle borç piyasasından daha kolay koşullarda borç temin edebilmeleri bu durumun bir diğer sebebi olarak ifade edilebilir.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar konu ile ilgili literatüre farklı açılardan çeşitli katkılar sağlamaktadır. Örneğin kurumsal yönetim uygulamalarının Türkiye’de sermaye yapısını nasıl ve ne yönde etkilediği konusunda sınırlı sayıda çalışma mevcuttur. Bununla birlikte yabancı literatürde tespit edilen sonuçların, Türkiye’deki işletmeler üzerinde benzer sonuçlar verip vermediği de tespit edilerek bir diğer katkı sağlanmıştır. Ayrıca işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları sonucunda karşılaşılabilecekleri daha yüksek borç içeren sermaye yapısı koşulları da bu çalışmadan elde edilen bir diğer sonuçtur.

Bütün bu katkılarına rağmen çalışmada birtakım eksiklikler mevcuttur. Örneğin kurumsal yönetim endeksine dâhil olan imalat sanayisi işletmelerinin kurumsal yönetim puanının hesaplanmasında kullanılan başlıklara göre ayrı bir analiz gerçekleştirilmemiştir. Diğer bir ifade ile konu sadece kurumsal yönetim endeksinde bulunup bulunmama ile incelenmiş, kurumsal yönetim endeksi puanlarındaki artışın borçlanma kararları üzerindeki etkileri incelenmemiştir. Ayrıca kurumsal yönetim endeksinde bulunan işletmelerin yönetim kurulunda profesyonel yöneticilerin bulunup bulunmadığı da dikkate alınmamıştır. Bu durum, sonuçların vekâlet sorunu ile açıklanması konusunda daha temkinli olunmasını gerektirmektedir. Bu eksiklikler dikkate alınarak gerçekleştirilecek yeni çalışmalar ile konuyla alakalı daha derinlemesine bilgiler sağlanabilir.

## KAYNAKÇA

- AHN, Seung C. and Peter SCHMIDT; (1995), “Efficient Estimation of Models for Dynamic Panel Data”, **Journal of Econometrics**, 68(1), pp. 5–28.
- AJANTHAN, Alagathurai; (2013), “The Relationship between Dividend Payout and Firm Profitability: A Study of Listed Hotels and Restaurant Companies in Sri Lanka”, **International Journal of Scientific and Research Publications**, 3 (6), pp. 1-6.
- ANDERSON, Theodore W. and Cheng HSIAO; (1981), “Estimation of Dynamic Panel Models with Error Components”, **Journal of the American Statistical Association**, 76(375), pp. 74–82.
- ARELLANO, Manuel and Stephen BOND; (1991), “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and An Application to Employment Equations”, **Review of Economic Studies**, 58(2), pp. 277–297.
- BALTAGI, Badi H.; (2001). **Econometric Analysis of Panel Data**, 2. Edition, UK: John Wiley & Sons.
- BOKPIN, Godfred A. and Anastacia C. ARKO; (2009), “Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Firms: Empirical Evidence from Ghana”, **Studies in Economics and Finance**, 26 (4), pp. 246-256.
- BOND, Stephan; (2002), **Dynamic Panel Data Models: A Guide to Micro Data Methods and Practice**. **Portuguese Economic Journal**, 1(1), pp. 141-162.
- BREALEY, Richard A; Stewart C. MYERS and Alan J. MARCUS; (2007), **İşletme Finansının Temelleri**, 5. Baskı, (Çev.Ünal Bozkurt, Türkan Arıkan ve Hatice Doğukanlı), İstanbul: Literatür Yayıncılık.
- BÜYÜKMERT, Naim; (2015), **İşletmelerde Sahiplik Yapısının Kârlılık Ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: Borsa İstanbul’da Ampirik Bir Uygulama**. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Balıkesir: Balıkesir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- DIMA, Bogdan; Alin IONESCU and Petru TUDOREANU; (2013), “Corporate Governance And Financial Structures Of Companies In Developing Countries”, **Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica**, 15(1), pp. 162-172
- DİRİM, Hasan Atıncı; (2008), **Kurumsal Yönetimin Sermaye Yapısı Kararına Etkisi**, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, İzmir: Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- DURAND, David; (1952), “Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”, **Conference on Research in Business Finance**, Internet Adress: <http://www.nber.org/chapters/c4790.pdf>, Date of Access: 10.05.2017

- ESER, Ayşe; (2011), Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: İMKB’de Bir Uygulama. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. Kahramanmaraş: Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- GANIYU, Yinusa O. and Babalola Y. ABIODUN; (2012), “The Impact of Corporate Governance on Capital Structure Decision of Nigerian Firms”, **Research Journal in Organizational Psychology & Educational Studies**, 1(2), pp. 121-128.
- GREENE, William H; (2000), **Econometric Analysis**, 4. Edition, USA: Prentice Hall.
- GREENE, William H; (2003), **Econometric Analysis**, 5 th Edition, USA: Prentice Hall.
- GUJRATI, Damador N; (2004), **Basic Econometrics**. USA: Military Academy, McGraw Hill Publications.
- HAQUE, Faizul; Thankum G. ARUN and Colin KIRKPATRICK; (2011), “Corporate Governance and Capital Structure in Developing Countries: A Case Study of Bangladesh”, **Applied Economics**, 43, pp. 673–681.
- İSKENDEROĞLU, Ömer; Serkan Y. KANDIR ve Yıldırım B. ÖNAL; (2008), **Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme**, Adana: Nobel Kitabevi.
- JENSEN, Micheal C. and William H. MECKLING; (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 1(1), pp. 163-231.
- KAJANANTHAN, Rajendran; (2012), “Effect of Corporate Governance on Capital Structure, Case of the SriLankan Listed Manufacturing Companies” **Journal of Arts. Sciences & Commerce**, 3(4), pp. 63-71.
- KARADENİZ, Erdiñ; (2008), Türk Konaklama İşletmelerinde Sermaye Yapısını Etkileyen Faktörlerin Analizi, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Adana: Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KEANE, Micheal P. and David E. RUNKLE; (1992), “On the Estimation of Panel Data Models with Serial Correlation when Instruments are Predetermined but not Strictly Exogenous”, **Journal of Business and Economic Statistics**, 10(1), pp. 1-9.
- MILLER, Merton; (1977), “Debt and Taxes”, **Journal of Finance**, 32(2): 261-275.
- MODIGLIANI, Franco and Merton H. MILLER; (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment”, **The American Economic Review**. 48(3), pp. 261-297.
- MODIGLIANI, Franco and Merton H. MILLER; (1963), “Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction”, **The American Economic Review**. 53(3), pp. 433-443.

- MORELLEC, Erwan; Boris NIKOLOV and Norman SCHURHOFF; (2010), “Corporate Governance and Capital Structure Dynamics: Evidence from A Structural Estimation”, **The Journal of Finance**. 67(3), pp. 803-848.
- MOUSAVI, Zahra; Azam JARI and Saied ALIAHMADI; (2012), “The Evaluation of Corporate Governance Monitoring Mechanisms on Capital Structure in Tehran Stock Exchange”, **International Journal of Business and Social Science**, 3(1), pp. 192-197.
- MYERS, Stewart C; (1977), “Determinants of Corporate Borrowing”, **Journal of Financial Economics** 5(2), pp. 147–175.
- MYERS, Stewart C; (1984), “The Capital Structure Puzzle”, **Journal of Finance**, 39(3), pp. 574-592.
- MYERS, Stewart C. and Nicholas S. MAJLUF; (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have”, **Journal of Financial Economics**, 13(2), pp. 187-221.
- NASEEM, Muhammad A; Fizzah MALIK; Huanping ZHANG and Ramiz UR-REHMAN; (2017), “Capital Structure and Corporate Governance”, **Journal of Developing Areas**, 51(1), pp. 33-47.
- SAAD, Noriza M; (2010), “Corporate Governance Compliance and the Effects to Capital Structure in Malaysia”, **Journal of Economics and Finance**, 2(1), pp. 105-114.
- SAYMAN, Yahya; (2012), Sahiplik Yapısının Firma Performansı ve Sermaye Yapısı Üzerine Etkileri: İMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında Bir Uygulama. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- SHEIKH, Nadeem A. and Zongjun WANG; (2012), “Effects of Corporate Governance on Capital Structure: Empirical Evidence from Pakistan”, **Corporate Governance: The International Journal Of Business in Society**, 12(5), pp. 629-641.
- UWUIGBE, Uwalomwa; Uwuigbe O. RANTI and Daramola P. SUNDAY; (2014), “Corporate Governance and Capital Structure: Evidence from listed firms in Nigeria Stock Exchange”, **Advances In Management**, 7(2), pp. 44-49.
- VAKILIFARD, Hamid R; Mahdi S. GERAYLI; Abolfazl M. YANESARI and Ali R. MA'ATOOFI; (2011), “Effect of Corporate Governance on Capital Structure: Case of the Iranian Listed Firms”, **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**. 35. pp. 165-172.
- WEN, Yu; Kami RWEGASIRA and Jan BILDERBEEK; (2002), “Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Chinese Listed Firms”, **Corporate Governance: An International Review**, 10(2), pp. 75-83.

