



Kurumsal Yönetimin Borç Maliyetine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama

Gökhan Özer¹ , İlhan Çam² , Sedat Çerez³ 

Öz: Kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi, paydaşların haklarının korunduğuna dair bir güvence vermekte, vekâlet problemleri ve bilgi asimetrisinden kaynaklı maliyetleri azaltmakta ve firma faaliyetleri ile ilgili izleme ve denetim fonksiyonlarını güçlendirmektedir. Bu çalışmada iyi kurumsal yönetim uygulamalarının risk primlerini azaltarak borçlanma maliyetlerini düşürüp düşürmediği sorusuna cevap aranmıştır. Bu çerçevede, 2007 – 2019 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören 29 firmanın kurumsal yönetim derecelendirme notları ile borçlanma maliyetleri arasındaki ilişki araştırılmıştır. Panel veri tahmin modeli test sonuçlarına göre, tesadüfi etkiler panel veri analiz yöntemi tercih edilmiştir. Analiz sonuçlarında, borç maliyeti değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak anlamlı ve negatif olarak elde edilmiştir. Buna göre, işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının yükselmesi borç maliyetleri üzerinde azaltıcı bir etkiye neden olmaktadır. Sonuç olarak, kurumsal yönetimin güçlendirilmesine yönelik yapılacak yatırımlar borçlanma maliyetlerini azaltarak, firmaların kâr marjlarının artmasına, nakit akışlarının güçlenerek finansal esnekliklerinin artmasına ve daha iyi bir finansal duruma sahip olmalarına yardımcı olabilir ve böylelikle firmaların uzun vadeli büyümesine ve sürdürülebilirliğine katkıda bulunabilir.

Anahtar Sözcükler:

Kurumsal Yönetim, Borç Maliyeti, Finansmana Erişim, Panel Veri Analizi, Borsa İstanbul

JEL: G34, G32, C23

Geliş : 17 Şubat 2023
Düzeltilme : 30 Mart 2023
Kabul : 11 Nisan 2023

Tür : Araştırma

The Effect of Corporate Governance on the Cost of Debt: Evidence from Borsa İstanbul

Abstract: The quality of corporate governance practices provides assurance that the rights of stakeholders are protected, reduces the costs arising from agency problems and information asymmetry, and strengthens the monitoring and audit functions related to company activities. This paper aimed to investigate whether good corporate governance practices reduce the cost of debt by lowering risk premiums. In this context, the relationship between the corporate governance ratings and borrowing costs of 29 companies traded on the Borsa İstanbul between 2007 and 2019 was investigated. According to the test results of the panel data estimation model, the random effects panel data analysis method was preferred. In the results of the analysis, the coefficient of the cost of debt variable was negative and statistically significant. Accordingly, the increase in the corporate governance rating of the firms has a reducing effect on the cost of debt. As a result, by reducing the cost of debt, investments to strengthen corporate governance can help companies increase their profit margins, increase their financial flexibility by strengthening their cash flows, and have a better financial situation, thus contributing to the long-term growth and sustainability of companies.

Keywords: Corporate Governance, Cost of Debt, Access to Finance, Panel Data Analysis, Borsa İstanbul

JEL: G34, G32, C23

Received : 17 February 2023
Revised : 30 March 2023
Accepted : 11 April 2023

Type : Research

Cite this article as: Özer, G., Çam, İ., & Çerez, S. (2023). Kurumsal yönetimin borç maliyetine etkisi: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Business and Economics Research Journal*, 14(2), 217-226. <http://dx.doi.org/10.20409/berj.2023.412>

The current issue and archive of this Journal is available at: www.berjournal.com

¹ Prof., PhD., Gebze Technical University, Faculty of Business, Department of Business, Kocaeli, Türkiye, ozer@gtu.edu.tr

² Asst. Prof., PhD., Gebze Technical University, Faculty of Business, Department of Business, Kocaeli, Türkiye, icam@gtu.edu.tr

³ Res. Asst., Gebze Technical University, Faculty of Business, Department of Business, Kocaeli, Türkiye, sedatceresz@gtu.edu.tr (Corresponding Author)

1. Giriş

Kurumsal yönetim; bir işletmenin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve menfaat sahipleri arasındaki düzenlemeleri ifade etmektedir. Temelinde uzun vadeli yatırım, finansal istikrar ve iş bütünlüğünü sağlamak için gerekli olan şeffaflık, güven ve hesap verilebilirlik ortamı oluşturma amacı vardır (OECD, 2015: 7). Aynı zamanda kurumsal yönetim, bir kurumun beşeri ve finansal sermayeyi çekmesini, etkin bir şekilde çalışmasını ve böylelikle ortakları için değer yaratmasını sağlayan ve içerisinde bulunduğu toplumun değerlerine saygı duyan uygulamalar olarak tanımlanmaktadır (Ayboğa, 2021: 60). Kurumsal yönetim; adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk olmak üzere OECD'nin belirlediği dört temel ilkedен meydana gelmektedir (Yenice ve Dölen, 2013: 201 - 202). Bu ilkeler değişime ve gelişime açık ilkelere dir.

İyi bir kurumsal yönetim; müşteriler, çalışanlar, yatırımcılar ve hükümet gibi tüm paydaşlar için eşitlik ve şeffaflık sağlarken, hissedarların değerini yasal ve etik bir zeminde en üst seviyeye çıkarmayı hedeflemektedir (Aktan, 2013). Hissedarlara gerekli değerlerin sağlanması iyi kurumsal yönetim için bir zorunluluktur. Aynı zamanda iyi bir kurumsal yönetim daha iyi işletme performansı, daha yüksek hisse senedi getirisi ve daha yüksek piyasa değeri ile yüksek oranda ilişki içindedir (Drobotz, Schillhofer ve Zimmermann, 2003: 7). Dolayısı ile kurumsal yönetim yöneticileri yapacakları yatırımların getirilerini en üst seviyeye çıkarmaya motive etmekte ve işletmenin verimlilik ile etkinlik düzeyini artırarak performans açısından olumlu katkıları bulunmaktadır. Tüm bunlara ek olarak kurumsal yönetim, işletme içerisindeki faaliyetlerde sağlamış olduğu adaletli, şeffaf ve hesap verilebilir bir ortamda, taraflar arasındaki uyumu artırmayı amaçlamaktadır. (Oman, 2001: 13).

İşletmeler faaliyetlerini sürdürebilmek ve büyümeyi sağlamak için finansmana ihtiyaç duymaktadırlar. İç finansman kaynaklarının yetersiz olduğu durumlarda ihtiyaç duyulan finansman, dış kaynaklar yolu ile elde edilmektedir. Bununla birlikte işletmeler ihtiyaç duyulan sermayeyi karşılamak için daha düşük maliyete (Myers, 2001) ve daha az riske (Einsweiller, Moura ve Kruger, 2020) sahip olmasından dolayı genellikle özsermaye yerine borcu tercih etmektedirler. Kurumsal yönetim kalitesi, işletmelerin büyümek için gerekli olan sermayeye erişim maliyetlerini ve sermaye sağlayanların adil ve hakkaniyete uygun bir şekilde katılabilecekleri güven ortamını etkilemektedir (OECD, 2015: 10). İyi tasarlanmış bir kurumsal yönetimin bilgi asimetrisini ve yöneticilerin fırsatçı davranma ihtimalini en aza indireceği varsayılmaktadır (Byun, 2007: 771). Dolayısıyla borç verenlerin sağlam kurumsal yönetime sahip işletmelere borç vermesi daha cazip hale gelmektedir. Uluslararası alanda sermayenin ve para kaynaklarının, kurumsal yönetim anlayışının ayrıntılı olarak tanımlandığı, menfaat sahipleri ile pay sahiplerinin arasında eşitlik olduğu, işletmenin mal varlıklarının daha etkili korunduğu ve hesap verilebilirliğin yerleştiği ülkelere aktığı görülmektedir (Öztangut, 2010: 1-2; Ayrıçay ve Eser, 2017: 221). Bunun en temel nedeni, ilkelere uyulması sayesinde, işletmelere duyulan güvenin artması ve böylelikle de sermaye maliyetinin düşmesidir (Ayrıçay vd., 2017). Dolayısı ile iyi bir kurumsal yönetim, hissedar ve menfaat sahiplerinin haklarının korunduğuna dair bir güvence verecek ve işletmelerin sermaye piyasalarına erişimlerine katkı sağlayacaktır. Bu bulgu çalışmanın temel motivasyon kaynağını oluşturmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, 2007 – 2019 yılları arasında Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören 29 işletmenin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile borçlanma maliyetleri arasındaki ilişkinin tespit edilmesidir. Panel veri analiz yönteminin tercih edildiği çalışmada tüm gözlem değerleri kullanılmış ve dengesiz bir panel veri seti üzerinden analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın geri kalanı şu şekilde yapılandırılmıştır. İkinci bölümünde konuya ilişkin olarak literatürde yer alan çalışmalara ve oluşturulan hipotezlere yer verilmiştir. Üçüncü bölümde, veri seti, değişkenler ve model hakkında bilgilerin yer aldığı metodoloji bölümüne yer verilmiştir. Dördüncü bölümde analiz sonuçları tartışılmış ve son bölümde ise araştırmanın sonuç kısmına yer verilmiştir.

2. Literatür Taraması ve Hipotez Geliştirme

2.1. Literatür Taraması

İşletmelerin kurumsal yönetim ile borç maliyetini konu alan pek çok çalışma yapılmıştır. Blom ve Schauten (2006), Avrupa’da yer alan 77 işletmenin 2001 yılındaki kurumsal yönetim puanları ile borç maliyetleri arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada yüksek kurumsal yönetim kalitesinin daha düşük borç maliyetine neden olduğunu tespit etmişlerdir. Fransa Borsası’nda listelenen işletmelerin hem kurumsal yönetim hem de denetim kalitesinin borç maliyetleri üzerindeki etkilerini inceleyen Piot ve Piera (2007) ise kurumsal yönetim kalitesinin borç maliyeti üzerinde azaltıcı etkiye neden olduğunu tespit ederlerken denetim kalitesinin ise borç maliyeti üzerinde herhangi bir anlamlı etkisine rastlamamışlardır. Aldamen ve Duncan (2012), Avusturya Borsası’nda işlem gören 560 işletmenin 2007 2. çeyrek verileri kullanarak gerçekleştirdikleri analiz sonucunda artan kurumsal yönetimin borç maliyetini azalttığını gözlemlemişlerdir. Ayrıca örneklem aracılı ve aracısız borç olmak üzere alt örneklemlere ayrıldığında bu gözlemin sadece aracısız borç örneklemleri için geçerli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Tokyo Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören 437 işletme üzerinde kurumsal yönetim ile kredi oranları arasındaki ilişkiyi inceleyen Aman ve Nguyen (2013), iyi yönetimin fırsatçı davranışları sınırlaması ve bilgi asimetrisini azaltması nedeniyle kurumsal yönetimin işletmelerin yüksek kredi notu ile ilişkili olduğunu tespit etmişlerdir. Cortes ve Arenas (2014) ise Kolombiya Borsası’nda işlem gören 43 işletme üzerinde gerçekleştirdikleri inceleme sonucunda kurumsal yönetim uygulamaları ile borç maliyetleri ters bir ilişki olduğunu gözlemlemişlerdir.

Zhu (2014), kurumsal yönetimin öz kaynak ve borç maliyetleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. 2002 – 2005 yılları arasındaki 23 ülkeden elde edilen 11.521 gözlem değerine sahip veri setinin kullanıldığı çalışma sonuçlarına göre kurumsal yönetimin hem öz kaynak maliyeti hem de borç maliyeti ile negatif ilişki içerisinde olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Çin’in Şanghai ve Shenzhen Borsaları’nda işlem gören işletmelerin yönetim kurulu özellikleri ile borç finansmanı arasındaki ilişkiyi inceleyen Lu (2019), CEO ile genel müdür ayrımının ve yönetim kurulundaki kadın üye sayısı yüksek olduğu işletmelerde borç maliyetinin diğerlerine kıyasla daha düşük seviyelerde kaldığını tespit etmiştir. Sanyaolu ve Isiaka (2020) ise yönetim kurulu özelliklerinin işletmenin borç maliyeti üzerindeki etkisini çoklu regresyon kullanarak incelemişlerdir. Nijerya Borsası’nda işlem gören ve yiyecek ve içecek sektörünün %40’ını temsil eden 6 işletmeye ait 2008 – 2017 verilerinin kullanıldığı çalışmada yönetim kurulu büyüklüğünün ve yönetim kurulu bağımsızlığının borç maliyeti üzerinde pozitif, yönetici ücretinin ise negatif bir etkiye neden olduğu bulgusuna ulaşmışlardır. Moura, Bonetti, Mazzioni, Teixeira ve Magro (2020), Brezilya B3 Piyasası’nda listelenen işletmelerin yönetim kurulu bağımsızlığı ile borç maliyeti arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmada Sanyaolu vd. (2020) tersine işletmelerin yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısının borç maliyetini düşürmede etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Ribeiro, Viana ve Martins (2021), Brezilya’daki kamu işletmelerinin kurumsal yönetim kalitesi ile borç maliyeti arasındaki ilişkide işletmelerin yaşam döngüsün etkisini araştırmışlardır. 2010 – 2019 yılları arasındaki 49 işletme üzerinden yapılan panel veri analiz sonuçlarına göre yaşam döngüsü bakımından düşüş aşamasında olan işletmelerin borç maliyetinin azaltılmasında kurumsal yönetimin diğer aşamalara kıyasla daha önemli olduğunu tespit etmişlerdir.

Uluslararası literatürde işletmelerin kurumsal yönetim uygulamaları ile borç maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemek için kurumsal yönetimin alt bileşenleri (pay sahipleri, şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu), kurumsal yönetim derecelendirme puanı veya yönetim kurulu özelliklerine (kurul bağımsızlığı, kadın üye oranı, CEO ve başkan ayrımı vb.) ait değişkenlerin kullanıldığı görülmektedir. Türkiye kapsamında ise Doğan ve Acar (2020) ise 2008 – 2017 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören 76 imalat işletmesi üzerinde yapmış oldukları çalışmada yönetim kurulundaki kadın üye sayısının sermaye maliyetinde artırıcı bir etkiye sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Aksoy ve Yılmaz (2022) ise işletmelerin borç maliyetlerini yönetim kurulu özellikleri açısından incelemişler ve yönetim kurulunda kadın başkanın ve kadın üyelerin bulunmasının işletmelerin borç maliyetlerini ve borç verenlerin temerrüt risk algılarını azalttığı bulgusuna ulaşmışlardır.

2.2. Hipotez Geliştirme

Kurumsal yönetim alanındaki çalışmalar incelendiğinde yöneticiler ile işletme sahipleri arasındaki ilişki, vekalet ilişkisi olarak ifade edilmektedir. Uygulamada, yöneticiler ile işletme sahiplerinin çıkarları her zaman örtüşmemektedir. Yaşanan bu çıkar çatışması yönetimin, paydaşların çıkarlarını dikkate almadan kendi çıkarlarına göre hareket etmesi ile ortaya çıkmaktadır (Adam, Mukhtaruddin, Soraya ve Yusrianti, 2015: 60). Buna göre vekalet teorisi, işletme sahipleri ile yöneticiler arasında vekalet ilişkilerini temel alarak taraflar arasında hak ve yükümlülük ihlallerinden doğan maliyetleri ele almakta ve bu sorunları azaltmayı amaçlamaktadır (Çelik ve Bedük, 2014).

Ashbaugh-Skaife, Collins ve Lafond (2006), borç fiyatlandırmasını vekalet teorisi çerçevesinde açıklamaktadırlar. Araştırmacılara göre, borcun temerrüde düşme olasılığı vekalet anlaşmazlığından kaynaklı olabilmektedir. Ayrıca araştırmacılar kişisel çıkarların bilgi asimetrisine ve ahlaki tehlikeye neden olmasından dolayı yönetim ile işletme paydaşları arasında temsil çatışmasının meydana gelebileceğini ileri sürmektedirler. Çıkarıcı yönetim davranışı, işten kaytarma, gereksiz ikramiye tüketimi gibi çeşitli sorunlar dış paydaşların karşı karşıya kaldığı vekâlet riskini artırabilir. Bu gibi durumlar aynı zamanda işletmeye ve dış paydaşlara yönelik nakit akışlarının beklenen değerinde bir azalmaya neden olabilir. İşletmenin beklenen nakit akışlarındaki azalış ise borcun temerrüde düşme riskini artırmasına ve işletme kredi notunun düşmesine neden olabilmektedir (Ashbaugh-Skaife vd., 2006: 207).

İyi tasarlanmış bir kurumsal yönetiminin bilgi asimetrisini ve işletme yöneticilerinin fırsatçı davranma ihtimalini en aza indireceği ve dolayısıyla hissedarların ve borç sahiplerinin gelecekte daha düşük bir getiri oranını kabul edebilecekleri varsayılmaktadır (Byun, 2007: 771). Chen, Chen ve Wei (2009), iyi bir kurumsal yönetime sahip olan işletmelerin temsil maliyetlerinde bir azalış olacağı görüşündedirler. Aldeman ve Duncan (2012), daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarının vekalet çatışmalarını azaltacağını ve muhasebe bilgilerinin kalitesi ve şeffaflığı üzerine olan olumlu etkisi dolayısıyla borçlular tarafından talep edilen getiri oranını düşüreceğini belirtmektedirler. Sonuç olarak vekalet teorisine dayanan bu çalışmada, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının borç maliyeti üzerinde negatif bir etkiye sahip olacağı düşünülmektedir. Bu görüşten yola çıkarak oluşturulan hipotez aşağıda verilmiştir.

H₁: İşletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notunun artması borç maliyetini negatif yönde etkilemektedir.

3. Metodoloji

3.1. Örneklem

Çalışmanın kapsamını, Borsa İstanbul'da işlem gören ve yetkili firmalar tarafından kurumsal derecelendirme notu almış halka açık işletmeler oluşturmaktadır. Çalışmada kullanılan değişkenler ile ilgili veriler Finnet veri tabanından ve KAP (Kamuyu Aydınlatma Platformu) ve TKYD (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği) internet sitelerinden elde edilmiştir. Analiz sonuçlarının tutarlı olması için bankalar, sigorta şirketleri, gayrimenkul yatırım ortaklıkları ve holdingler gibi mali kuruluşlar farklı düzenleme ve muhasebe uygulamalarına tabi olmalarında dolayı çalışmaya dâhil edilmemiştir. Firmalar ile ilgili kurumsal yönetim derecelendirme puanlarının 2007 yılına kadar geri gitmesinden dolayı, örneklem 2007 yılından başlamıştır. Aynı zamanda 2020 – 2021 dönemlerinde yaşanan olağandışı durumların (Covid-19 Pandemisi) işletmelerin finansal tablolarında beklenmedik değişimlere neden olması sebebiyle, 2019 sonrası dönemlerin çalışmaya dâhil edilmesi uygun görülmemiştir. Sonuç olarak, toplamda 29 şirkete ait 247 gözlem değerine ulaşılmış ve ilgili veri setindeki uç değerlerin analiz sonuçlarını etkilememesi için değişkenlerin uç değerleri %1 ile %99 kısımlarına denk gelen gözlem değerlerine eşitlenmiştir. Panel veri setinin düzenlenmesi ve analizlerin gerçekleştirilmesinde ise Stata 17 istatistiksel paket programı kullanılmıştır.

3.2. Model ve Değişkenler

İşletmelerin kurumsal yönetimi ile borç maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemek için Riberio vd. (2021)'nin çalışmalarında kullandığı model temel alınarak oluşturulan statik panel veri modeli eşitlik 1'de

verilmiştir. Modelde bağımlı değişken olarak borç maliyeti (BORÇMAL), bağımsız değişken olarak ise kurumsal yönetimi temsilen kurumsal yönetim derecelendirme notu (KYE) kullanılmaktadır. Ayrıca daha önce borç maliyeti ile ilgili yapılmış çalışmalarda (Blom vd., 2006; Piot, 2007; Byun, 2007; Aldeman vd., 2012; Aman vd., 2013; Konraht vd., 2016; Ghouma vd., 2018; Lu, 2019; Einsweiller vd., 2020; Moura vd., 2020; Sanyaolu vd., 2020; Ribeiro vd., 2021; Aksoy vd., 2022) kullanılan büyüklük, aktif karlılık oranı (ROA), maddi duran varlık oranı (MDV) ve kaldıraç olmak üzere 4 kontrol değişkeni modele dahil edilmiştir.

$$BORÇMAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 KYE_{it} + \beta_2 BÜYÜKLÜK_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 MDV_{it} + \beta_5 KALDIRAÇ_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Çalışmada kullanılan değişkenler Borsa İstanbul'da işlem gören 29 işletmenin bilanço ve gelir tablolarından türetilen finansal oranlardan ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin veri tabanında sunulan kurumsal yönetim derecelendirme notlarından oluşturulmuştur. Modelde belirtilen değişkenlerin ölçüm yöntemleri ve beklenen işaretleri Tablo 1'de verilmiştir.

Tablo 1. Değişkenlerin Ölçüm Yöntemleri ve Beklenen İşaretleri

Değişken Adı	Değişken Kodu	Değişkenin Ölçümü	Beklenen İşaret
Borç Maliyeti	BORÇMAL	Finansman Gideri / Kısa ve Uzun Vadeli Borçlar	-
Kurumsal Yönetim Endeksi	KYE	TKYD Verisi	Negatif
Firma Büyüklüğü	BÜYÜKLÜK	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması	Negatif
Kaldıraç	KALDIRAÇ	Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	Pozitif
Aktif Karlılık Oranı	ROA	Net Dönem Kârı veya Zararı / Toplam Varlıklar	Negatif
Maddi Duran Varlıklar	MDV	Maddi Duran Varlıklar / Toplam Varlıklar	Negatif

Tablo 2. Bağımlı ve Bağımsız Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Dönem	Borç Maliyeti			Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu			
	Ortalama	Standart Sapma	Gözlem Sayısı	Dönem	Ortalama	Standart Sapma	Gözlem Sayısı
2007	0,032	0,029	4	2007	76,890	1,740	4
2008	0,282	0,147	6	2008	80,810	1,630	6
2009	0,179	0,143	12	2009	81,230	2,110	12
2010	0,136	0,130	15	2010	82,880	3,580	15
2011	0,174	0,131	17	2011	83,700	3,420	17
2012	0,114	0,081	20	2012	87,840	3,170	20
2013	0,064	0,048	22	2013	90,380	3,890	22
2014	0,078	0,054	24	2014	90,000	4,350	24
2015	0,099	0,069	26	2015	91,250	3,760	26
2016	0,082	0,063	24	2016	92,370	3,040	24
2017	0,090	0,082	25	2017	92,800	2,890	25
2018	0,139	0,110	25	2018	93,140	2,690	25
2019	0,101	0,060	27	2019	93,660	2,740	27
Toplam	0,111	0,097	247	Toplam	89,490	5,370	247

Tablo 2'de işletmelerin borç maliyeti ve kurumsal yönetim derecelendirme notlarının yıllar itibari ile ortalama, standart sapma ve gözlem sayılarını içeren tanımlayıcı istatistikleri verilmiştir. 2007 yılında ortalama %3,1 olan borç maliyetinin 2008 küresel finansal kriz döneminde %28'lere kadar yükseldiği gözlemlenmektedir. Kriz sonrası dönemde ise borç maliyetinin azaldığını ve bu azalmanın 2018 yılında tekrar bozulduğu görülmektedir. 2007 – 2019 dönemlerinde örnekleme dâhil edilen işletmelerin ortalama borç maliyeti ise %11,11 seviyesindedir. Örnekleme dâhil edilen işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme

notu 2007 yılında 76,89 olarak gözlemlenirken bu değer yıl itibarı ile artış yaşadığı görülmektedir. İlgili dönem aralığında işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme not ortalaması ise 89,49 olarak tespit edilmiştir.

Tablo 3'de değişkenlere ait tanımlayıcı istatistiklere yer verilmiştir. Tabloda görüleceği üzere değişkenlerin tamamında 247 gözlem değerine ulaşılmıştır. Toplam varlıkların doğal logaritması alınarak hesaplanan büyüklük değişkeninin en küçük değeri 17,720, en büyük değeri 24,570 ve ortalaması ise 21,840 olarak tespit edilmiştir. Borçların toplam aktifler içerisinde oranını gösteren kaldıraç değişkeninin ortalama olarak %53,90 seviyesinde olması işletmelerin ihtiyaç duyduğu kaynağın çoğunluğunu borç finansmanı ile sağladığını göstermektedir. Kaldıraç değişkeni açısından minimum ve maksimum değerleri incelendiğinde aralığın geniş olduğu görülmekte ve buna göre örnekleme hem yüksek hem de düşük borçlanmaya sahip işletmelerin yer aldığı anlaşılmaktadır. Aktif kârlılık oranı (ROA) ise -%10,3 ile %22,4 arasında değişkenlik göstermekte ve ortalama açısından %5,80 değerine sahip olduğu görülmektedir. İşletmelerin maddi duran varlık oranı %0,1 ile %71,2 arasında değişmektedir. Bu da kaldıraç değişkeninde olduğu gibi maddi duran varlıkların işletmeler arasında çok değişken olduğunu göstermektedir. Ortalama açısından ise ilgili dönem aralığında işletmelerin %26,50 maddi duran varlık oranına sahip olduğu anlaşılmaktadır.

Tablo 3. Tüm Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Medyan	En Düşük	En Yüksek
BORÇMAL	247	0,111	0,097	0,094	0,002	0,550
KYE	247	89,490	5,366	91,04	71,200	98,800
BÜYÜKLÜK	247	21,840	1,629	22,06	17,720	24,570
KALDIRAÇ	247	0,539	0,209	0,555	0,088	0,942
ROA	247	0,058	0,061	0,059	-0,103	0,224
MDV	247	0,265	0,169	0,215	0,010	0,712

Tablo 4'de çalışmada kullanılan değişkenlere ait korelasyon analizi verilmiştir. Bağımsız ve kontrol değişkenleri arasında analiz sonucunu olumsuz yönde etkileyecek yüksek bir korelasyona rastlanmamıştır. Bağımsız değişken (KYE) ile bağımlı değişken (BORÇMAL) arasında negatif (-0,168) bir ilişki gözlemlenmiştir. Modele eklenen kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü ve kaldıraç değişkeni ile bağımlı değişken arasında pozitif, aktif karlılık ve maddi duran varlık oranı ile bağımlı değişken arasında ise negatif bir ilişkiye rastlanılmıştır.

Tablo 4. Korelasyon Analizi

	BORÇMAL	KYE	BÜYÜKLÜK	KALDIRAÇ	ROA	MDV
BORÇMAL	1,000					
KYE	-0,168	1,000				
BÜYÜKLÜK	0,055	0,399	1,000			
KALDIRAÇ	0,205	0,244	0,371	1,000		
ROA	-0,065	-0,010	0,051	-0,263	1,000	
MDV	-0,116	0,129	0,134	0,023	-0,240	1,000

Panel veri analizinin yapılabilmesi için verinin durağan olması gerekmektedir. Bu amaçla da verinin durağanlığını test etmek için birim kök testi yapılmaktadır. Fisher tipi testlerden Phillips - Perron testine göre verinin durağan olduğu yani birim kök içermediği anlaşılmıştır. Dolayısı ile analiz sonucunda sahte regresyon ile karşılaşılacağı yorumunda bulunulabilir. İlgili test sonuçları sabit ve trend şeklinde Tablo 5'de verilmiştir.

Tablo 5. Panel Birim Kök Testi Sonuçları

Phillips - Perron Testi	Sabit		Sabit + Trend	
	χ^2	P > Z	χ^2	P > Z
BORÇMAL	189,750	0,000	256,658	0,000
KYE	348,228	0,000	407,880	0,000
BÜYÜKLÜK	71,348	0,039	98,824	0,000
KALDIRAÇ	75,484	0,018	76,100	0,016
ROA	108,775	0,000	176,044	0,000
MDV	74,581	0,022	74,261	0,023

4. Araştırma Bulguları

İşletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ile borç maliyeti arasındaki ilişkiyi ifade eden hipotezi test etmek için kullanılacak panel veri analizine geçmeden önce panel veri seti için hangi tahmin modelinin daha uygun olduğunun belirlenmesi gerekmektedir. Bu aşamada F(Chow), Breusch-Pagan ve Hausman testleri kullanılmaktadır. F(Chow) testi havuzlanmış en küçük kareler ile sabit etkiler modeli, Breusch-Pagan testi ise havuzlanmış en küçük kareler ile tesadüfi etkiler modeli arasında seçim yapmak için kullanılmaktadır. F testinin sabit etkiler, Breusch-Pagan testinin tesadüfi etkiler sonucu vermesiyle Hausman testi uygulanmakta ve bu test sonucuna göre sabit etkiler ile tesadüfi etkiler arasında tercih yapılmaktadır.

Model seçim aşamasında uygulanan F(Chow) testi sabit etkiler, Breusch-Pagan testi tesadüfi etkiler modelinin uygun olduğunu ifade etmektedir. Son olarak sabit etkiler ile tesadüfi etkiler arasında tercih yapmak için Hausman testi uygulanmıştır. Test sonucunda Prob = 0,668'dir. Bu sonuç tesadüfi etkiler modelinin geçerli olduğunu göstermektedir. Tablo 6'de ilgili testlerin F ve ki-kare istatistiği, P değeri ve değerlendirme sonucunda alınan kararlar verilmiştir.

Tablo 6. Model Belirleme Test Sonuçları

	F Testi	Ki-kare Testi	P-değeri	Karar
F(Chow) Testi	3,360		0,000	Sabit Etkiler
Breusch-Pagan Testi		56,140	0,000	Tesadüfi Etkiler
Hausman Testi		3,210	0,668	Tesadüfi Etkiler

Tablo 7'de işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme puanlarının borç maliyetleri üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla tesadüfi etkiler modeli ile oluşturulmuş analiz sonuçları yer almaktadır. Tablo 7'de görüldüğü üzere, modelin P değeri 0,0034'dir. Bu değer modelin istatistiksel açıdan anlamlı olduğunu belirtmektedir. Analiz sonuçlarına göre modelin bağımsız değişkeni olarak belirlenen işletmelerin kurumsal yönetim değerleri değişkeninin katsayısı, istatistiksel açıdan yüzde bir derecesinde (P: 0,001) anlamlı ve negatif (-0,004) bir değere sahiptir. Yani işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notunun yükselmesi borç maliyetleri üzerinde azaltıcı bir etkiye neden olmaktadır. Çalışmada elde edilen bu bulgu "İşletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notunun artması borç maliyetini negatif yönde etkilemektedir." şeklinde oluşturulan H₁ hipotezini destekler niteliktedir. Aynı zamanda daha önce yapılan çalışmalar (Aldamen vd., 2012; Zhu, 2014; Ribeiro vd., 2021) ile tutarlı sonuçlar elde edilmiştir.

Modele kontrol değişkeni olarak eklenen kaldıraç oranı değişkeninin katsayısı istatistiksel olarak (P: 0,068) anlamlıdır ve dolayısıyla bu değişkenin işletmelerin borç maliyeti üzerinde pozitif (0,083) bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. İşletmelerin yüksek borçlanma seviyeleri piyasa tarafından yüksek kredi riski teşkil etmektedir (Konraht, Camargo ve Vicente, 2016). Aynı zamanda borçluluk oranı düşük olan işletmelerin iflas riski de düşüktür. Dolayısı ile iflas riskinin düşük olması borç verenlerin kredi riskini de en aza indirecektir. Maddi duran varlık oranı değişkeninin katsayısı da istatistiksel olarak (P: 0,074) anlamlıdır. Buna göre maddi duran varlık oranı değişkeni borç maliyeti üzerinde negatif (-0,087) bir etkiye sahiptir. İşletmelerin sahip

olduğu maddi duran varlıkları borç alımında teminat olarak gösterilebilir. Dolayısı ile daha fazla maddi duran varlık hacmi teminat olarak gösterilerek işletmenin iflası durumunda satılabilecek daha fazla varlık anlamına gelir. Bu da borç verenlerin yüksek maddi duran varlık hacmine sahip olan işletmelere sermaye sağlamak için daha istekli olmalarına neden olmaktadır. Büyüklük ve karlılık değişkenlerinin katsayıları ile ilgili ise istatistiksel açıdan herhangi bir anlamlı etkiye rastlanmamıştır.

Tablo 7. Tesadüfi Etkiler Modeline Göre Panel Veri Analiz Sonuçları

	Katsayı	Std. Hata	Z	P > z
KYE	-0,004***	0,001	3,41	0,001
BÜYÜKLÜK	0,006	0,006	0,88	0,377
KALDIRAÇ	0,083*	0,045	1,82	0,068
ROA	-0,130	0,115	1,13	0,257
MDV	-0,087*	0,049	1,78	0,074
Sabit Terim	0,374***	0,130	2,87	0,004
Wald Chi2		17,66		
P Değeri		0,003		
Gözlem Sayısı		247		
Firma Sayısı		29		

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

5. Sonuç

İyi tanımlanmış hissedar hakları, sağlam kontrol ortamı, yüksek düzeyde şeffaflık ve yetkilendirilmiş bir yönetim kurulu açısından iyi bir kurumsal yönetime sahip olan işletmeler hem yatırımcılar hem de borç verenler için çekici hale gelmektedir (Shil, 2008: 29). Dolayısıyla yüksek kurumsal yönetim derecelendirme puanına sahip işletmelerin daha düşük borç maliyetine sahip olması beklenmektedir. Bu çalışmada işletmelerin kurumsal yönetim kalitesi ile borç maliyeti arasında herhangi bir ilişkinin olup olmadığı ve bir ilişkinin var olması halinde bu ilişkinin yönünün tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu amaçla oluşturulan hipotez statik model kullanılarak panel veri analiz yöntemi ile test edilmiştir.

Yabancı literatürde konuyla ilgili birçok çalışma olmasına rağmen, Türkiye’de yapılmış bir çalışmanın bulunmaması dolayısıyla, bu çalışmanın literatüre önemli bir katkı yapması beklenmektedir. Ayrıca, bu çalışmanın Türkiye'deki muhasebe ve finans uygulayıcılarına kurumsal yönetim ile borç maliyeti arasındaki etkileşim konusunda önemli bilgiler sunacağı düşünülmektedir.

Önceki çalışmalarla (Byun, 2007; Aldeman vd., 2012; Cortes vd., 2014; Ribeiro vd., 2021) uyumlu olarak, bu çalışmada da kurumsal yönetim derecelendirme notları ile borç maliyetleri arasında istatistiksel açıdan anlamlı ve negatif bir ilişki olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Dolayısı ile bu bulguya göre, iyi kurumsal yönetim uygulamaları borç maliyetini düşürmektedir. Aynı zamanda bu bulgu, teorik beklentiyle de uyumlu olarak, güçlü kurumsal yönetimin, firmaların vekâlet problemleri ve bilgi asimetrisinden kaynaklı maliyetleri azaltması ve firma faaliyetleri ile ilgili izleme ve denetim fonksiyonlarını güçlendirmesi neticesinde daha düşük borçlanma maliyetine yol açabileceği görüşü ile tutarlıdır.

Elde edilen diğer bulgulara göre, Konraht vd. (2016)'nin çalışmasıyla uyumlu olarak, kaldıraç oranının işletmelerin borç maliyeti üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. İşletmelerin borçluluk oranının artması, borç verenlerin ödeme durumuna dair olumsuz bir algı oluşturabileceği için borç maliyetinde artışa neden olabilir. Ayrıca, işletmelerin maddi duran varlık oranı borç maliyetleri üzerinde negatif bir etki yaratmaktadır. Bu bulgu, işletmelerin sahip oldukları maddi duran varlıkların teminat olarak kullanılabilmesi nedeniyle borç verenler tarafından olumlu algılandığını ve bu durumun borç maliyeti üzerindeki negatif etkiye neden olduğunu göstermektedir.

Son olarak, gelecekteki çalışmalarda, borç maliyeti üzerindeki etkileri daha kapsamlı bir şekilde incelemek için örneklem boyutu genişletilebilir. Bu amaçla, farklı değişkenlerin kullanılması ve kurumsal

yönetim uygulamaları ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişkinin daha detaylı bir şekilde araştırılması önerilmektedir. Böylelikle, hangi kurumsal yönetim uygulamalarının borçlanma maliyeti ile daha güçlü bir ilişki gösterdiği belirlenebilecek ve finansal kararlar alırken bu bilgilerin kullanılabilirliği artırılabilecektir.

Beyan ve Açıklamalar (Declarations and Disclosures)

Yazarların Etik Sorumlulukları (Ethical Responsibilities of Authors): Bu çalışmanın yazarları, araştırma ve yayın etiği ilkelerine uyduklarını kabul etmektedirler.

Çıkar Çatışması (Conflicts of Interest): Yazarlar tarafından herhangi bir çıkar çatışması beyan edilmemiştir.

Finansal Destek (Funding): Yazarlar, çalışmanın hazırlanması ve/veya yayınlanması sürecinde herhangi bir finansal destek almamışlardır.

Yazar Katkı Oranı (Author Contributions): Yazarlar, çalışmaya olan katkılarını şu şekilde beyan etmişlerdir: Kavramlaştırma ve çalışma dizaynı, G. Özer ve İ. Çam; verilerin toplanması, İ. Çam ve S. Çerez; verilerin analizi ve sonuçların yorumlanması, G. Özer, İ. Çam ve S. Çerez; çalışmanın ilk/taaslak halinin yazılması, İ. Çam ve S. Çerez; çalışmanın gözden geçirilmesi ve düzenlenmesi/düzeltilmesi, G. Özer ve İ. Çam. Çalışmanın ilk ve son hali tüm yazarlar tarafından okunmuş ve onaylanmış olup, yazarlar çalışmalarıyla ilgili sorumluluğu kabul etmektedirler.

İntihal Denetimi (Plagiarism Checking): Bu çalışma, intihal tarama programı kullanılarak intihal taramasından geçirilmiştir.

Kaynaklar

- Adam, M., Mukhtaruddin, Soraya, N., & Yusrianti, H. (2015). Good corporate governance and cost of debt: Listed companies on Indonesian Institute for Corporate Governance. *Canadian Center of Science and Education*, 11(25), 58-77.
- Aksoy, M., & Yilmaz, M. K. (2022). Does board diversity affect the cost of debt financing? Empirical evidence from Turkey. *Gender in Management: An International Journal*. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/GM-01-2022-0021/full/html> (Erişim Tarihi: 18.02.2023).
- Aktan, C. C. (2013). Kurumsal şirket yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5(1), 150-191.
- Aldamen, H., & Duncan, K. (2012). Does adopting good corporate governance impact the cost of intermediated and non-intermediated debt?. *Accounting and Finance*, 52(1), 49-76.
- Aman, H., & Nguyen, P. (2013). Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. *Research in International Business and Finance*, 29, 14-34.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 203-243.
- Ayboğa, M. H. (2021). Kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim endeksi. *Uluslararası Beşeri ve Sosyal Bilimler İnceleme Dergisi*, 5(1), 59-69.
- Ayrıçay, Y., & Eser, A. (2017). Kurumsal yönetim ve sermaye yapısı arasındaki ilişki: BİST'de bir çalışma. *International Journal of Academic Value Studies*, 3(12), 220-232.
- Blom, J., & Schauten, M. B. J. (2006). Corporate governance and the cost of debt. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=933615> (Erişim Tarihi: 18.02.2023)
- Byun, H. (2007). The cost of debt capital and corporate governance practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(5), 765-806.
- Chen, K. C., Chen, Z., & Wei, K. J. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 15(2), 273-289.
- Çelik, N., & Bedük, A. (2014). Vekalet teorisi yaklaşımı ile işlem maliyeti arasındaki ilişki. *Sakarya İktisat Dergisi*, 3(1), 43-67.
- Doğan, B., & Acar, M. (2020). The impact of corporate governance on cost of capital: An application on the firms in the manufacturing industry in Borsa Istanbul. *CES Working Paper, Centre For European Studies, Alexandru Loan Cuza University*, 12(1), 65-88.

- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2003). Corporate governance and firm performance: Evidence from Germany. *Working Paper, Universty of Basel, Basel, Switzerland*. <https://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf> (Erişim Tarihi: 18.02.2023).
- Einsweiller, A. C., Moura, G. D., & Kruger, S. D. (2020). Influência da governança corporativa no custo da dívida de companhias abertas familiares. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 14 - 24. <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/4610> (Erişim Tarihi: 2 Şubat 2023).
- Cortes, D. L., & Arenas, C. E. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios Gerenciales*, 30(130), 73-84.
- Konraht, J. M., Camargo, R. V., & Vicente, E. F. (2016). Excesso de controle acionario: Um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. *Governança nas Organizações*, 105-121. <https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/view/3893> (Erişim Tarihi: 02.02.2023).
- Lu, Z., (2019). Impact of board characteristics on debt financing costs. *International Conference on Economic Management and Model Engineering (ICEMME)*, 665-668.
- Moura, G. D., Bonetti, Â. P., Mazzioni, S., Teixeira, S. A., & Magro, C. B. (2020). Independence of the board of directors reduces the debt financing cost? *Journal of Accounting, Management and Governance*, 23(1), 1-18.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- OECD. (2015). *G20/OECD principles of corporate governance*. Paris: OECD Publishing. <https://www.oecd.org/daf/ca/principles-corporate-governance/> (Erişim Tarihi: 2 Şubat 2023).
- Oman, C. P. (2001). Corporate governance and national development. *Working Paper No. 180, Paris: OECD Development Center*.
- Öztangut, N. (2010). Kurumsal yönetim ilkelerinin sermaye piyasalarının gelişmesindeki önemi ve Türkiye uygulamaları. *3. Kurumsal Yönetim Zirvesi*, İstanbul: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği.
- Piot, C., & Missonier-Piera, F. (2007). *Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of French listed companies*. SSRN. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960681 (Erişim Tarihi: 02.02.2023).
- Ribeiro, J. P., Viana, D. M., & Martins, O. S. (2021). Effect of the firm life cycle in the relationship between quality of corporate governance and cost of debt of public companies in Brazil. *Journal of Accounting, Management and Governance*, 24(3), 293-311.
- Sanyaolu, W. A., & Isiaka, M. A. (2020). *Corporate governance and the cost of debt: Evidence from food and beverage companies in Nigeria*. <https://ssrn.com/abstract=3543962> (Erişim Tarihi: 02.02.2023).
- Shil, N. C. (2008). Accounting for good corporate governance. *JOAAG*, 3(1), 22-31.
- TKYD. (2023, 01 20). *Kurumsal yönetim endeksi*. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği: <https://www.tkyd.org/> (Erişim Tarihi: 20.01.2023).
- Yenice, S., & Dölen, T. (2013). İMKB'de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-213.
- Zhu, F. (2014). Corporate governance and the cost of capital: An international study. *International Review of Finance*, 14(3) 393-429.