

## YÖNETİM KURULU YAPISININ SERMAYE YAPISI ÜZERİNE ETKİSİ: BİST 100 İŞLETMELERİ ÜZERİNE BİR İNCELEME

### BOARD OF DIRECTORS COMPOSITION AND CAPITAL STRUCTURE: EVIDENCE FROM BIST 100 COMPANIES

Fetullah EVLİYAOĞLU\* 

#### Öz

Kurumsal yönetim bakış açısı ile sermaye yapısını değerlendiren bu çalışmada Borsa İstanbul faaliyet gös-  
teren 100 büyük şirketi esas alan BİST 100 endeksi 2014-2018 yılları arasında analiz edilmiştir. Belirtilen dö-  
nemlerde endekste kalmış olan 63 şirket ele alınarak yönetim kurulu yapıları ve sermaye yapısı incelenmiştir.  
İşletmelerin kamuya açık raporları ve finansal tabloları esas alınmıştır. Sermaye yapısı değerlendirilirken borç-  
lanma özellikleri ve oranları esas alınmıştır. Analizler sonucunda yönetim kurulu üye sayısındaki artışın borç/  
öz kaynak oranındaki artışı pozitif etkilediği, bununla birlikte icrada bulunmayan üye oranı ile borç/öz kaynak  
arasında negatif ilişki olduğu görölmüştür. Ayrıca yönetim kurulu üye sayısının negatif, yabancı yönetim ku-  
rulu üye oranının pozitif yönde kısa vadeli borçlar/uzun vadeli borçlar oranını etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Sermaye Yapısı, Yönetim Kurulları, Kurumsal Yönetim

**Jel Kodları:** G32, M21, M14

#### Abstract

In the context of corporate governance approach, this study analyzed the relationship between board of di-  
rectors and capital structure in Istanbul Stock Exchange National 100 Index from 2014 to 2018. 63 companies  
which exist in index during these five years have been searched for their capital structure and board structure.  
The data collected from public issues, reports and most importantly from audited financial statements. The type  
and composition of debt taken in account as key features for capital structure. As a result, it's concluded that the  
financial leverage is affected positively with the size of the boards. On the other hand, there is significant nega-  
tive relationship between financial leverage of company and the ratio of non-executive members in boards. Fur-  
thermore, the size of the board and ratio of foreign members effect the ratio of short term-long term debt by  
positive and negative respectively.

\* Doktora Öğrencisi, Ankara Üniversitesi, fetullahevliyaoğlu@gmail.com

**Keywords:** Capital Structure, Board of Directors, Corporate Governance.

**Jel Codes:** G32, M21, M14

## Giriş

2008 finansal krizi kurumsal yönetim ilkelerinin önemini bir kez daha ortaya koymuştur. Özellikle yönetim kurullarının krizlere karşı yeterince bilgi ve beceriye sahip olup olmadıkları ve yönetim kurulu yapıları bir kez daha değerlendirme altına alınmıştır (Reddy & Locke, 2014). Finansal krizlere neden olan en önemli nedenlerden görülen işletmelerin sermaye yapılarındaki değişimler finansal krizlerin araştırılmasında gündeme gelen bir diğer önemli husustur. Asya krizi ve 2008 finansal krizi ile birlikte sermaye yapısı ve kurumsal yönetim konusunda birçok çalışma yapılmıştır. Ancak bu çalışmalarını bir arada ele alan çalışma sayısı göreceli olarak az kalmıştır. Bununla birlikte yapılan çalışmalarda bölgeler arasında farklılıklar olması ayrı bölgelerde çalışmaların yapılması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır (Buvanendra vd., 2017). Ayrıca Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelere yönelik bu konuda çalışmaların dar bir çerçevede olması bu alanda bir araştırma yapılması ihtiyacını ortaya koymuştur. Finansman hiyerarşisi teorisi, ödünleşme teorisi ve serbest nakit akışı teorisi farklı deneysel yöntemlerle farklı finansman kaynaklarının tercih edilmesi yönünde önermeler ortaya koyması nedeniyle bu çalışmada yönetim kurulu yapısının; borç/öz kaynak oranı, kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı, kredilerin tüm borçlara oranı üzerine etkisi analiz edildi. Bu çalışma, sermaye yapısı teorilerine ve yönetim kurulu yapılarına genel bir bakış açısı getirmesi nedeniyle de önem taşımaktadır (Alves vd., 2015).

Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelere yönelik olarak 1986 yılından bugüne faaliyet gösteren Borsa İstanbul (BİST), yerli ve yabancı yatırımcıların ilgisinin giderek arttığı bir sermaye piyasası aracıdır (Varlık, 2017:262). Bugün 510 işletmenin bulunduğu bu yapıda BİST 100 olarak ifade edilen 100 en büyük işletme, bu çalışmanın örneklemini oluşturmaktadır (KAP, 2019). BİST 100’de faaliyet gösteren işletmelerin kurumsal yönetim ilkeleri gereği yönetim kurullarına ilişkin bazı taahhütleri bulunmakta olup bu kapsamda yönetim kurulu yapısına ilişkin hususların işletmelerin birçok fonksiyonunu etkilediği görülmektedir. Bu fonksiyonların başında finans gelmekte olup işletmelerin sermaye yapılarına ilişkin hususlarda yönetim kurulu ve yapısı önemli rol oynamaktadır. Türkiye’de faaliyet gösteren işletmelerin borçlarının özkaynaklara olan oranı son yıllarda hızla artmaktadır. %150’nin üzerine çıkmış olan bu oran Türkiye’de işletmelerin borçlanma oranlarındaki artışında hangi etkenlerin etkili olduğu sorusunu ortaya çıkarmıştır (ISO, 2017). Bu konuda az da olsa literatürde bazı çalışmalar yapılmıştır. Konu ile ilgili yapılan araştırmalarda sermaye yapısı ile ilişkisi açısından yönetim kurulunun büyüklüğü, icra kurulunda bulunmayan üyeler, bağımsız yönetim kurulu üyeleri ve CEO/ yönetim kurulu başkanlığı çift görevi bulunup bulunmaması, yönetim kurulunda kadın üye oranı, yönetim kurulunun risk algısı, ve üyelerin performansı ile sermaye yapısı ilişkisine ilişkin hususlar ele alınmıştır (Heng vd., 2012; Alves, vd., 2015; Chaabouni & Jarbourni, 2013; Ishak, vd., 2011).

Bu çalışmada kurumsal yönetimin yönetim kurulu boyutu ile sermaye yapısı arasındaki ilişki incelenmiştir. Kurumsal yönetimin özellikle yönetim kuruluna ilişkin belirli bileşenleri olan yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı, icrada görevli olmayan üye sayısı, kadın üye sayısı, CEO ve yönetim

kurulu başkanının aynı kişi olmaması gibi hususlar ele alınmıştır. Çalışma kapsamında 2014-2018 yılları arasındaki beş yıllık dönemde BİST 100 endeksinde bulunan 7'si bankacılık, 7'si otomotiv ve 15'i sanayi-kimya üretiminde olmak çeşitli sektörlerden 60 işletme değerlendirilmiştir. Şirketlerin sermaye yapısı ve yönetim kurulu yapısı değişkenleri halka açık raporlar üzerinden ortaya konulmuştur. Araştırma kapsamında frekans ve çoklu regresyon analizi kullanılarak yönetim kurulu yapısına ilişkin bağımsız değişkenlerin sermaye yapısına ilişkin bağımlı değişkenlere etkisi analiz edilmiştir. Çalışmanın, yönetim kurulu yapısına ilişkin daha önceki çalışmalarda ele alınan birçok değişkeni bir araya getirmesi ve Türkiye'de faaliyet gösteren işletmeler üzerinde analiz yapması nedenlerinden dolayı literatürü katkı sağlaması beklenmektedir.

## 1. Literatür ve Hipotez Geliştirme

### 1.1. Kurumsal Yönetim ve Yönetim kurulu Yapıları

Günümüzde işletmelerde başta ortaklar olmak üzere diğer paydaşlar ve işletmenin tüm çevresi daha Şeffaf ve hesap verilebilir bir yapının kurulmasını istemektedir(Onbulak, 2018). 2000'li yılların başında yaşanan Enron ve WorldCom skandalları ile kurumsal yönetim konusu, üzerinde durulan önemli konulardan biri olmuştur(Hemedoğlu vd., 2012). İngilizcede corporate governance olarak belirtilen kavram Türkçe literatürde kurumsal yönetim veya kurumsal yönetişim olarak ifade edilmektedir. Kurumsal yönetim, işletmelerin sermaye çekebilmeleri, faaliyetlerini etkin yürütebilmesi, pay sahiplerinin ve paydaşlarının beklentilerinin karşılanması amacıyla konulan düzenlemeler ve uygulamalar bütünüdür. OECD tarafından kurumsal yönetim, işletmelerin kontrol edildiği ve koordine edildiği sistem olarak tanımlanmıştır. Bu tanıma göre kurumsal yönetim; Şirketin yönetimi, ortakları, yönetim kurulu ve tüm paydaşlar arasındaki ilişki ve çıkar çatışmalarını düzenler(Sakarya & zmen, 2008). Kurumsal yönetim kavramı, firmaları daha anlaşılır kılarken paydaşları ve diğer çıkar gruplarını da gözetmenin önemini ortaya koymuştur(Onbulak, 2018).

Kurumsal yönetimin hedefi, vekil(yönetici) ile diğer gruplar(ortaklar, borç verenler, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler gibi) arasında ortaya çıkan vekalet sorununu azaltarak çıkarıcı davranışlarının oluşmamasını sağlamaktır. Çıkarların atışması ve çıkarıcı davranışlar işletmelerin sermaye maliyetlerini arttırmaktadır(Rocca, 2007). İyi kurumsal yönetim uygulamaları sadece kurumsal kültürü oluşturmakla kalmayıp bunun yanında yöneticilerin de ortakların zenginliğini maksimize etmesini sağlayarak işletmenin performansını arttırır(Sheikh & Wang, 2012). Kurumsal yönetim uygulayan işletmelerin firma değerlerinin pozitif etkilendiği ve kazançlarının arttığı sonucundan yola çıkararak yatırımcıların kurumsal yönetimin uygulanması yönünde talepleri artmaktadır(Sakarya & zmen, 2008).

Kurumsal yönetim konusunda ilk ilke ve standartlar Cadbury Raporu(1992) ile ortaya konulmuştur. 1999 yılına gelindiğinde ise OECD tarafından kurumsal yönetim ilkeleri olarak beş ilke: (1) hissedarların hakları, (2) hissedarların adil muamele görmesi,(3) kurumsal yönetimde doğrudan çıkar sahiplerinin rolü, (4) kamuoyuna açıklama yapma ve Őeffaflık, (5) yönetim kurulunun sorumlulukları Őeklinde ortaya konulmuştur. Türkiye'de ise kurumsal yönetim konusunda ilk alışma TÜSİAD tarafından 2002 yılında ortaya konulmuş olan "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu:

Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” raporudur. 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurumu (SPK) tarafından halka açık işletmeler için tavsiye niteliğinde ilk rapor yayınlanmış ve 2004 yılında bu rapora istinaden derecelendirme yapılmıştır. Bugün Türkiye’de halen SPK(2011) tarafından yayınlanan ilkelere çerçevesinde halka açık işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerine uygunluğu denetlenmekte olup Borsa İstanbul’da(BİST) işlem gören şirketler açısından SPK(2011) kurumsal yönetim ilkeleri önemli bir sorumluluk yüklemektedir. BİST’de kurumsal yönetime uyum konusunda derecelendirme yapmak üzere Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur. İşletmelerin bu endeks kapsamına girebilmeleri uyum raporlarında on üzerinden yedi almaları ile ancak mümkün olmaktadır(Sakarya & Özmen, 2008; Hemedoğlu vd., 2012; Onbulak, 2018).

Kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında yönetim kurulları, üzerinde en çok durulan konuların başında gelmektedir. Yönetim kurulu yapısı işletmelerin kurumsal yönetim mekanizmalarını uyguladıkları önemli birimlerdenidir. Yönetim kurulları, işletmenin önemli faaliyetlerinin izlenmesi ve stratejik kararların verilmesinden sorumludurlar(Detthamronga vd., 2017). Yönetim kurulunun öncelikle görevi şirket sahiplerinin çıkarlarını korumaktır. Yönetim kurullarının etkinliğinin ölçülmesi için yönetim kurulu yapıları önemli bir faktör olmaktadır(Ishak vd.,2011). Etkin bir yönetim kurulu, işletmenin başarısı için gereklidir. Yönetim kurulu şirketin en üst karar organı olması nedeniyle işletmenin büyümesi ve yatırımlarının maksimizasyonunun sağlanmasını açısından stratejik kararların alındığı yapılardır. Bunun yanında kurul; yöneticilerin izlenmesi ve disiplin edilmesi görevini de üstlenmektedir(Sheikh & Wang, 2012).

Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yönetim kurullarına ilişkin çeşitli kriterler ortaya konulmuştur. Bu kriterlerden bazıları; yönetim kurulundaki bağımsız üyeler, yönetim kurulu başkanları ve yönetim kurulunda cinsiyet eşitliğine yöneliktir. SPK tarafından bağımsız üye zorunluğuna ilişkin çeşitli kriterler belirlenmiş olup bağımsız üyelerin kararlarda olumsuz oy vermeleri, kararın ancak genel kurulda alınabilmesi yönünde önemli bir yaptırım gücü de vermektedir. Ayrıca yine SPK yönetim kurulu ilkeleri çerçevesinde bağımsız yönetim kurulu üye sayısının toplam üye sayısının üçte birinin altında olamaması yönünde zorunlu ilke bulunmaktadır. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri geniş vizyonları ve yönetime dışarıdan bağımsız bir şekilde bakabilme yeteneği nedeniyle işletmelere önemli katkılar sağlarlar. Yatırımcılar finansal kaynaklarını firmalara verirken yöneticilere güven konusunda endişe duymaktadırlar. Bu endişeyi gidermek üzere şirkete dışarıdan atanmış bağımsız üyelerin bulunması önem taşımaktadır(Rocca, 2007). Yönetim kurulunun bağımsızlık oranı arttıkça yönetimin faaliyetlerini yakından takip etme ve hatta gerekirse üst yönetimin görevine son verme gücü artmaktadır. Sheikh & Wang(2012)’e göre daha fazla bağımsız üye oranına sahip işletmelerin sermaye piyasasında fonlara erişimi daha kolay olmaktadır.

Yönetim kurullarına ilişkin olarak kurumsal yönetim bakış açısından üzerinde durulan bir diğer önemli husus yönetim kurulu başkanlarıdır. Yönetim kurulu başkanlığı kurumsal yönetim konusunda üzerinde en fazla çalışma yapılan konuların başında gelmektedir. Vekalet teorisine göre yönetim kurulu başkanı ortaklar ile yöneticiler arasındaki çatışmayı düşürme görevine sahiptir. Yönetim kurulu başkanının ana görevlerinden biri yöneticilerin ortakların menfaatleri doğrultusunda hareket etmelerini temin etmektir(Bin-Sariman vd., 2016). CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması durumu CEO/YK başkanı ikili görevi durumunu ortaya çıkarmaktadır. Genellikle CEO

yönetim görevini üstlenirken yönetim kurulu başkanı kurula ilişkin görevleri üstlenmektedir. SPK tarafından ortaya konulan yönetim kurulu ilkelerinde bu hususta da düzenleme yapılmış olup düzenleme gereği icra başkanı/CEO ile yönetim kurulu başkanının aynı kişiler olması durumunda bu durumun gerekçeleri ile birlikte Kamuyu Aydınlatma Platformu(KAP)'na bildirilmesi gerekmektedir. İkili görev oluşması işletmenin bazı kararları hızlı vermesini sağlamakla birlikte yönetim kurulunun yöneticiler üzerinde etkinliğini azaltması nedeniyle işletmenin performansı azalacaktır(Heng vd., 2012; Kassim vd., 2013; (SPK, 2011).

SPK kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde zorunlu olmamakla birlikte yönetim kurulunda en az bir kadın üyenin bulunması istenmektedir(SPK,2011). Özellikle yardım kuruluşları ve kar amacı gütmeyen organizasyonlarda kadın yönetim kurulu üye oranının daha fazla olduğu görölmekle birlikte sanayi ve üretim işletmelerinde kadın yönetim kurulu üye oranının düşük olduğu görölmüştür. Yapılan araştırmalarda farklı cinsiyet ve farklı etnik unsurlardan oluşan yönetim kurullarında daha fazla bağımsız kararların alındığı ve paydaşlardan daha fazla destek sağlandığı sonucuna ulaşılmıştır(Alves vd., 2015; Elmagrhi vd., 2018).

## 1.2. Sermaye Yapısı

1958 yılında ilk Modigliani ve Miller tarafından ortaya konulan sermaye yapısına ilişkin çalışmadan sonra işletmelerin finansal kararlarına ilişkin bir çok çalışma, şirketlerin yatırımlarının finansmanı ile sermaye yapısını açıklamaya yöneliktir(Alves vd., 2015). Modigliani ve Miller(1958) tarafından ortaya konulan sermaye yapısı kuramında borç ve özkaynak oranlarının önemsizliği tartışılmıştır. Bu önerme vergisiz, işlem maliyetsiz ve bilgi asimetrisinin olmadığı bir varsayımla ortaya konulmuştur. Bu çalışmanın üzerinden geçen zamanda sermaye yapısı çalışmalarında önemli gelişmeler olmuştur(Tarus & Ayabei, 2016). Bu çalışmalardan öne çıkanlarından biri Myers(1984) tarafından ortaya konulan finansman hiyerarşisi teorisidir. İşletmelerin hangi finansman kararlarını hangi dönemde vereceklerine ilişkin öneride bulunan bu teorinin yanında yönetim yapısının finansman kararlarını etkilemesi konusunda ödünleşme teorisi ve serbest nakit akışı teorileri de öne çıkılmaktadır(Alves vd., 2015). Bu teoriler dışında da sermaye yapısına ilişkin birçok teori bulunmakla birlikte yönetim yapısını etkilemesi açısından literatürde bu teoriler öne çıkmıştır.

Sermaye yapısı işletme finansmanındaki borç-özkaynak karmasının dağılımı olarak tanımlanabilmektedir. Özellikle sermaye yapısı konusunda yapılan çalışmalarda borç/özkaynak oranının firma değerlemesinde önemli bir yerinin olduğu ortaya konulmuştur(Tarus & Ayabei, 2016). Bununla birlikte sermaye yapısına ilişkin çalışmaların bir kısmında borçların uzun dönem-kısa dönem dağılımının yada banka kredisi-tahvil dağılımının dikkate alındığı görölmüştür(Alves vd., 2015; Kassim vd., 2013; Granado-Peiró & Lopez-Gracia, 2017). Literatürde kurumsal yönetim bakış açısından sermaye yapısını açıklamaya yönelik üç teori öne çıkmıştır: (1) ödünleşme teorisi (2) serbest nakit akışı teorisi, (3) finansman hiyerarşisi teorisi.

### 1.2.1. Ödünleşme Teorisi

Ödünleşme teorisi, optimal borç ve özkaynak bileşimi ile borcun faydası ve maliyetini ele alan bir teoridir. Kısaca neden özkaynak yerine borç kullanımı ve borcun özkaynağa göre avantaj ve dezavantajlarını ele alır ödünleşme teorisi (Alves vd., 2015 ; Damodaran, 2015:309). Ödünleşme teorisinin temeli Modigliani ve Miller tarafından yayınlanan 1958 ve 1963 yıllarındaki makaleleri ve 1977 yılında Miller tarafından yayınlanan makalelere dayanmaktadır (Sayılğan, 2017:324). Amaç borç kullanımından kaynaklanan faydanın ve zararın karşılıklı ortaya konularak faydanın zararı aşmayacak düzeye gelene kadar işletmenin borçlanmasına imkan tanımaktır.

Faiz giderlerinin vergi avantajı sağlaması nedeniyle firmalar daha fazla borç kullanma yönünde eğilimli olurlar. Borçlanmanın maliyeti olarak genellikle finansal sıkıntı maliyetleri ele alınır. Ayrıca vergi avantajı yanında borcun yöneticileri disiplin etmesi avantajı da söz konusudur. Aynı zamanda borçlanmanın direk ve dolaylı iflas maliyetleri de söz konudur. Direk iflas maliyetleri yasal ve yönetsel maliyetleri içerirken dolaylı iflas maliyeti ise işletmenin faaliyetlerini devam ettirebilmesi ve tedarikçilerden taleplerini karşılayabilme maliyetlerini içermektedir. Sermaye yapısında borç oranının arttırılması ile iflas olasılığının arttığı bir gerçektir. Ayrıca borç verenler açısından işletmenin iflas maliyetlerini düşürmek üzere çeşitli zorunlu kısıtlamalar ortaya konulabilmektedir. Bu kısıtlamalar aynı zamanda işletmenin yeni yatırımlarda esnek olabilmemesini ve esnek kararlar alabilmesini önlemektedir. Bu açıdan ödünleşme teorisi iflas maliyeti ile borçlanmanın avantajlarının dengelendiği optimal sermaye yapısını bulmaya çalışmaktadır (Buvanendra vd., 2017; Alves vd., 2015; Adusei & Obeng, 2019).

Vekalet teorisi bakış açısı ile optimal borçlanma düzeyine ilişkin çalışmalarda üç farklı seviyede borçlanma düzeyi ele alınmıştır. Bunlardan birincisi yöneticinin beklentisinden daha düşük seviyede borçlanma düzeyi ki bu seviye en düşük borçlanma düzeyi olarak ele alınmaktadır. İkinci seviye ortakların beklentilerinin üzerinde bir borçlanma düzeyidir. Bu seviyede bir borçlanma işletmenin riskini ve dolayısıyla iflas maliyetlerini yükseltecektir. Üçüncü ve son düzey ise yönetici ile ortakların beklentileri arasındaki düzeydir. Bu düzeyde bir borçlanma iki taraf arasındaki çatışma düzeyini arttıracığı için kurumsal yönetimin başarısı da bu düzeyde ortaya çıkacaktır (Liao vd., 2015).

### 1.2.2. Serbest Nakit Akışı Teorisi

Michael Jensen, 1986 yılında yayınladığı çalışmasında vekâlet teorisine farklı bir açıdan yaklaşmış ve serbest nakit akışlarının varlığının vekâlet problemlerine daha fazla yol açtığını savunduğu serbest nakit akış teorisini ortaya koymuştur (Damodaran, 2015:313). Jensen (1986), yöneticinin nakit akışlarını kar payı olarak dağıtarak ya da hisse senedi geri alarak kullanmayı tercih etmediği takdirde serbest nakit akışlarını, kontrolü altındaki varlıkları genişletmek amacıyla düşük getirili projelerde ya da şirket içinde ziyan edeceğini savunmuştur (Demirci, 2017).

Serbest nakit akışı teorisine göre borçlanma yöneticilerin verdikleri sözleri tutma konusunda daha disiplinli olmalarını sağlayacaktır. Bununla birlikte borçlanma, işletme sahiplerine de iflas durumunda mahkemede yöneticilere karşı haklarını koruyacak ve yöneticilerin verdikleri sözleri tutmadığını ispatlayabilecek bir yöntem sunmaktadır. Bu durum aynı zamanda yöneticiler ile işletme

sahipleri arasındaki vekalet maliyetini de dūřürecektir. Bununla birlikte bu önerme borçlanmanın her zaman artarak devam etmesi anlamına da gelmemektedir. Borçlanma oranı arttıkça ödünleşme teorisin belirtilen iflas maliyetleri artacak ve bu durum borç verenler ile özkaynak verenler arasındaki vekalet maliyetlerini de arttıracaktır (Jensen, 1986; Heng vd., 2012). Sonuç olarak kendi menfaatleri doğrultusunda hareket eden yöneticiler serbest nakit akışı kullanacak bu da yeniden yatırım maliyetlerini arttıracaktır. Bu strateji özellikle ortakların yönetimde olmadığı ve vekalet probleminin yaşandığı durumda çoğunlukla kanıtlanmıştır (Granado-Peiró & Lopez-Gracia, 2017).

### 1.2.3. Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Finansman hiyerarşisi teorisi ilk defa Myers & Majluf (1984) ve Myers (1984) alışmaları ile ortaya konulmuş olup ödünleşme teorisinin alternatifi olarak görülmüştür. Farklı koşullara göre değişen finansman hiyerarşisi teorisi, bilgi asimetrisinden dolayı ortaya çıkan koşullar nedeniyle işletme finansmanında kullanılacak kaynakların öncelik sıralamasına dayanmaktadır (Sayılğan, 2017:344). Bilgi asimetrisi nedeniyle dış finansman yoluyla finanse edilecek bir yatırımda yatırımcıların bu yatırımı dūřük değerlemesi ve bunun sonucu olarak yatırımı gerçekleştirmemesi söz konusu olabilecektir. Asimetrik bilginin fazla olması işletmeyi daha fazla dağıtılmayan kar kullanımına yönlendirecektir (Agha vd., 2013). Aynı zamanda asimetrik bilginin az olduğu bir ortamda ise borç kullanımı artacaktır. Yeni öz sermaye ve uzun dönemli borç gibi yüksek riskli finansman araçları kısa dönemli borç gibi daha dūřük riskli finansmana göre bilgi asimetrisinden daha fazla etkilenmektedir (Adusei & Obeng, 2019).

Finansman hiyerarşisi teorisine göre işletmeler optimal sermaye yapısına belirli bir prensipler ve seçim süreci ile ulaşabilmektedir. Teoriye göre dış finansmanın fayda ve maliyeti ödünleşme teorisi bağlamında dikkate alındığında iç finansman yönteminin maliyetine göre daha az önemlidir. Bu teoride dağıtılmayan karların borçlanmadan önce, kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlardan önce ve borçlanmanın özkaynaklardan önce tercih edildiği öngörüsü vardır. Finansman hiyerarşisinde tek bir optimum sermaye yapısı bulunmamakta olup optimum sermaye yapısı kaynakların maliyeti ile finansmana erişim kolaylığı sınırları arasında belirlenmiştir (Agha vd., 2013; Adusei & Obeng, 2019; Alves vd., 2015).

### 1.3. Yönetim Kurulu Yapısı ve Sermaye Yapısı

Kurumsal yönetim anlayışının gelişmediği ölkelerde kriz riskleri daha fazla gözükmemektedir. Örneğin işletmelerin yüksek borçlanma oranına sahip olması yada kötü kurumsal yönetimin göstergesi olarak kısa dönemli borçlarının çok yüksek olması krizlere neden olacaktır. 1997 Asya finansal krizi ve 2008 küresel finansal krizi firmaların yanlış finansal kararlarının sonucu olarak gösterebilecek iki önemli örnektir (Detthamronga vd., 2017). Bu nedenle kurumsal yönetim bakış açısından finansman kararları hayati önem taşımaktadır. Firma ile sermaye sağlayıcıları arasındaki anlaşma; şirketi kimin kontrol edeceği ve herhangi bir başarısızlık durumunda paydaşlar ile tahvil sahiplerini bu durumun nasıl etkileyeceğini belirlemektedir (Ibrahim & Zulkafli, 2018). Kurumsal yönetim ilkelerinin

uygulanması işletmelerin sermaye yapılarının da daha hesap verilebilir ve işletmenin menfaatlerine uygun şekilde oluşmasına katkı sağlamaktadır.

Sermaye kararlarında yöneticilerin rolü dikkate alındığında yöneticilerin kararlarını izleyen ve onaylayacak olan mekanizma olarak yönetim kurulları sermaye yapısı kararları üzerinde önemli etkiye sahiptir (Doan & Nguyen, 2018). Kurumsal yönetimin sermaye yapısı üzerinde etkisini yönetim kurulu bağlamında ele alan çalışmalarda yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye sayısı, sahiplik temsili, icrada bulunmayan üye sayısı ve CEO/YK başkanı ikili görevi gibi hususlar ele alınmıştır. Bu çalışmaların bir çoğunda yönetim kurulu yapısı ile sermaye yapısı arasında ilişki bulunurken (Heng vd., 2012; Alves vd., 2015; Ishak vd., 2011; Sheikh & Wang, 2012) az da olsa bazı çalışmalarda yönetim kurulu ile sermaye yapısı arasında ilişki bulunmamıştır (Detthamronga vd., 2017). Yönetim kurulu yapılarının sermaye yapısı üzerine etkisini inceleyen çalışmalar yönetim kurulunun nicel özelliklerini ele aldığı gibi performans ve yetkinlik gibi nitel özelliklerini ele alan çalışmalar da bulunmaktadır. Ancak nitel özelliklerin belirlenmesi konusunda halka açık bilgilerin kısıtlı olması önemli bir kısıt oluşturmakta olup nicel boyutlara erişim ve ölçüm daha mümkün olmaktadır (Kassim vd., 2013). Bu kapsamda literatürde yönetim kurulunun yapısal boyutları üzerine yapılan çalışmalar ve hangi boyutların ele alındığı tablo-1'de gösterilmektedir.

Kurumsal yönetimin sermaye yapısı üzerinde etkisini inceleyen çalışmaların temel aldığı en önemli nokta vekâlet sorunu ve bu sorunun çözümünü esas alan ilkelerden oluşmaktadır. İşletmelerin vekalet sorununu azaltılması konusunda yapılan çalışmalar, iç kurumsal yönetim mekanizması olarak yönetim kurulu yapısı ve yönetim kurulunun bağımsızlığı üzerinde durmaktadırlar. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yoğunlukta olduğu işletmelerde yönetim kurulunun daha güçlü hale geldiği ve özellikle CEO/yönetim kurulu başkanı görev ikiliğinin daha az ortaya çıktığı gözlenmiştir (İbrahim & Zulkafli, 2018). Bu açıdan yönetim kurullarının yapısı birbiri ile ilişkili hususları barındırmaktadır. Örneğin yönetim kurulu üye sayısının artması kurulun yeteneklerinin, cinsiyet çeşitliliğinin ve farklı uyruktaki üye sayısının da artması anlamına gelmektedir (Ghasemi & Razak, 2016).

Sermaye yapısını yönetim kurulu ile ilişkilendiren çalışmaların temel noktası borç özkaynak arasındaki oranın ortaya konulmasını esas almıştır (Berger vd., 1997; Sheikh & Wang, 2012). Bununla birlikte gerek serbest nakit akış teorisi gerekse finansman hiyerarşisinin ortaya koyduğu üzere kısa ve uzun dönemli borçların oranı da yönetim kurulu yapısı ile değişim gösteren sermaye yapısı boyutlarıdır (Sheikh & Wang, 2012 ; Tarus & Ayabei, 2016). Yüksek borçlanma oranı ile iyi kurumsal yönetim ilkeleri arasında ilişki bulunduğu dair çeşitli teorik çalışmalar yapılmıştır (Liao vd., 2015). Borçlanmaya ilişkin finansal araçlar ile kurumsal yönetim ilkeleri ve yönetim kurulu yapısı arasında da bir ilişki söz konusudur. Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde banka kredisi kullanımının diğer borçlanma yöntemlerine göre daha fazla kullanıldığı görülmüştür. Bu şekilde işletmeler ile ride değişecek ekonomik koşullar ile birlikte yeniden yapılandırma olasılığını da göz önüne almaktadırlar (Granado-Peiró & Lopez-Gracia, 2017; Damodaran, 2015:294).



**Tablo-1: Yönetim Kurulu Yapısal Boyutlarına İlişkin alışmalar**

Boyut	Yazar
Yönetim Kurulu Üye Sayısı	Buvanendra vd.(2017), Heng vd.(2012), Tarus & Ayabei (2016), Jensen (1983), Sheikh & Wang (2012), Granado-Peiró & Lopez-Gracia(2017), Alves vd., 2015, Ibrahim & Zulkafli(2018)
Yönetim Kurulunda İcrada Bulunmayan Üye Oranı	Heng vd.(2012), Buvanendra vd.(2017)
Bağımsız Üye Oranı	Alves vd.(2015), Heng vd (2012), Berger vd.(1997), Sheikh & Wang(2012), Granado-Peiró & Lopez-Gracia(2017), Ibrahim & Zulkafli(2018), Liao vd.(2015), Detthamronga vd.(2017), Tarus & Ayabei (2016)
CEO-Yönetim Kurulu Başkanı Görev İlişiği	Heng vd.(2012), Alves vd.(2015), Buvanendra vd.(2017), Liao vd.(2015), Detthamronga vd.(2017), Tarus & Ayabei(2016), Sheikh & Wang (2012)
Kadın Üye Oranı	Alves vd.(2015), Adusei & Obeng(2019), Elmagrhi vd.(2018)
Yabancı Uyruklu Üye Oranı	Elmagrhi vd.(2018)

### 1.3.1. Yönetim Kurulu Üye Sayısı ve Sermaye Yapısı

Yönetim kurulu üye sayısı ile sermaye yapısı arasında ilişki hususu yönetim kurullarının sermaye yapısı üzerindeki etkisini araştıran çalışmaların tamamına yakınında yer almaktadır. Genellikle yapılan çalışmalarda yönetim kurulu üye sayısı ile optimal sermaye yapısı arasında anlamlı bir ilişki bulunmuştur (Buvanendra vd., 2017). Ancak bununla birlikte yapılan çalışmalardan çok farklı sonuçlar da elde edilmiştir. Yönetim kurulu üye sayısının artması yöneticiler üzerinde daha fazla borçlanma yönünde etki oluşturacağı öne sürölen alışmalar(Heng vd., 2012) bulunmakla birlikte yönetim kurulu üye sayısının az olmasının daha etkin bir yönetim kurulu oluşturacağı ve bunun sonucu olarak da borçlanma oranının artacağını ileri süren çalışmalar da(Tarus & Ayabei, 2016) mevcuttur.

Etkin bir faaliyet ortaya koyma ve yüksek performans gösterme noktasında yönetim kurulu üye sayısına ilişkin farklı değerler ileri sürölmüştür. Jensen(1983)'e göre etkin yönetim kurulu üye sayısı 7-8 iken Detthamronga vd.(2017)'e göre 5 ila 12 arasında değişmektedir. Ayrıca bazı çalışmalar işletmenin büyüklüğü, bulunduğu sektör ve karmaşıklığına bağlı olarak yönetim kurulu üye sayısının değişebileceği sonucuna da ulaşmıştır(Detthamronga vd., 2017). Farklı boyutlardan ele alınan yönetim kurulu üye sayısı çalışmaları bulunmaktadır. Sermaye yapısına etkisi noktasında üç boyut üzerinden yönetim kurulu üye sayısı ele alınmaktadır. Birinci boyut borçlanma oranını ele almaktadır. Alves vd.(2015), Sheikh & Wang(2012) ve Ibrahim & Zulkafli(2018) tarafından yapılan çalışmalarda yönetim kurulu üye sayısı ile borçlanma oranı arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. İkinci boyut ile ilgili olarak Sheikh & Wang(2012) tarafından yapılan çalışmada Pakistan'da faaliyet gösteren 155 şirket incelenmiş olup bu şirketlerin uzun dönemli borçlarının toplam borçlar içindeki oranı ile yönetim kurulu üye sayısı arasında pozitif ilişki elde edilmiştir. Üçüncü boyut olarak Bununla yönetim kurulu üye sayısı ile banka kredisi ve tahvil oranlarına ilişkin çalışma yapılmamış ancak daha önce Alves vd.(2015) tarafından yapılan çalışmada bu değişkenin de ele alınmasının faydalı olacağı önerilmiştir.

Yönetim kurulu üye sayısı ile borçlanma oranı arasındaki ilişkiyi ele alan Berger vd.(1997), Granado-Peiró & Lopez-Gracia(2017) ve Heng vd. (2012) tarafından yapılan çalışmalarda yönetim

kurulu üye sayısı ile borçlanma oranı arasında negatif ilişki bulunmuştur. Bununla birlikte Buva-nendra vd.(2017) tarafından Hindistan ve Sri Lanka'da toplam 180 işletme üzerine yapılan çalışmada yönetim kurulu üye sayısı ile borçlanma oranı arasında bir ilişki bulunamamıştır. Yönetim kurulu üye sayısına ilişkin yapılan çalışmalarda farklı bölgeler esas alınmış ve bu farklı bölgelerde borçlanma oranına etkileri farklı sonuçlar vermiştir. Bununla birlikte yapılan çalışmalarda üzerinde du-rulan husus yönetim kurulu üye sayısının artmasının finansal tabloların daha şeffaf ve doğru oluş-masına katkı sağlayacağına yöneliktir. Bilgi asimetrisinin azalması ile borçlanma oranının artması, kısa/uzun vade borçlanma oranlarının azalması(Alves vd., 2015) ve yine bilgi asimetrisinin azalması nedeniyle banka kredilerinin toplam borçlar içindeki oranının azalması beklenmektedir.

H1a: Yönetim kurulu üye sayısı arttıkça borçlanma oranı da artacaktır.

H1b: Yönetim kurulu üye sayısı arttıkça kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı azalacaktır.

H1c: Yönetim kurulu üye sayısı arttıkça banka kredilerinin toplam borçlar içindeki oranı azalacaktır.

### 1.3.2. Yönetim Kurulunda İcra Bulunmayan Üye Oranı ve Sermaye Yapısı

İşletme yöneticilerinin serbest nakit akışını kullanma yönünde bir eğiliminin olduğu ve bu eği-limin sonucu olarak daha az borçlanmayı tercih ettikleri konusunda teoriler bulunmaktadır(Jensen, 1986). Jensen (1986) tarafından ortaya konulan teorinin yönetim kurulu üzerindeki etkisine ilişkin araştırmalar yapılmaktadır. Bu konuda yapılan çalışmalarda özellikle icra kurulunda bulunmayan üye oranının artışı ele alınarak borçlanma oranı ile ilişkisi incelenmiştir.

İcra kurulunda bulunmayan yönetim kurulu üye oranının artışı yönetim kurulunun daha bağımsız ve güçlü olmasını sağlamaktadır. Güçlü yönetim kurulu yapısı yöneticinin kurulu tahakküm altına almasını önler ve vekalet sorununu en aza indirir. Bu durumun riskli menkul kıymetlerin kul-lanımını arttırması beklenmektedir(Doan & Nguyen, 2018). Finansman hiyerarşisi teorisinde ise şirketlerin ilk tercihleri dağıtılmayan kar yönünde olmaktadır. Serbest nakit akışı teorisine(Jensen, 1986) göre de yöneticiler dağıtılmayan karları kullanma yönünde istekli olacaklardır. Diğer taraftan ödünleşme teorisi bakış açısından da yöneticilerin borçlanma yerine serbest nakit akışını kullanması daha az disiplinli olmalarına ve daha esnek davranmalarına neden olacaktır.

İcra kurulunda bulunmayan üye oranı ile sermaye yapısı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalardan Heng vd. (2012) tarafından yapılan çalışmada icra kurulunda bulunmayan üye oranı ile borçlanma oranı arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Bununla birlikte Buva-nendra vd.(2017) tarafından 180 işletme üzerine yapılan çalışmada icra kurulunda bulunan üye sayısı ile borçlanma oranı arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Yönetim kurulu yapısının sermaye yapısı üzerine etkisini inceleyen çalışmalarda çoğunlukla borçlanma oranı ele alınmış olup borçların uzun veya kısa vadeli olması ile banka kredisi veya tahvil oranlarına ilişkin çalışma konusunda eksiklik bulunmaktadır.

Sermaye yapısı teorileri dikkate alındığında yöneticilerin daha az bulunduğu yönetim kurullarına sahip işletmelerin daha fazla borçlanma oranına sahip olması beklenmektedir. Özellikle finansman

hiyerarşisi(Myers, 1984) gereği icra kurulunda bulunmayan üye oranının artması ile şletmelerin daha fazla uzun dönemli borçlanma ve tahvil kullanmaları beklenmektedir.

H2a: İcra kurulunda bulunmayan üye oranı arttıkça borçlanma oranı da artacaktır.

H2b: İcra kurulunda bulunmayan üye oranı arttıkça kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı azalacaktır.

H2c: İcra kurulunda bulunmayan üye oranı arttıkça banka kredilerinin toplam borçlar içindeki oranı azalacaktır.

### 1.3.3. Yönetim Kurulu Bağımsız Üye Oranı ve Sermaye Yapısı

Yönetim kurullarında bağımsız üyelerin şletmenin performansına ve sermaye yapısına yönelik etkilerine ilişkin çalışmalar son yıllarda giderek artmaktadır. Özellikle bağımsız yönetim kurulu üye sayısına ilişkin Türkiye’de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından konulan zorunluluklar da bu durumun sonuçlarını inceleme zorunluluğu ortaya çıkarılmıştır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sayısının toplam üye sayısına göre artışı şletmenin daha fazla şefflaşması ve sermaye piyasalarına daha kolay erişimini sağlamaktadır. İşletmenin daha fazla şefflaşması ve sermaye piyasasına erişiminin artması, şletmenin aynı zamanda daha fazla ve daha kolay borçlanması anlamına da gelebileceği görüşleri ortaya konulmuştur(Heng vd., 2012). Ayrıca sermaye piyasalarına kolay erişimin sağlanması banka kredilerinin toplam borçlar içindeki oranın düşecek olması sonucunu doğuracaktır.

İşletmelerde yönetim kurullarında bağımsız yönetim kurulu üye oranının artışı asimetric bilginin azalması anlamına gelmektedir. Asimetric bilginin az olması daha az dağıtılmayan kar kullanılması anlamına gelmektedir. Bununla birlikte özellikle Türkiye gibi aile şirketlerinin yoğunlukta olduğu ölkelerde borç kullanımının düşük olduğu gözlenmektedir. Bunun en önemli nedenlerinden biri yönetimde de aile etkisinin devam ediyor olmasıdır(Granado-Peiró & Lopez-Gracia, 2017; Alves vd., 2015). Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ortakların menfaatlerini maksimize etme yönünde etkinlik gösterip göstermediği hususunda çeşitli sorular ve tartışmalar söz konusudur. Diğer bir ifade ile bağımsız yönetim kurulu üyelerine yönelik olarak yapılan çalışmalarda araştırmacılar, bu üyelerin ortakların menfaatlerinin arttırmak üzere karar verme ve yöneticileri izleme görevlerini etkin bir şekilde yerine getirip getirmediiklerini tartışmaktadırlar. Özellikle bağımsız üye oranı ile borçlanma oranı arasındaki ilişki henüz tam olarak net bir sonuca ulaştırılmamıştır. Genellikle bağımsız yönetim kurulu üyesinin yoğun olduğu kurulların daha güçlü olduğu ve daha güçlü kurulların ise daha fazla borç, özellikle uzun dönemli borç ve daha az banka kredisi kullandığı değerlendirilmektedir(-Tarus & Ayabei, 2016).

Bağımsız yönetim kurulu üye oranları sermaye yapısı üzerinde yönetim kurulu yapısının etkisini incelenen çalışmaların bir kısmında ele alınmıştır. Yapılan bu çalışmaların büyük çoğunluğunda yönetim kurulu bağımsız üye oranı ile sermaye yapısı arasında pozitif bir ilişki bulunurken (Alves vd., 2015; Sheikh & Wang, 2012; Granado-Peiró & Lopez-Gracia, 2017, Ibrahim & Zulkafli, 2018; Liao vd., 2015; Detthamronga vd., 2017; Tarus & Ayabei, 2016) bazı çalışmalarda negatif veya hiç ilişki bulunmamıştır (Berger vd.,1997; Heng vd., 2012)

H3a: Bağımsız yönetim kurulu üye oranı arttıkça borçlanma oranı da artacaktır.

H3b: Bağımsız yönetim kurulu üye oranı arttıkça kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı azalacaktır.

H3c: Bağımsız yönetim kurulu üye oranı arttıkça banka kredilerinin toplam borçlar içindeki oranı azalacaktır.

#### 1.3.4. CEO-Yönetim Kurulu Başkanı Görev İkiliği ve Sermaye Yapısı

İşletmelerde kurumsal yönetim gereği giderek azalmış da olsa CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı üye olması durumu halen karşılaşılan bir gerçekliktir. Bu durumun yaşandığı işletmelerin çeşitli parametreler açısından diğer işletmelere göre başarı durumunu inceleyen çeşitli çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmalardan bazıları da sermaye yapısı üzerine etkisini ele almaktadır. Jensen(1986) tarafından ortaya konulan serbest nakit akışı teorisine göre işletme yöneticileri daha az borçlanma yönünde ağırlık gösterecektir. Bu şekilde başarısız görünme olasılığının daha düşük olacağı sonucu çıkarılmıştır. CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması durumu işletmenin borçlanma kararlarını da etkilemektedir. Özellikle yönetim kurulu başkanının bağımsız ve yetkin kişilerden oluştuğu işletmelerin daha kolay kredi sağlayabildikleri görülmektedir(Bin-Sariman vd., 2016).

Kassim vd.(2013) tarafından yapılan çalışmada yönetim kurulu başkanının sermaye yapısı üzerinde etkisi ortaya konulmuş olmakla birlikte yönetim kurulu başkanının performansının da sermaye yapısı üzerinde etkisi olduğu sonucu çıkarılmıştır. Bu etkinin borçlanma yönünde pozitif şekilde gerçekleştiği sonucu çıkarılmıştır. Yönetim kurulu başkanının ikili görevinin bulunmasının sermaye yapısı üzerine etkisini inceleyen çalışmalarda görev ikiliğinin bulunmamasının sermaye yapısı üzerinde pozitif ilişkisi olduğu sonucuna ulaşan çalışmalar (Alves vd., 2015; Buvanendra vd., 2017; Liao vd., 2015; Detthamronga vd., 2017; Tarus & Ayabei, 2016) ağırlıktadır. Bununla birlikte Heng vd. (2012) tarafından yapılan çalışmada negatif ilişki bulunurken Sheikh & Wang(2012) tarafından yapılan çalışmada bir ilişki bulunamamıştır.

Yapılan araştırmalarda(Liao vd., 2015; Buvanendra vd., 2017; Alves vd., 2015) yönetim kurulu başkanının performansının aynı zamanda icra görevi ile birlikte düşebileceği bunun sonucu olarak da borçlanma düzeyinin azalabileceği sonucu çıkarılmıştır. Ayrıca başka bir bakış açısı ile de yönetim kurulu başkanının aynı zamanda CEO olması durumunda CEO'nun kurulun politikalarına yön vermesi ve toplantı gündemi ile kurulu etkilemesi durumları söz konusu olabileceği ve bunun da borçlanma oranının düşmesi yönünde etki edeceği sonucu çıkarılmıştır(Tarus & Ayabei, 2016). Sonuç olarak yönetim kurulu başkanının icradan bağımsız olmasının şirketin borçlanma düzeyini arttıracığı düşünülmektedir. Ayrıca finansman hiyerarşisi teorisi(Myers, 1984) dikkate alındığında yönetim kurulu başkanının ayrışmasının uzun dönemli borçlanma üzerinde pozitif etki oluşturacağı beklenmektedir.

H4a: CEO/Yönetim kurulu başkanı görev ikiliği ile borçlanma oranı arasında negatif ilişki bulunmaktadır.

H4b: CEO/Yönetim kurulu başkanı görev ikiliği ile kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı arasında pozitif ilişki bulunmaktadır.

H4c: CEO/Yönetim kurulu başkanı görev ikiliği ile banka kredilerinin toplam borçlar içindeki oranı arasında pozitif ilişki bulunmaktadır.

### 1.3.5. Yönetim Kurulunda Kadın Üye Oranı ve Sermaye Yapısı

Kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında son yıllarda üzerinde durulan önemli noktalardan biri de yönetim kurullarında ve çalışanlar arasında cinsiyet eşitliğinin sağlanmasıdır. Özellikle yönetim kurullarında kadın üye oranlarının arttırılmasına yönelik yasal düzenlemeler ve toplumsal faaliyetler artmaktadır.

Alves vd.(2015) tarafından yapılan çalışmada yönetim kurulunda daha eşit sayıda cinsiyet dağılımının daha fazla borçlanmaya yönelik sermaye yapısı oluşturduğu ve bu borçlanma içinde uzun dönemli borçlanma oranının da kadın üye oranı ile arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Adusei & Obeng(2019)'a göre ise kadın yönetim kurulu üye oranının artması borçlanma yerine daha fazla dağıtılmayan kar kullanımına yöneltirken özkaynak yerine de daha fazla borç kullanımına neden olmaktadır. Bununla birlikte kadın üye oranının artışı ile halka açık bilgi paylaşımının artacağı, bunun sonucu olarak bilgi asimetrisinin azalması ile daha fazla dış kaynak kullanımına neden olacağını da söyleyebiliriz. Bu bakış açısı ile kadın üye oranındaki artışı ile kısa dönemli borçlanma arasında negatif bir ilişki olduğunu söyleyebiliriz (Adusei & Obeng, 2019). Elmagrhi vd.(2018) tarafından yapılan çalışmada ise farklı cinsiyetten oluşan yönetim kurulları ile borçlanma oranı arasında negatif bir ilişki ortaya konulmuştur. Bununla birlikte araştırmaların büyük çoğunluğu dikkate alındığında kadın yönetim kurulu üye sayısının az olduğu sektörlerde kadın üye oranlarındaki artışlar işletmelere daha bağımsız ve farklı bakış açısı sunması sonucunda sermaye piyasalarına daha kolay erişim sağlayacaktır. Serbest nakit akışı teorisine göre daha bağımsız bir yapıya sahip olan yönetim kurulu yönetici üzerinde daha fazla baskı oluşturacak sermaye araçlarını tercih edecektir(Alves vd., 2015).

H5a: Yönetim kurulunda kadın üye oranı arttıka borçlanma oranı da artacaktır.

H5b: Yönetim kurulunda kadın üye oranı arttıka kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı azalacaktır.

H5c: Yönetim kurulunda kadın üye oranı arttıka banka kredilerinin toplam borçlar içindeki oranı azalacaktır.

### 1.3.6. Yönetim Kurulunda Yabancı Uyruklu Üye Oranı ve Sermaye Yapısı

Yönetim kurullarında faaliyet gösterdikleri ülke dışındaki üyelerin etkileri konusu üzerinde yeni çalışılmaya başlanılan ve çok az incelenen bir husustur. Serbest nakit akışı ve ödünleşme teorisi dikkate alındığında yöneticinin izlenmesi ve faaliyetlerinin denetlenmesi hususlarında dışarıdan farklı bir bakış açısının bulunması önem taşımaktadır. Yapılan çalışmalarda yabancı üye oranının

borçlanma oranı üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu sonucu bulunmakla birlikte(Elmagrhi vd., 2018) bu konuda farklı piyasalarda yeni çalışmalar yapılması literatüre önemli katkılar sağlayacaktır.

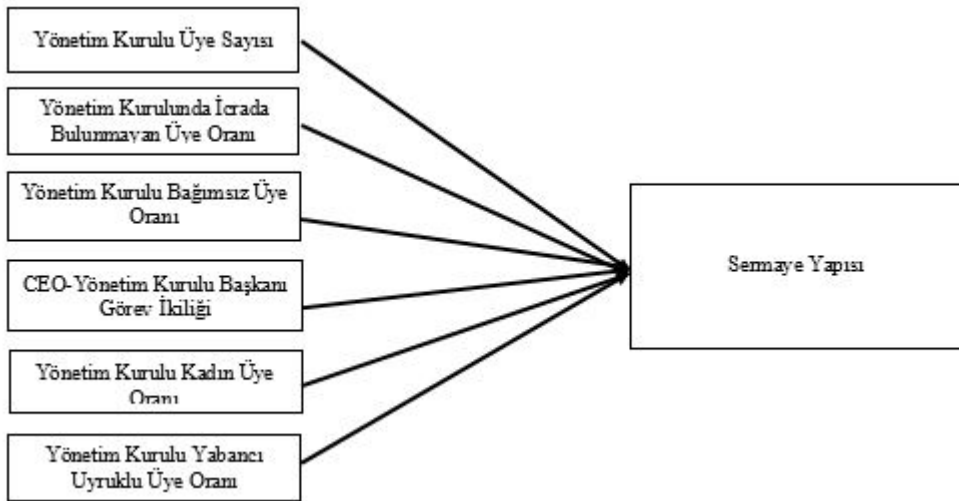
H6a: Yönetim kurulunda yabancı uyruklu üye oranı arttıkça borçlanma oranı da artacaktır.

H6b: Yönetim kurulunda yabancı uyruklu üye oranı arttıkça kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı azalacaktır.

H6c: Yönetim kurulunda yabancı uyruklu üye oranı arttıkça banka kredilerinin toplam borçlar içindeki oranı azalacaktır.

Yönetim kurulu yapısının sermaye yapısı üzerine etkisine ilişkin hipotezler geliştirilmiş olup bu kapsamda bu çalışmaya özgü olarak oluşturulan özgün model şekil-1'de sunulmuştur.

Şekil-1: Yönetim Kurulu Yapısı ile Sermaye Yapısı İlişkisi



## 2. Metodoloji ve Bulgular

Araştırma kapsamında Türkiye'de halka açık şirketlerin işlem gördüğü Borsa İstanbul'da piyasa değeri ve işlem hacmi bakımından en büyük 100 şirketin esas alındığı BİST 100 endeksi incelenmiştir. İnceleme yapılan dönem 2014 ile 2018 yılları arası olmak üzere 5 yıl olarak belirlenmiştir. Son işlem yılı olan 2018 yılı baz alınarak güncel en son verilerin esas alınması hedeflenmiştir. 2014-2018 yılları arasında BİST 100 endeksinde bulunan işletmelerde bazı değişiklikler olmuş olup bu 5 yıllık dönem boyunca endekse girmiş veya çıkmış olan işletmeler değerlendirmeye alınmamıştır. Belirlenen dönem içerisinde BİST 100'de faaliyet gösteren 63 işletme araştırma kapsamına alınmıştır. Dönemin 5 yıl ile sınırlandırılmasının nedeni ise dönemin arttırılması durumunda incelemeye alınacak şirket sayısının çok az kalacak olmasıdır(Heng vd., 2012).

Önceki alışmalar dikkate alınarak(Heng vd., 2012; Alves vd., 2015) yönetim kurulu yapısına ilişkin belirlenen değişkenlerin ölçümü Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden ilan edilen yönetim kurulu bilgileri dikkate alınmıştır. Bağımlı değişken olan sermaye yapısı konusunda ise daha önceki çalışmalarda ortak olarak ele alınan borç/özkaynak oranı yanında kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı da ele alınmıştır(Tarus & Ayabei, 2016). Bununla birlikte ele alınan bir diğer bağımlı değişken ise Alves vd.(2015) tarafından önerilen banka kredilerinin toplam borçlara olan oranıdır. Bağımlı değişkenlere ilişkin veriler şirketlerin konsolide finansal raporları üzerinden elde edilmiştir. Bu raporların bağımsız denetçiler tarafından onaylanmış olmasına özellikle dikkat edilmiştir. Elde edilen veriler incelendiğinde Türkiyede faaliyet gösteren 3 spor kulübünün özkaynaklarının negatif olduğu bu da borç batığında olan bu şirketlerin analizlerde hatalı sonuçlar çıkarma riski olduğunu göstermiştir. BİST 100 endeksinde yer alan 63 firmadan bu 3 spor kulübü şirketleri çıkarılarak toplam 60 firma üzerinde analiz yapılmıştır. Bu firmaların; 15'i sanayi-kimya, 7'si bankacılık, 7'si otomotiv, 7'si de holding olmak üzere çeşitli alanlarda faaliyet gösteren şirketlerden oluşmaktadır.

Ele alınan bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlamalar yapılmak üzere borç özkaynak oranı için BORC\_OZK; kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı için KISA\_UZU; kredilerin toplam borçlar içindeki oranını bulmak üzere KRD\_BORC; yönetim kurulu üye sayısı için YK\_UYE; icra kurulunda bulunmayan yönetim kurulu üyesi oranı için ICRA\_UYE; bağımsız yönetim kurulu üye oranı için BAG\_UYE; CEO ve yönetim kurulu görev ikiliği bulunmamasına ilişkin CEO\_YK; kadın yönetim kurulu üye oranı için KADINUYE; yabancı uyruklu üye oranı için YAB\_UYE ifadeleri kullanılmıştır. Bu değişkenlere ilişkin açıklayıcı istatistikler Tablo-2'de verilmiştir. 60 şirket üzerinden toplanan veriler ışığında borç özkaynak oranının ortalaması 2,80 olarak bulunmuştur. ISO 500 şirketleri ile kıyaslandığında bu oranın ISO 500 şirketlerinden daha fazla çıktığı görülmüştür. Kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranını baktığımızda ise 3,49 oranı elde edilmiştir. Bu durum incelenen şirketlerin kısa vadeli borçlarının ağırlıkta olduğunu göstermektedir. Bir diğer bağımsız değişken olan kredilerin toplam borçlara oranında ise oran 0,33 olarak elde edilmiştir.

Çalışma kapsamında elde edilen veriler ile frekans analizi, normallik testi, korelasyon ve çoklu regresyon analizi yapılmıştır. Regresyon modeli ise her bir bağımlı değişken için řu şekilde kurulmuştur:

$$(1) BORC\_OZK_{it} = b_0 + b_1 * YK\_UYE_{it} + b_2 * ICRA\_UYE_{it} + b_3 * BAG\_UYE_{it} + b_4 * CEO\_YK_{it} + b_5 * KADINUYE_{it} + b_6 * YAB\_UYE_{it} + e_{it}$$

$$(2) KISA\_UZU_{it} = b_0 + b_1 * YK\_UYE_{it} + b_2 * ICRA\_UYE_{it} + b_3 * BAG\_UYE_{it} + b_4 * CEO\_YK_{it} + b_5 * KADINUYE_{it} + b_6 * YAB\_UYE_{it} + e_{it}$$

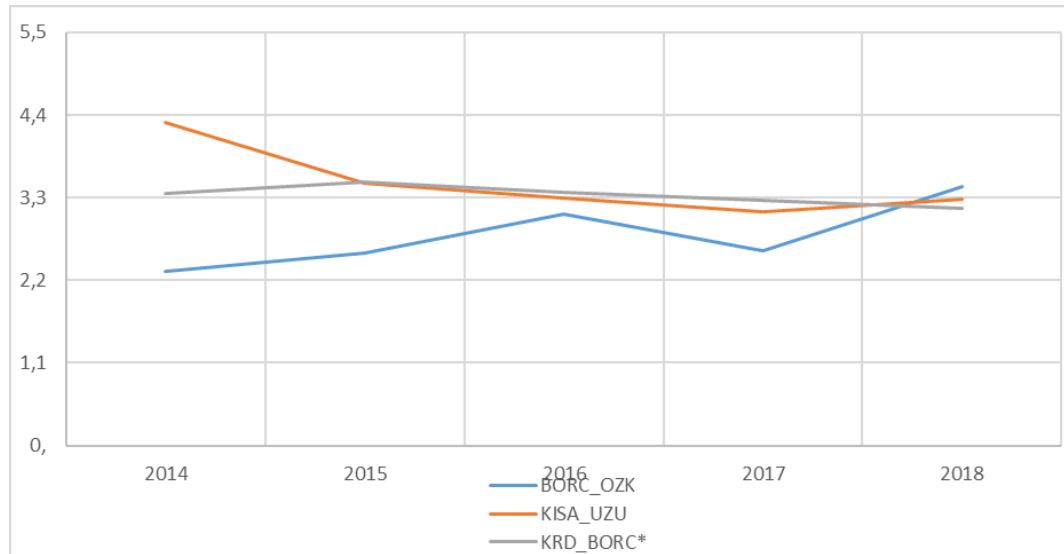
$$(3) KRD\_BORC_{it} = b_0 + b_1 * YK\_UYE_{it} + b_2 * ICRA\_UYE_{it} + b_3 * BAG\_UYE_{it} + b_4 * CEO\_YK_{it} + b_5 * KADINUYE_{it} + b_6 * YAB\_UYE_{it} + e_{it}$$

Tablo-2: Açıklayıcı İstatistikler

Descriptive Statistics												
	N	Range	Minimum	Maximum	Mean		Std.	Variance	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
BORC_OZK	60	12,574	,007	12,581	2,80378	,39530	3,062009	9,376	1,507	,309	1,363	,608
KISA_UZU	60	22,381	,294	22,675	3,49336	,60371	4,676290	21,868	2,605	,309	6,697	,608
KRD_BORC	60	,760	,000	,760	,33326	,02698	,209015	,044	,059	,309	-1,129	,608
YK_UYE	60	12,000	3,000	15,000	8,56667	,33561	2,599652	6,758	-,001	,309	-,075	,608
ICRA_UYE	60	,857	,143	1,000	,85096	,02444	,189341	,036	-2,213	,309	5,652	,608
BAG_UYE	60	,500	,000	,500	,30233	,01240	,096051	,009	-1,492	,309	3,284	,608
CEO_YK	60	1,000	,000	1,000	,85000	,04649	,360085	,130	-2,011	,309	2,114	,608
KADIN_UYE	60	,667	,000	,667	,15255	,01850	,143300	,021	1,075	,309	1,539	,608
YAB_UYE	60	,667	,000	,667	,11021	,02478	,191974	,037	1,492	,309	,706	,608
Valid N (listwise)	60											

Sermaye yapısını belirleyen borç/öz kaynak oranı, kısa dönem borç/uzun dönem borçlar oranı ile kredilerin toplam borçlar içindeki oranına ilişkin yıllar içinde değişim grafiği Şekil 2'de sunulmuştur. Şekilde görüldüğü üzere BİST 100 endeksinde 2014-2018 yılları arasında faaliyet gösteren 60 işletmenin borç öz kaynak oranı zamanla artmıştır. Bununla birlikte kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara olan oranı ile banka kredilerinin toplam borçlara olan oranı azalmıştır.

Şekil-2: Bağımsız değişkenlerin zamanla değişimi



\* 10 katı ile çarpılarak ele alınmıştır.

Bağımlı değişkenler incelendiğinde BİST 100 endeksinde bulunan 60 firmanın ortalama yönetim kurulu üye sayısının 8,5 olduğu görülmüştür. İcra kurulunda bulunmayan üye oranının ise toplam yönetim kurulu üyeleri içinde %85 olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bağımsız yönetim kurulu üye



oranı %30, CEO ve yönetim kurulu görev ikiliği bulunmayan yönetim kurulu oranı %85, yönetim kurulunda kadın üye oranı 0,15 ve yabancı uyruklu üye oranı 0,11 olarak elde edilmiştir. Değişkenlerin dağılımına ilişkin normallik testi yapılmış olup Shapiro-Wilk testi sonucuna göre CEO\_YK dışındakiler 1'e yakın olarak çıkmıştır. Bu sebeple normal dağılımlı olduğu değerlendirilmiştir. Bununla birlikte histogramlar ile bu sonuç desteklenmiştir. CEO\_YK ise görev ikiliği olup olmadığını incelemesi nedeniyle 1 veya 0 sonucuna sahip olmaktadır. Bu sebeple normal dağılması beklenen bir durumdur.

Tablo 3'de regresyon analizine girecek olan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı sorunu olup olmadığı ölçmek üzere korelasyon matrisini oluşturulmuştur. Korelasyon testini gerçekleştirmek üzere Pearson testi kullanılmıştır. Pearson korelasyon katsayıları çoklu bağlantı sorunu çıkarmayacak düzeyde düşük çıkmıştır. Tablo 3 üzerinden yönetim kurulunda icra kurulunda bulunmayan üye oranı ile CEO-yönetim kurulu başkanı görev ikiliği olmaması ve kadın yönetim kurulu üye oranı arasında yakın ilişki bulunmuştur.

**Tablo-3: Korelasyon Matrisi**

		Correlations								
		BORC_OZK	KISA_UZU	KRD_BORC	YK_UYE	ICRA_UYE	BAG_UYE	CEO_YK	KADINUYE	YAB_UYE
BORC_OZK	Pearson Correlation	1	-.124	-.008	.339**	-.203	.193	.153	-.007	-.113
	Sig. (2-tailed)		.345	.950	.008	.121	.139	.243	.958	.391
	N	60	60	60	60	60	60	60	60	60
KISA_UZU	Pearson Correlation	-.124	1	-.313*	-.264*	-.070	-.124	-.269*	-.123	.277*
	Sig. (2-tailed)	.345		.015	.041	.595	.345	.038	.350	.032
	N	60	60	60	60	60	60	60	60	60
KRD_BORC	Pearson Correlation	-.008	-.313*	1	.289*	.231	.127	.324*	.046	-.030
	Sig. (2-tailed)	.950	.015		.025	.076	.333	.011	.728	.819
	N	60	60	60	60	60	60	60	60	60
YK_UYE	Pearson Correlation	.339**	-.264*	.289*	1	.173	.245	.219	.162	.284*
	Sig. (2-tailed)	.008	.041	.025		.187	.060	.093	.215	.028
	N	60	60	60	60	60	60	60	60	60
ICRA_UYE	Pearson Correlation	-.203	-.070	.231	.173	1	-.286*	.382**	-.331**	.119
	Sig. (2-tailed)	.121	.595	.076	.187		.027	.003	.010	.367
	N	60	60	60	60	60	60	60	60	60
BAG_UYE	Pearson Correlation	.193	-.124	.127	.245	-.286*	1	-.026	.292*	-.161
	Sig. (2-tailed)	.139	.345	.333	.060	.027		.842	.023	.220
	N	60	60	60	60	60	60	60	60	60
CEO_YK	Pearson Correlation	.153	-.269*	.324*	.219	.382**	-.026	1	-.164	-.005
	Sig. (2-tailed)	.243	.038	.011	.093	.003	.842		.210	.971
	N	60	60	60	60	60	60	60	60	60
KADINUYE	Pearson Correlation	-.007	-.123	.046	.162	-.331**	.292*	-.164	1	-.147
	Sig. (2-tailed)	.958	.350	.728	.215	.010	.023	.210		.264
	N	60	60	60	60	60	60	60	60	60
YAB_UYE	Pearson Correlation	.113	.277*	-.030	.284*	.119	-.161	-.005	-.147	1
	Sig. (2-tailed)	.391	.032	.819	.028	.367	.220	.971	.264	
	N	60	60	60	60	60	60	60	60	60

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Regresyon modeli (1) incelendiğinde modelin BORC\_OZK ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi %50 oranında açıkladığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Durbin-Watson analizi sonucunda 1,676 sonucu elde edilmiştir. Bu durum bize otokorelasyon sorunu olmadığını göstermektedir. Ayrıca bu model 0,05 önem düzeyinde anlamlı çıkmıştır. Çoklu regresyon analizi ile bağımsız değişkenlerin borç/öz kaynak oranına etkisi analiz edilmiştir. Tablo 4'teki regresyon analizi sonucuna göre 0.05 önem düzeyinde yönetim kurulu üye sayısının borç/öz kaynak oranını pozitif etkilediği görülmüştür. Bu sonuç H1a hipotezinin doğrulandığını göstermektedir. Elde edilen sonuç daha önce Alves vd.(2015), Sheikh & Wang(2012) ve Ibrahim & Zulkafli (2018) tarafından yapılan çalışmalar ile aynı sonuca ulaşıldığını göstermektedir. Bir diğer bağımsız değişken olan yönetim kurulunda icrada

bulunmayan üye oranının borç/öz kaynak oranını negatif yönde etkilediği sonucu 0,05 önem düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Elde edilen sonuç daha önce yapılan çalışmalardan (Heng vd., 2012) farklı olması nedeniyle önem taşımaktadır. Bu sonuca göre H1a hipotezi doğrulanırken, H2a hipotezinin tam tersi sonuç çıkması nedeniyle H2a reddedilmiştir. Bu değişkenler dışında kalan bağımsız üye oranı, CEO/yönetim kurulu başkanı ikili görevinin bulunmaması, kadın üye oranı ve yabancı uyruklu üye oranının borç/öz kaynak oranını etkilemediği sonucu çıkmıştır.

**Tablo-4: Bağımsız Değişkenlerin Borç/öz kaynak Oranına Etkisi**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,981	2,494		1,195	,237
	YK_UYE	,432	,166	,367	2,603	,012
	ICRA_UYE	-6,243	2,306	-,386	-2,708	,009
	BAG_UYE	1,755	4,325	,055	,406	,686
	CEO_YK	1,645	1,125	,193	1,462	,150
	KADIN_UYE	-3,693	2,865	-,173	-1,289	,203
	YAB_UYE	,622	2,085	,039	,298	,767

a. Dependent Variable: BORC\_OZK

Residuals Statistics <sup>a</sup>					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-,32064	6,98318	2,80378	1,525917	60
Residual	-5,27179	7,72169	,00000	2,654708	60
Std. Predicted Value	-2,048	2,739	,000	1,000	60
Std. Residual	-1,882	2,757	,000	,948	60

a. Dependent Variable: BORC\_OZK

İkinci regresyon modelinin 0,05 önem düzeyinde anlamlı olduğu sonucu görülmüştür. Analiz sonucunda bağımsız değişkenlerin KISA\_UZU değişkenini %50 oranında açıkladığı sonucuna ulaşılmıştır. Durbin-Watson testi sonucu 2,33 çıkmış olup bu sonuç otokorelasyon sorunu olmadığını gösteriyor. Tablo 5'te yönetim kurulu üye sayısı ile yabancı uyruklu üye oranının işletmenin kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı üzerinde etkisi olduğu 0,05 önem düzeyinde görülmüştür. Bu etkinin yönetim kurulu üye sayısı için negatif yönde olduğu yani yönetim kurulu üye sayısındaki artışı kısa vadeli borçlar/uzun vadeli borçlar oranını azalttığı görülmektedir. Bu sonuç H1b hipotezinin onaylanması anlamına gelmektedir, daha önce Sheikh & Wang(2012) tarafından yapılan araştırma sonucuna benzer bir sonuç elde edilmiştir. Diğer bağımsız değişken olan yabancı uyruklu üye oranının artışının kısa vadeli borçlar/uzun vadeli borçlar oranını artıracığı sonucu elde edilmiştir. Bu sonuç H6b hipotezinin reddedilmesi anlamına gelmektedir.

Tablo-5: Bağımsız Değişkenlerin Kısa Vadeli Borcun Uzun Vadeli Borca Oranına Etkisi

ANOVA <sup>b</sup>						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	314,884	6	52,481	2,852	,018 <sup>a</sup>
	Residual	975,310	53	18,402		
	Total	1290,194	59			

a. Predictors: (Constant), YAB\_UYE, CEO\_YK, BAG\_UYE, KADINUYE, YK\_UYE, ICRA\_UYE

b. Dependent Variable: KISA\_UZU

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9,412	3,819		2,464	,017
	YK_UYE	-,576	,254	-,320	-2,267	,028
	ICRA_UYE	,290	3,531	,012	,082	,935
	BAG_UYE	1,297	6,624	,027	,196	,846
	CEO_YK	-2,723	1,724	-,210	-1,580	,120
	KADINUYE	-1,825	4,387	-,056	-,416	,679
	YAB_UYE	8,818	3,193	,362	2,761	,008

a. Dependent Variable: KISA\_UZU

Üçüncü bağımlı değişken olan kredi borçlarının toplam borca oranı üzerine yapılan incelemede 0,05 önem düzeyinde modelin anlamlı olmadığı sonucu çıkmıştır. Bu sonuca göre H1c, H2c, H3c, H4c, H5c ve H6c hipotezleri reddedilmiştir.

## Sonuç ve Öneriler

Yönetim kurulu yapısının sermaye yapısı üzerine etkisini inceleyen bu çalışmada yönetim kurulu yapısına ilişkin üye sayısı, kuruldaki icrada bulunmayan üye sayısı oranı, bağımsız yönetim kurulu üyesi oranı, CEO-yönetim kurulu başkanı görev ikiliği olmaması, kadın yönetim kurulu üye oranı ve yabancı uyruklu üye oranları değişkenleri ile sermaye yapısına ilişkin borç/öz kaynak oranı, kısa vadeli/uzun vadeli borç oranları ve kredi borçlarının toplam borçlara olan oranı değişkenleri arasında ilişkiler analiz edilmiştir. BİST 100 işletmeleri üzerinde 2014-2018 yılları arasındaki 5 yıllık dönem incelemeye alınmıştır. İncelenen şirketlerin Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren en büyük 100 işletme olması nedeniyle farklı sektörlerden farklı firmaların değerlendirilmesine imkan tanımıştır. Bu konuda önceki çalışmalarda farklı boyutlar ele alınarak farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bu çalışma, önceki çalışmalarda ele alınan yönetim kurulu yapısına ilişkin değişkenleri bir arada ele alması ve Türkiye'de faaliyet gösteren halka açık şirketleri değerlendirmesi açısından literatüre önemli katkı sağlayacaktır.

Çalışma kapsamında yapılan analizlerde BİST 100'de faaliyet gösteren 60 işletmede ortalama yönetim kurulu üye sayısının 8,5 olduğu görülmüştür, bu sonuç Jensen(1983) tarafından belirtilen etkin yönetim kurulu üye sayısı ile örtüşmektedir. Ayrıca yönetim kurulu yapısına ilişkin elde edilen diğer sonuçlar ise bağımsız yönetim kurulu üye oranının %30, kadın üye oranının %15 ve yabancı uyruklu üye oranının ise %11 olduğudur. Bağımsız değişkenlerden borç/öz kaynak oranı, ele alınan örneklemede ortalama 2,8 olarak gerçekleşirken kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı ise aynı dönemde ortalama 3,49 olarak gerçekleşmiştir. Bu çalışmada kısa vadeli/uzun vadeli borçların oranı ile kredi borcunun toplam borca oranı arasında, yönetim kurulu üye sayısı ile borç öz kaynak oranı arasında, CEO yönetim kurulu başkanı ikili görevi bulunmaması ile kredilerin toplam borçlara

oranı arasında ve kadın üye oranı ile icrada görevi olmayan yönetim kurulu üye oranı arasında güçlü ilişki bulunmuştur. Çalışmada yönetim kurulu yapısına ilişkin değişkenlerin banka kredilerinin toplam borçlar içindeki oranına etkisi olmadığı görülmüştür. Bu sonucun en önemli nedenlerinden birinin gelişmekte olan ülkelerde banka kredileri yerine artan tahvil ihracı olduğu düşünülmektedir.

Araştırma kapsamında incelenen yönetim kurulu üye sayısı artışının borç/özkaynak oranında da artışa neden olduğu sonucu elde edilmiştir. Bununla birlikte icrada bulunmayan üye oranı ile borç/özkaynak arasında negatif ilişki görülmüştür. Kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlar içindeki oranı ise yönetim kurulundaki yabancı üye oranı ve yönetim kurulu üye sayısından etkilenmektedir. Bağımlı değişkenlerden borçların özkaynaklar içindeki oranı artarken, kısa vadeli borçların uzun vadeli borçlara oranı ve kredilerin toplam borçlara olan oranları 2014 yılından 2018 yılına gelindiğinde azalmaktadır.

Bu çalışmada sermaye yapısını etkileyen kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında yalnızca yönetim kurulu yapısına ilişkin hususlar ele alınmıştır. Bununla birlikte sadece yönetim kurulunun performansını da dikkate alan çalışmalar (Ishak, vd., 20119; Sheikh & Wang, 2012) da bulunmaktadır. Bundan sonra yapılacak çalışmaların hem yapısal hem de performans özelliklerini birlikte ele alarak daha fazla işletme üzerinde analiz gerçekleştirilmesi daha farklı sonuçlar verebilecektir.

#### KAYNAKÇA

- ADUSEI, M. & OBENG, E. Y. T. (2019). Board Gender Diversity and The Capital Structure of Microfinance Institutions: A Global Analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 258-269.
- AGHA, J. A., REHMAN, S., BAJURI, N. H., KARAMI, M. & AHMADIMOUSABAD, A. (2013). Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations*, 1(1), 11-18.
- ALVES, P., COUTO, E. B. & FRANCISCO, P. M. (2015). Board of Directors' Composition and Capital Structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32 .
- BERGER, P. G., OFEK, E. & YERMACK, D. L.(1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, (52), 1411-1438.
- BIN-SARIMAN, A. S., ALI, A. & NOR, M. N. M.(2016). Board of Directors' Quality and Firms' Debt Financing: The Moderating Effect of Insider Ownership – Evidence from Omani Firms. *Applied Economics*, 48(5), 402-410.
- BUVANENDRA, S., SRIDHARAN, P. & THIYAGARAJAN, S. (2017). Firm Characteristics, Corporate Governance and Capital Structure Adjustments: A Comparative Study of Listed Firms in Sri Lanka and India. *IIMB Management Review*, 29, 245-258.
- CADBURY (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd. <https://ecgi.global/sites/default/files//codes/documents/cadbury.pdf> adresinden 17/05/2019 tarihinde erişilmiştir.
- CHAABOUNI, I. & JARBOURI, A. (2013). Interaction Board of Directors – Capital Structure: Integrating skills and networks. *Open Journal of Knowledge Management*, <http://www.community-of-knowledge.de/beitrag/interaction-board-of-directors-capital-structure-integrating-skills-and-networks/> adresinden 13/04/2019 tarihinde erişilmiştir.
- DAMODARAN, A.(2015). *Applied Corporate Finance*. John Wiley & Sons Inc, NJ.

- DEMIRCI, S. N. (2017). Serbest Nakit Akışlarının Şirket Değerine Etkisi: Serbest Nakit Akış Teorisi Bağlamında BIST 100 Endeksi Üzerine Dinamik Panel Veri Analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9(2), 283-299.
- DETTAMRONGA, U., CHANCHARATA, N. & VITHESSONTHI, C. (2017). Corporate Governance, Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709.
- DOAN, T. & NGUYEN, N. Q. (2018). Boards of Directors and Firm Leverage: Evidence From Real Estate Investment Trusts. *Journal of Corporate Finance*, 51, 109-124.
- ELMAGRHI, M. H., NTIM, C. G., MALAGILA, J., FOSU, S. & TUNYI, A. A. (2018). Trustee Board Diversity, Governance Mechanisms, Capital Structure and Performance in UK Charities. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(3), 478-508.
- GHASEMI, M. & RAZAK, N. H. A. (2016). Does the Size of Board of Directors and Executives Affect Firm Performance in Malaysian Listed Firms?. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(S6), 1-5.
- GRANADO-PEIRÓ, N. & LOPEZ-GRACIA, J.(2017). Corporate Governance and Capital Structure: A Spanish Study. *European Management Review*, 14, 33-45.
- HEMEDOğLU, E., EVLIYAOğLU, F. & ASLANTAŐ, C. C. (2012). Stakeholder Relationship of ISE 50 Firms in Terms of Corporate Governance: A Corporate Perspective of Stakeholder Theory. *Istanbul Management Journal*, 23(71), 83-99.
- HENG, T. B., AZRBAIJANI, S. & SAN O.T.(2012). Board of Directors and Capital Structure: Evidence from Leading Malaysian Companies. *Asian Social Science*, 8(3), 123-136.
- IBRAHIM, H. A. & ZULKAFI , A. H. (2018). Corporate Governance Mechanisms and Capital Structure Adjustment – A Conceptual Model. *Global Business and Management Research: An International Journal*, 10(3), 392-402.
- ISHAK, Z., MANAF, N. A. A. & KASSIM, A. A.(2011). Quality of Boards of Directors and Capital Structure Decisions in Malaysian Companies. *Corporate Ownership & Control*, 8 (4), 264-274.
- JENSEN, M.C. (1983), *Organization Theory and Methodology*. *The Accounting Review*, 8(2), 319-333.
- JENSEN, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- KASSIM, A. A., ISHAK, Z. & MANAF, N. A. A.(2013). Board Effectiveness and Company Performance: Assessing The Mediating Role of Capital Structure Decisions. *International Journal of Business and Society*, 14(2), 319-338.
- LIAO, L., MUKHERJEE, T. & WANG, W.(2015). Corporate Governance and Capital Structure Dynamics. *The Journal of Financial Research*, 38, 169-191.
- MILLER, M. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, vol.32, 261-275.
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, 261-297.
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M.H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.
- MYERS, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- MYERS, S. C., & MAJLUF, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- ONBULAK, E. (2018). Kurumsal Yönetim ve Türkiye Yansımaları. *Journal of Social Policy Conferences*, 72, 101-126.

- REDDY, K. & LOCKE, S. (2014). The Relationship Between Ownership Structure, Capital Structure and Corporate Governance Practices: A Case Study of Co-operatives and Mutuals in New Zealand. *International Journal of Managerial Finance*, 10(4), 511-536.
- ROCCA, M.L. (2007). The Influence of Corporate Governance on The Relation Between Capital Structure and Value. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 7(3), 312-325.
- SAKARYA, Ş. & ÖZMEN, H. İ. (2008). Türkiye’de Kurumsal Yönetim Sürecinin Gelişimi ve Balıkesir’deki İşletmeler Tarafından Algılanması Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 103-126.
- SAYILGAN, G. (2017). İşletme Finansmanı. Siyasal Yayınevi, Ankara.
- SHEIKH, N. A. & WANG, Z. (2012). Effects of Corporate Governance on Capital Structure: Empirical Evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The international Journal of Business in Society*, 12(5),629-641.
- TARUS, D. K. & AYABEI, E.(2016). Board Composition and Capital Structure: Evidence from Kenya”, *Management Research Review*, 39(9), 1056-1079.
- TÜSİAD.(2002). Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi. Lebib Yalkın Yayınları ve Basım İşleri A.Ş., <https://www.tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/1877-kurumsalyonetim-%09en-iyi-uygulama-kodu—yonetim-kurulunun-yapisi-ve-isleyisi> adresinden 16/05/2019 tarihinde erişilmiştir.
- VARLIK, B. (2017). Borsa İstanbul’da(BİST) Hisse Senedi Fiyatlarının Spektral Analizi. Doktora Tezi, Adnan Menderes Üniversitesi, Aydın.
- İnternet Kaynakları
- ISO (2017). [www.iso500.org.tr/file/ISO-500-2016-98.pdf](http://www.iso500.org.tr/file/ISO-500-2016-98.pdf) adresinden 13/01/2019 tarihinde erişilmiştir.
- KAP.(2019). <https://www.kap.org.tr/tr/bist-sirketler> adresinden 13/04/2019 tarihinde erişilmiştir.
- SPK. (2011). Kurumsal Yönetim İlkeleri. <http://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/66> adresinden 23/04/2019 tarihinde erişilmiştir.