

KURUMSAL YÖNETİMİN İŞLETMELERİN BETASI ÜZERİNE ETKİSİ: BİST FİRMALARININ PANEL VERİ ANALİZİ

Seyfettin Ünal¹

Fatih Akbey²

Öz

İşletmeye kaynak sağlayan yatırımcı, işletmeye sağladığı kaynağın gerek anapara gerekse beklenen getirisini alma konusunda güven duymak ister. Yatırımcıların işletmeye duyduğu güvenle, sağladıkları/sağlayacakları kaynaktan getiri beklentisi arasında ters yönlü bir ilişki sözkonusudur. Uluslararası birçok çalışmada kurumsal yönetimin, başka bir ifadeyle iyi yönetimin, işletmenin riskini azaltacağına dair deneysel kanıtlar mevcutken; ülkemizdeki kurumsal yönetim literatürü incelendiğinde benzer çalışmalara rastlanmamaktadır. Bu çalışmada, işletmelerin kurumsal yönetim sayesinde, algılanan işletme riskini azaltabilecekleri yönündeki beklentinin ülkemizde de geçerli olup olmadığını ampirik olarak test etmek amaçlanmaktadır. Buna yönelik olarak, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi firmalarının 2010-2015 dönemine ait verileri üzerinde panel veri analizi uygulanmıştır. Analiz bulguları, literatürle uyumlu olarak, kurumsal yönetim derecelendirme notundaki artışın, firmaların betasını azalttığı yönünde sonuçlar ortaya koymaktadır. Bu bulgu, firmaların piyasa riskini azaltarak finansman maliyetlerini azaltabilmeleri noktasında kurumsal yönetimin önemine işaret eden bir öngörü yansıtmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, Beta, Borsa İstanbul

Jel Kodları: C23, G32, G34

THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON FIRMS' BETA: A PANEL ANALYSIS ON BIST-LISTED FIRMS

Abstract

Investors need to be confident about collecting both the principal capital supplied to firm and its return in the future. There is an inverse relationship between investors' confidence on firm and their expected return on the funds they provide for the use of firm. In international literature, there is an ample of empirical evidence that corporate governance –or good management practice in other words– helps firms lower their risk level, there are no such studies conducted on Turkish market. This study aims to test the validity of expectations that corporate governance helps firms lower their perceived degree of risk via an empirical investigation of Turkish market. For the purpose, a panel data analysis is conducted on a data set covering 2010-2015 period of firms listed in BIST Corporate Governance Index. In line with the literature, the findings show that an increase in corporate governance rating results in a decrease in firms' beta. This carries an important implication that improvements in corporate governance may help firms lower their cost of funds by reducing firms' beta.

Keywords: Corporate governance, Beta, Borsa Istanbul

Jel Classification: C23, G32, G34

¹ Prof. Dr., Dumlupınar Üniversitesi, seyfettinu@hotmail.com

² Öğr. Grv., Dumlupınar Üniversitesi, fatihakbey85@gmail.com

Giriş

Dünya genelinde yaşanan muhasebe skandalları gibi gelişmeler yatırımcıların işletme yöneticilerine olan güveninin azalmasına sebep olmuştur. Bunun sonucunda firmalar yatırımcı güvenini kazanmak ve yatırımcı tarafından algılanan riski azaltmak amacıyla daha iyi yönetimin gerekliliğini farketmişlerdir. Böylece, özetle şeffaf, adil, hesapverebilir ve hissedarlara karşı daha sorumlu yönetim anlamına gelen kurumsal yönetim kavramı ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda ülkemizde işletmeler, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirilen derecelendirme şirketleri tarafından pay sahipleri, menfaat sahipleri ve yönetim kurullarının yanında, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık açısından derecelendirilmektedir. Bu dört başlıkta yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alan şirketler belli bir sayıya ulaştıktan sonra, Borsa İstanbul bünyesinde Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur.

Kurumsal yönetimin işletmenin algılanan riskini azaltacağı bir çok akademik çalışmada teorik olarak iddia edilmektedir. Bu iddia gelişmiş pek çok ülke piyasasında araştırmacılar tarafından ampirik olarak kanıtlanmıştır. Gelişen bir borsa olan Borsa İstanbul'da ise kurumsal yönetim ile ilgili çalışmaların geçmişi çok eskiye dayanmamaktadır. Kurumsal yönetim konusunda Borsa İstanbul'da yer alan şirketler, özellikle endeks oluşturulmasından sonra akademik çalışmalara konu olmuştur. Ancak kurumsal yönetimin firma riskine etkisi pek fazla incelenmemiştir. Bu çalışma ile kurumsal yönetimin teorik olarak iddia edilen konuyla ilişkili faydalarının var olup olmadığı Borsa İstanbul'da ampirik olarak ortaya konulmaya çalışılacaktır.

İşletmelerin kaynak yapısı borç ve özkaynaktan oluşmaktadır. Dolayısıyla, işletmeler ya borçlanma yoluyla kredиторlerden yada özkaynak biçiminde hissedarlardan kaynak sağlamak durumundadır. İşletmelerin finansman maliyetleri, yatırımcıların işletme ile ilgili algıladığı riske bağlı olup; araştırmada kurumsal yönetim derecelendirme notunun firmaların piyasa riskine etkisi incelenmektedir. Yüksek kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olmanın firmanın piyasa riskini azalttığına deneysel olarak kanıtlanması durumunda, hali hazırda kurumsal yönetilen firmaların kurumsal yönetime daha çok önem vermelerine, diğer firmaları ise kurumsal yönetime yönelmeleri konusunda teşvik edeceği öngörülmektedir.

Çalışmaya, 2010-2015 döneminde Borsa İstanbul'da hisse senetleri işlem gören ve yeterli kurumsal derecelendirme notu alan firmalar dâhil edilmiştir. Kurumsal Yönetim Endeksi 2007 yılında oluşturulmuştur. Araştırmaya 2010 yılında başlanmasının sebebi ise, ilk yıllar dair yeterli veri bulunmamasıdır. Bu alanda 5 yıllık bakış, yönetim özelliklerinin etkisini tespit etmede yeterli bir süre olarak öngörülmektedir. Borsa İstanbul üzerinde yürütülen benzer çalışmaların önemli bir bölümü vaka çalışması biçiminde gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada ise, notun ilk açıklanmasının ardından oluşan değişim ve takip eden diğer yıllarda açıklanan notlarla değişimin ne yönde devam ettiği panel veri seti üzerinde yürütülecek analizlerle ampirik olarak ortaya konulmaktadır.

Takibeden bölümde konuya ilişkin literatüre yer verilmekte olup; ardından çalışmanın veri ve yöntemi sunulmaktadır. Ampirik bulguların ardından araştırma sonucu ve önerilerle sonlanmaktadır.

1. Literatür

İşletmelerde sahiplik ve yönetim ayrımı nedeniyle hissedarlar ve yöneticiler arasında, hissedarların maruz kaldığı bilgi asimetrisi, temsil maliyetini yaratmaktadır. Temsil problemi, yöneticilerin kendi çıkarları için çalışması, aşırı tazminat veya ek ödeme alması yada vazifeden kaçması şeklinde ortaya çıkabilmektedir. Yöneticilerin bu tür faaliyetleri hissedarların kaybını beraberinde getirmektedir. Temsil maliyetleri firma değerinin ve yatırımdan beklenen getirinin yanlış belirlenmesine dolayısıyla, yatırımcıların karar alırken yanlış seçim yapmasına neden olmaktadır (Ashbaugh vd., 2004). Ayrıca kötü yönetim sonucu oluşan şeffaf finansal bilgi yoksunluğu, hissedarları daha büyük bilgi riski ile karşı karşıya bırakmaktadır. Bu durum, yatırımcının firmaya

olan güveninin azalması, dolayısıyla işletmeyle ilgili algıladığı riskin artması sonucunu doğurmaktadır. Ampirik bulgular, sahip ve yöneticilerin ayrı kişiler olmasından kaynaklanan sözkonusu bilgi asimetrisinin, firmanın riskini ve neticede sermaye maliyetini artırdığını ortaya koymaktadır (Easley ve O'Hara, 2004). Kurumsal yönetim; yöneticilerin izlenmesi, fırsatçı davranışlarının sınırlandırılması ve bilgi riskinin azaltılmasında önemli bir rol üstlenmektedir. Yanısıra, kurumsal yönetimin içerden bilgi alanların ticaretini sınırlandırıp, asimetrik bilgiyi azaltarak sermaye maliyetini azaltacağı düşünülmektedir (Ashbaugh vd., 2004, Pham vd., 2013).

Yönetim kalitesinin sermaye maliyetini azaltacağı düşüncesinin çıkış noktası, halka açıklanan finansal bilgilerin kalitesinin işletme riskini düşüreceği, böylelikle sermaye maliyetinin azalacağı düşüncesidir. Copeland ve Galai (1983), Glosten ve Milgrom (1985), Barry ve Brown (1985), Amihud ve Mendelson (1986), Diamond ve Verrecchia (1991), Coles, Loewenstein ve Suay (1995), Botosan (1997), Sengupta (1998), Botosan ve Plumlee (2002), Easley ve O'Hara (2004) tarafından yürütülen çalışmalarda finansal bilgi kalitesinin, yatırımcının maruz kaldığı bilgi riskini azaltacağı ve dolayısıyla borç ve özkaynak maliyetini azaltacağı yönünde bulgular sunulmaktadır. Bu çalışmalardan çıkan genel sonuca göre, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki bilgi asimetrisinin azalması borç ve özkaynak maliyetinin azalmasına sebep olmaktadır. Sözkonusu bu çalışmalar genel olarak kurumsal yönetimin kamuyu aydınlatma boyutunu incelemişlerdir. Yönetimin diğer yönlerinin de araştırmalara dâhil edilmesi gerektiği düşüncesinden hareketle, gerçekleştirdikleri çalışmalarda Shleifer ve Vishny (1997) ve Bushman ve Smith (2001) tarafından; iyi yönetim özelliklerine sahip olmanın bilgi asimetrisini, dolayısıyla temsil maliyetlerini azaltacağı ortaya konulmaktadır.

Ashbaugh vd. (2004) finansal bilgi kalitesi, sahiplik yapısı, hissedar hakları, yönetim kurulu yapısı olmak üzere dört yönetim özelliğinin ve beta, büyüklük, piyasa değeri/defter değeri risk ölçüm özelliklerinin özkaynak maliyeti üzerine etkisini incelemişlerdir. Sonuç olarak, firmanın yönetim özelliklerinin hem doğrudan hem de beta üzerinden dolaylı olarak sermaye maliyetini etkilediğini ortaya koymuşlardır. Chen vd. (2009) 17 gelişen ülke piyasasında kurumsal yönetimin ve yatırımcıların yasal yollarla korunmalarının özkaynak maliyeti üzerine etkisini yansıtan ampirik bulgulara ulaşmışlardır. Pham vd. (2013) ise sermaye maliyetini açıklamada firmanın kurumsal yönetim mekanizması seviyesindeki değişikliklerin oynadığı rolü Avustralya firmaları üzerinde test etmişlerdir. Sözkonusu çalışmalarda, yönetici hissedarların oranının yüksek olmasının, kurumsal hissedarların varlığının ve bağımsız yönetim kurullarının bir firmanın algılanan riskinin azalmasına hizmet ettiği; böylece önde gelen yatırımcıların sermaye sağlamak üzere daha düşük getiri talep ettiği bulgusuna ulaşılmıştır. Bu sonuçlar, firmanın algılanan riskinin azalmasına hizmet eden her şeyin, çoğunluk hissedarlarının firmaya sağlayacağı sermayeden daha düşük getiri talep etmesine sebep olacağını ortaya koymaktadır. Rad (2014) Yeni Zelanda ve Singapur'da işlem gören firmalarda kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye maliyeti üzerine etkisini araştırmıştır. Sözkonusu çalışmada da kurumsal yönetim ve sermaye maliyeti arasında negatif bir ilişkinin varlığı ampirik olarak ortaya konmaktadır. Araştırmacı, bu durumun şirketlere sermaye maliyetlerini kontrol etmede yol göstereceğini ifade etmektedir. Zhu (2014) ise kurumsal yönetimin sermaye maliyetine etkisini 23 ülke verilerini kullanarak araştırmaktadır. Elde ettiği sonuç hem borç maliyetinin hem de özkaynak maliyetinin kurumsal yönetim özelliklerinden etkilendiğini yansıtmaktadır.

Ülkemizde kurumsal yönetimin finansal yönü ile ilgili literatüre bakıldığında; kurumsal yönetiminin firma değerine ve finansal performansa etkisini Yıldırım (2007), Büber (2008), Karamustafa vd. (2009), Süer (2011), Yalçın (2012), Yenice ve Dölen (2013), Ege vd. (2013), Kula ve Baykut (2014), Aksu ve AYTEKİN (2015) çalışmalarında ele almışlardır. Kurumsal yönetim endeksinin, finansal tablo manipülasyonu ile ilişkisini Dalğar ve Pekin (2011); hisse senedi getirisine etkisini Sakarya (2011) ve Kılıç (2011); kâr yönetimi uygulamalarına etkisini Önder (2012) incelemişlerdir. Kurumsal yönetimin firmanın betası ile borç ve özkaynak maliyeti üzerine

etkisini ele alan çalışmalara rastlanamazken; sermaye yapısına etkisinin ise sadece Eser (2011) tarafından incelendiği görülmektedir.

Yerli literatürde, özellikle kurumsal yönetimin firma değerine etkisi birçok araştırmaya konu olurken; işletmenin piyasa riskine etkisi konusunda pek fazla çalışmaya rastlanmamaktadır. Dolayısıyla, bu çalışmada, kurumsal yönetimin firmaların piyasa riskine etkisinin ortaya konulması amaçlanmaktadır. Araştırma sonuçlarıyla, yerel literatürde bu alandaki boşluğun doldurulmasına katkı sağlamak hedeflenmektedir. Yanısıra, kurumsal yönetimin, riski azalttığına ampirik olarak ortaya konulması halinde; bunun kurumsal yönetim derecelendirme notu olmayan firmaları kurumsal yönetim derecelendirme notu almaya, kurumsal yönetim derecelendirme notu olanları ise notlarını koruma ve yükseltme yönünde teşvik edici olması beklenebilecektir.

2. Veri ve Yöntem

İşletmeler için daha az maliyetle kaynak temin etmenin zorluğu bilinmektedir. Kurumsal yönetimin betaya etkisine ilişkin olarak araştırmada ortaya konulacak sonuçlarla; firmaların kaynak maliyetlerini düşürmek için daha adil, şeffaf, hesapverebilir ve hissedar haklarını gözetilen yönetim sistemleri oluşturmaya çalışmaları beklenebilecektir. Hâlihazırda devletin almış olduğu önlemlerle, şirketler kurumsal yönetim konusunda teşvik edilmektedir. Kurumsal yönetimle daha düşük risk sağlanabileceği yönünde ulaşılabilecek muhtemel sonuçlar, kurumsal yönetim konusunda yapılan teşviklere destek sağlayacaktır. Mevcut kurumsal yönetim derecelendirme notlarının riski etkilemediği hatta artırdığı yönünde bir sonuca ulaşılması durumunda ise, işletmelerin kurumsal yönetim sistemlerinin yada kamuya yapmış oldukları bildirimlerin etkinliğinin sorgulanması gerekecektir. Böyle bir sonucun başka bir açıklayıcısı ise, kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan kuruluşlara olan güvensizlik olabilecektir. Bu durumda, kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan kuruluşların, derecelendirme faaliyetlerinin niteliğinin sorgulanması gerekebilecektir.

Çalışma, 2010–2015 döneminde Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem görmeye devam eden veya endekse dâhil edildikten sonra yeterli kurumsal yönetim derecelendirme notu alamadığı için endeksten çıkartılan tüm şirketleri kapsamaktadır. Kurumsal Yönetim Endeksine dâhil olmak isteyen firmaların, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından derecelendirme yapma yetkisi verilmiş kuruluşlarca derecelendirilmesi gerekmektedir. Bu kuruluşlar firmalarla ilgili kurumsal derecelendirme çalışması yaparak daha sonra bu çalışmayı rapor halinde yayınlamaktadır. Araştırmamızda yetkili kuruluşlar tarafından yayınlanan kurumsal yönetim derecelendirme raporlarından alınan kurumsal yönetim derecelendirme notları kullanılmaktadır. Risk ölçütü olarak Finnet mali analiz programı tarafından hesaplanan beta'lar kullanılmaktadır. Çalışmada uygulanan analizlerde Eviews 9 ekonometri paket programı kullanılmıştır. Tablo 1'de çalışmada kullanılan veri ve değişkenlerle, bunların kaynakları sunulmaktadır.

Tablo 1: Araştırmanın Veri ve Değişkenleri

Yönetim Özellikleri	Tanımı ve Veri Kaynağı
KUR_YON	Pay Sahipleri notunun %25'i Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık notunun %25'i Menfaat Sahipleri notunun %15'i Yönetim Kurulu notunun %35'i alınarak hesaplanan kurumsal yönetim derecelendirme notu. (Kurumsal yönetim derecelendirme raporu)
Firma Özellikleri	
BETA	İşletmenin riski. (Finnet mali analiz programı)

Kurumsal yönetim notunun beta üzerine etkisini araştırmak için Panel veri modellerinden yararlanılmaktadır.

Borsa İstanbul'da (1) nolu eşitlikte verilen model aracılığıyla 2010-2015 yılları arasında, değişkenlerde tanımlanan kurumsal yönetim özelliklerinin Beta'yı etkileme derecesi ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

$$BETA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 KUR_YON_{it} + u_{it} \quad (1)$$

3. Ampirik Bulgular

Panel veri modellerinde birim kök testi yapılmasını öneren çalışmalar arasında Levin vd. (2002), Im vd. (2003) yer almaktadır. Çalışmamızda bu iki birim kök testleri uygulanmıştır. Hatalar arasındaki otokorelasyon sorununu gidermesi için uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

3.1. Panel Birim Kök Testi Bulguları

Tablo 2'de, değişkenlerin seviyelerinde [I(0)] uygulanan birim kök testi sonuçlarına göre, testlerden birinde durağan diğerinde durağan olmadıkları görülmektedir. Bu nedenle değişkenlerin birincil farklarına bakılmış ve beta ile kurumsal yönetim derecelendirme notlarının birincil farklarında [I(1)] durağan oldukları görülmüştür.

Tablo 2: Birim Kök Testleri Sonuçları (Düzey ve 1. Farklarda)

	İşletmenin Riski (BETA)			
	Sabitli			
	t istatistiği I(0)	Olasılık I(0)	t istatistiği I(1)	Olasılık I(1)
Levin vd. (2002)	-2.75934	0.0029***	-33.6075	0.0000***
Im vd. (2003)	0.35682	0.6394	-11.2074	0.0000***
	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu (Kur_Yon)			
	Sabitli			
	t istatistiği I(0)	Olasılık I(0)	t istatistiği I(1)	Olasılık I(1)
Levin vd. (2002)	-11.5409	0.0000***	-8.84316	0.0000***
Im vd. (2003)	0.08620	0.5343	-2.33049	0.0099***

***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir. LLC testinde BarlettKernel metodu kullanılmış ve Bandwhit genişliği Newey-West yöntemi ile belirlenmiştir.

3.2. Panel Eşbütünleşme Testi Bulguları ve Değerlendirilmesi

Tablo 3'te görüldüğü üzere, beta ve kurumsal yönetim derecelendirme notu arasındaki ilişkiyi araştırdığımız Pedroni Panel Eşbütünleşme testine göre H_0 hipotezi (seriler arasında eşbütünleşme yoktur) reddedilmiştir. Test sonuçlarından panel istatistiklerinin üçü %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Grup istatistiklerinden Grup-PP ve Grup-ADF istatistikleri %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Genel olarak değerlendirildiğinde Pedroni eşbütünleşme testindeki hem panel hem de grup istatistiklerini oluşturan yedi testin beşinin sonucu, seriler arasında kuvvetli bir eşbütünleşme ilişkisini göstermektedir. Kao eşbütünleşme testlerine göre H_0 hipotezi (seriler arasında eşbütünleşme yoktur) %10 anlamlılık düzeyinde reddedilmiştir. Dolayısıyla alternatif hipotez (seriler arasında eşbütünleşme vardır) kabul edilmiştir. Bu sonuçlarla sözkonusu dönemde işletmenin riskini temsil eden beta ve iyi yönetimi temsil eden kurumsal yönetim derecelendirme notları arasında eşbütünleşme olduğu bulgusuna ulaşılmaktadır. Dolayısıyla, beta ve kurumsal yönetim derecelendirme notları arasında birlikte hareket etme eğilimi gözlenmektedir.

Tablo 3: Eşbütünleşme Testleri Sonuçları

$BETA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 KUR_YON_{it} + u_{it}$				
Pedroni Panel Eşbütünleşme Testi Sonuçları				
(Within-Dimension)				
	t-Statistic	Prob.	Weighted t-Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	4.639678	0.0000***	-0.209684	0.5830
Panel rho-Statistic	-0.333964	0.3692	-1.262618	0.1034
Panel PP-Statistic	-3.877987	0.0001***	-12.86498	0.0000
Panel ADF-Statistic	-4.378757	0.0000***	-10.25967	0.0000
(Between-Dimension)				
	t-Statistic	Prob.		
Group rho-Statistic	1.576309	0.9425		
Group PP-Statistic	-16.02029	0.0000***		
Group ADF-Statistic	-11.73139	0.0000***		
Kao Panel Eşbütünleşme Testi Sonucu				
	t-Statistic	Prob.		
ADF	-1.547317	0.0609*		
Residualvariance	0.165341			
Hac variance	0.127873			

***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir. Uygun gecikme uzunluğu Schwarz bilgi kriterine göre seçilmiştir.

3.3. FMOLS Katsayıları Bulguları ve Değerlendirilmesi

Söz konusu değişkenlere eşbütünleşme testleri uygulandıktan sonra bu ilişkinin sapmasız katsayılarını tahmin etmek üzere tahmin edicilerin tutarlılığını test etmek üzere FMOLS (Full Modified Ordinary Least Square) yöntemi kullanılmıştır.

FMOLS yöntemi otokorelasyon, değişen varyans gibi sorunlardan kaynaklanan sapmaları düzeltmektedir. Pedroni (2000), FMOLS yönteminin küçük örneklemelerde de iyi sonuçlar verdiğini çalışmalarıyla ortaya koymuştur (Yardımcıoğlu ve Gülmez, 2013). Buna ilişkin sonuçlar tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4. Panel FMOLS Sonuçları

$BETA_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 KUR_YON_{it} + u_{it}$			
	Katsayı	t-Statistic	Prob.
Panel Geneli	-0.077043	-8.421365	0.0000***

***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Panel FMOLS test sonuçları değerlendirildiğinde, betanın işareti beklendiği gibi negatif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlıdır. Yani kurumsal yönetim derecelendirme notundaki artış, işletmenin riskini düşürücü yönde etkilemektedir. Panel genelinde kurumsal yönetim derecelendirme katsayısı -0.07 olarak hesaplanmıştır. Yani kurumsal yönetim derecelendirme notundaki 1 birimlik artış, işletmenin riskinde %7 oranında düşüşü beraberinde getirmektedir.

Sonuç ve Öneriler

Özellikle Türkiye gibi sermaye birikimi yetersiz ve tasarruf oranı düşük ülkelerdeki işletmeler için finansman kaynağı bulmak son derece zor ve maliyetli bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Yüksek maliyetli finansal kaynaklar firma kârlılığını olumsuz etkilemektedir. Bu durum son dönemde ülkemizde siyasi yönetimin, gerek Merkez Bankası gerekse ticari bankalar üzerinde faizlerin düşürülmesine yönelik taleplerinin en önemli sebebi olarak ortaya çıkmaktadır. Buradan hareketle, işletmelerin hem finansman kaynağı bulmak hem de bu kaynakların maliyetini olabildiğince düşürme çabası içerisinde olması sözkonusudur. Zira yeni yatırım kararlarının temel belirleyicisi sağlanacak fonların maliyetidir.

İşletmelerin finansman ihtiyacını karşılamada başvurabilecekleri iki kaynak bulunmaktadır. Birincisi işletmenin mevcut ortakları yada işletmeye yeni ortak olmak isteyen yatırımcılar, ikincisi ise borç verenlerdir. Firmaya kaynak sağlayan yatırımcılar işletme riski nispetinde sağladığı kaynaktan getiri bekleyecektir. Bu nedenle yatırımcının işletmeye daha düşük maliyetle kaynak sağlaması için, firma ile ilgili algıladığı riskin diğer yatırım alternatiflerinin riskinden daha düşük olması gereklidir. Dolayısıyla, işletmeler kaynak sağlayan/sağlayacak yatırımcıların algıladığı riski düşürecek, başka bir deyişle yatırımcıya güven verecek uygulamalara yönelmeye ihtiyaç duyarlar. Ayrıca devletler de yerli ve yabancı yatırımcıların ülkelerindeki firmalara, dolayısıyla genel ekonomiye olan güvenin artması için çeşitli önlemler almaktadırlar. Kurumsal yönetim bu önlemlerden birisidir. Kurumsal yönetim en yalın ifadeyle; adil, hesap verebilir, şeffaf ve hissedarların haklarını gözetilen bir yönetim demektir.

Gelişmekte olan bir piyasa olarak kabul edilen Borsa İstanbul'da kurumsal yönetimin işletmelere etkileri ile ilgili pek çok deneysel çalışma yapılmıştır. Ancak, kurumsal yönetim özelliklerinin betaya etkisine ilişkin çok fazla çalışmaya rastlanmamaktadır. Bu çalışmada; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulları ölçütleri dikkate alınarak; derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların işletme betasına etkisi ortaya konulmaktadır. 2010-2015 dönemine ilişkin panel veri seti üzerinde yürütülen analiz sonucunda ulaşılan bulgular – literatürle uyumlu olmak üzere– BİST firmalarının kurumsal yönetim derecelendirme notunda ortaya çıkacak artışın; işletmelerin yatırımcılar tarafından algılanan piyasa riskinin azaltacağına işaret etmektedir. Bu sonuçların, firmaları kurumsal yönetim derecelendirme notu almaya veya mevcut notlarını yükseltmeye teşvik edici olması öngörülebilir. Zira, piyasa riskindeki düşüşün, firmaların daha düşük maliyetle finansman sağlamaları sonucunu beraberinde getirmesi beklenmektedir.

Kaynakça

Aksu, M. ve S. Aytekin. (2015). Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Notu ile Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BIST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) Üzerine Bir Uygulama, Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi, 13, ss.201-219.

Amihud, Y. and H. Mendelson. 1986. Asset Pricing and Bid-Ask Spread, Journal of Financial Economics, 17, pp.223-249.

Ashbaugh, H., D.W. Collins, and R. LaFond. (2004). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital, Working paper, University of Wisconsin-Madison.

Barry, C. and S. Brown. (1985). Differential Information and Security Market Equilibrium, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 20, pp.407-222.

Botosan, C. and M. Plumlee. (2002). A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, Journal of Accounting Research, 40, pp.21-40.

- Botosan, C. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, *Accounting Review*, 72, pp.323-349.
- Bushman, R. and A. Smith. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance, *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp.237-333.
- Büber, H. (2008). Kurumsal Yönetim İlkelerini Uygulama Derecesi ile Performans Arasındaki İlişki: İMKB’de Faaliyette Bulunan Aile İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- Chen, K., Z. Chen and J. Wei. (2009). Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital, *Journal of Corporate Finance*, 15, pp.273-289.
- Coles, J.L., U. Loewenstein and J.R. Suay. (1995). On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, pp.347-364.
- Copeland, T. and D. Galai. (1983). Information Effects on the Bid-Ask Spread, *The Journal of Finance*, 36, pp.1457-1469.
- Dalğar, H. ve S. Pekin. (2011). Kurumsal Yönetim ile Finansal Tablo Manipülasyonu Arasındaki İlişki: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nde Yer Alan Şirketlerde Bir Araştırma, *Mali Çözüm Dergisi*, 107, ss.19-44.
- Diamond, D. and R. Verrecchia. (1991). Disclosure, Liquidity and the Cost of Equity Capital, *The Journal of Finance*, 46, pp.1325-1360.
- Easley, D. and M. O’Hara. (2004). Information and the cost of capital, *Journal of Finance*, 59, pp.1553–1583.
- Ege, İ., E. Topaloğlu ve M. Özyamanoğlu. (2013). Finansal Performans ile Kurumsal Yönetim Notları arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(9), ss.100-117.
- Eser, A. (2011). Kurumsal Yönetim ve Sermaye Yapısı Arasındaki İlişki: İMKB’de Bir Uygulama, *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi*.
- Glosten, L. and P. Milgrom. (1985). Bid Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders, *Journal of Financial Economics*, 14, pp.71-100.
- Im, K.S., M.H. Pesaran and Y. Shin. (2003). Testing for unit roots in heterogeneous panels, *Journal of Econometrics*, 115, pp.53-74.
- Karamustafa, O., İ. Varıcı ve B. Er. (2009). Kurumsal Yönetim ve Firma Performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Firmalar Üzerinde Bir Uygulama, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17, ss.100 – 119.
- Kılıç S. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi, *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 48(552), ss.45-58.
- Kula, V. ve E. Baykut. (2014). Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ile Piyasa Değeri Arasındaki İlişki: BIST XKURY Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(3), ss.1-17.
- Levin, A., C. Lin and C.J. Chu. (2002). Unitroottests in panel data: asymptotic and finite-sample properties, *Journal of Econometrics*, 108(1), pp.1-24.
- Önder, Ş. (2012). İşletmelerin Kâr Yönetimi Uygulamalarında Kurumsal Yönetim Yapılarının Etkisi: İMKB Üzerine Bir Uygulama, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

- Pedroni, P. (2000). Fully Modified OLS for Heterogeneous Cointegrated Panels, *Advances in Econometrics*, 15, pp.93-130.
- Pham, P.K., J. Suchard and J. Zein. (2013). Corporate Governance, Cost of Capital and Performance: Evidence from Australian Firms, *Australian School of Business Research Paper No. 2013 BFIN 03*.
- Rad, S.A. (2014). The Relationship Between Corporate Governance Practices and Cost of Capital In Large Listed Companies of New Zealand and Singapore, *Dissertation, The University of Waikato*.
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi, *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), ss.147–162.
- Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt, *Accounting Review*, 73, pp.459-474.
- Shleifer, A. and R. Vishny. (1997). A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, pp.737-783.
- Süer, H.C. (2011). İMKB’de Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisinin Modellenmesine İlişkin Bir Uygulama, *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi*.
- Yalçın, B. (2012). Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisi: Türkiye Örneği, *Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi*.
- Yardımcıoğlu, F. ve A. Gülmez. (2013). Türk Cumhuriyetlerinde İhracat ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Panel Eşbütünleşme ve Panel Nedensellik Analizi, *Bilgi Ekonomisi ve Yönetim Dergisi*, 8(1), ss.145-161.
- Yenice S. ve T. Dölen. (2013). İMKB’de İşlem Gören Firmaların Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyumunun Firma Değeri Üzerindeki Etkisi, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), ss.199-214.
- Yıldırım, M. (2007). Türkiye’de Kurumsal Yönetim ve Şirketlerin Finansal Performansları Üzerine Etkileri, *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi*.
- Zhu, F. (2014). Corporate Governance and the Cost of Capital: An International Study, *International Review of Finance*, 14(3), pp.393–429.