



**T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

**İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI**

**KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK PERFORMANSININ BORÇLANMA
MALİYETİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ**

DOKTORA TEZİ

ELHAM KHAKIPOUR DIZAJ

DANIŞMAN: PROF. DR. MİNE AKSOY KAVALCI

**YALOVA
MAYIS 2025**



T.C.
YALOVA ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI

KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK PERFORMANSININ BORÇLANMA MALİYETİ
ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

DOKTORA TEZİ

ELHAM KHAKIPOUR DIZAJ

187301013

DANIŞMAN: PROF. DR. MİNE AKSOY KAVALCI

YALOVA
MAYIS 2025

ETİK BEYAN

Yalova Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım “Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansının Borçlanma Maliyeti Üzerindeki Etkileri: Borsa İstanbul Örneği” başlıklı bu tez çalışmada; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu bildirir, aksinin tespiti halinde doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi taahhüt ve beyan ederim.

İmza

Elham Khakipour Dizaj





ÖNSÖZ

Doktora eğitimim süresince bilgi ve deneyimiyle her zaman yanımda olan, akademik gelişimime sunduğu değerli katkılarla süreci anlamlı kılan ve sabırlı, teşvik edici yaklaşımıyla bana rehberlik eden kıymetli danışman hocam Sayın **Prof. Dr. Mine Aksoy Kavalcı**'ya en içten teşekkürlerimi sunarım. Bilimsel yolculuğumda bilgi birikimi, moral desteği ve samimi yardımlarıyla bana yol gösteren Sayın **Prof. Dr. Ayşe Tansel Çetin** ve Sayın **Doç. Dr. Nuraydın Topcu**'ya şükranlarımı ifade etmek isterim. Ayrıca, jüri üyesi olarak desteklerini esirgemeyen Sayın **Prof. Dr. Mustafa Kemal Yılmaz** ve Sayın **Doç. Dr. Hakan Kapucu**'ya da teşekkürlerimi sunarım.

Elham Khakipour Dizaj

16/05/2025





İÇİNDEKİLER

ETİK BEYAN.....	iii
ÖNSÖZ	v
İÇİNDEKİLER	vii
SİMGELER ve KISALTMALAR LİSTESİ.....	x
TABLolar LİSTESİ.....	xii
ŞEKİLLER LİSTESİ	xv
ÖZET	xvii
ABSTRACT.....	xix
1.GİRİŞ	1
2.KAVRAMLAR.....	7
2. 1. KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK.....	7
2.1.1. Sosyal Sorumluluk Yaklaşımları.....	9
2.1.2. Kurumsal Sosyal Sorumluluk İlkeleri	11
2.1.2.1. Adillik ilkesi	11
2.1.2.2. Şeffaflık ilkesi	12
2.1.2.3. Hesap verebilirlik ilkesi.....	13
2.1.2.4. Sorumluluk ilkesi.....	14
2.2. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK	15
2.2.1. Ekonomik Sürdürülebilirlik	17
2.2.2. Sosyal Sürdürülebilirlik	19
2.2.3. Çevresel Sürdürülebilirlik	20
2.3. ÇEVRESEL, SOSYAL VE YÖNETİŞİM PERFORMANSI	22
3. BORÇLANMA MALİYETİ VE KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK İLE İLGİLİ TEORİLER	27
3.1. BORÇLANMA MALİYETİ.....	27
3.2. BORÇLANMA MALİYETİ İLE İLGİLİ TEORİLER	34
3.2.1. Finansman Hiyerarşisi Teorisi	35
3.2.2. Dengeleme Teorisi	37
3.2.3. Sinyal Teorisi	38
3.3. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK İLE İLGİLİ TEORİLER.....	42
3.3.1. Meşruiyet Teorisi	42
3.3.2. Vekalet Teorisi	44
3.3.3. Paydaş Teorisi	46

4. LİTERATÜR İNCELEMESİ.....	49
4.1. Çevresel, Sosyal, Yönetişim Performansı ve Borçlanma Maliyeti.....	49
4.1.1. Çevresel Performans ve Borçlanma Maliyeti	57
4.1.2. Sosyal Performans ve Borçlanma Maliyeti.....	62
4.1.3. Kurumsal Yönetişim ve Borçlanma Maliyeti	65
4.2. Kovid-19 Döneminde Çevresel, Sosyal, Yönetişim Performansı ve Borçlanma Maliyeti.....	68
5. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK PERFORMANSI VE BORÇLANMA MALİYETİ İLİŞKİSİ.....	75
5.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	75
5.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE VERİ SETİ.....	75
5.3. ARAŞTIRMANIN DEĞİŞKENLERİ.....	76
5.4. ARAŞTIRMANIN MODELİ.....	80
5.5. ARAŞTIRMANIN AMPİRİK BULGULARI	81
6. SONUÇ VE ÖNERİLER	97
KAYNAKLAR.....	101
EKLER	121
ÖZGEÇMİŞ.....	124



SİMGELER ve KISALTMALAR LİSTESİ

SİMGELER

α	:	Sabit terim
X_i	:	i açıklayıcı değişken için katsayı
ϵ	:	Hata terimi

KISALTMALAR

ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
BIST	:	Borsa İstanbul
BIST100	:	Borsa İstanbul'da İşlem Gören Piyasa Değeri ve İşlem Hacmi En Yüksek 100 Şirket
CDP	:	Karbon Saydamlık Projesi
ÇSY	:	Çevresel, Sosyal, Yönetişim
ESG	:	Environment, Social, Governance
EU ETS	:	Avrupa Birliği Emisyon Ticaret Sistemi
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
GRI	:	Küresel Raporlama Girişimi
GSYH	:	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
ISO	:	International Organization for Standardization
KLD	:	Kinder, Lydenberg, Domini
KSP	:	Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı
KSS	:	Kurumsal Sosyal Sorumluluk
MSCI	:	Morgan Stanley Capital International
OECD	:	Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü
SRI	:	Sosyal Sorumlu Yatırım
S&P	:	Standard and Poor's
TÜSİAD	:	Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği
UNPRI	:	Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri



TABLolar LİSTESİ

Tablo 2.1. ÇSY Performansının Tanımları.....	26
Tablo 3.1. Öz kaynak ile Yabancı Kaynak (Borç) Arasındaki Farklar	29
Tablo 3.2. Firmaların Borçlanma Maliyetlerini Etkileyen Faktörler	30
Tablo 3.3. Türkiye'de Borçlanma Araçları	33
Tablo 3.4. Sermaye Yapısı Teorileri ve Borçlanmayı Etkileyen Faktörler	40
Tablo 4.1. ÇSY Performansı ve Borçlanma Maliyeti İlişkisini İnceleyen Çalışmalar.....	55
Tablo 5.1. Değişkenler ve Hesaplanış Şekilleri.....	77
Tablo 5.2. Tanımlayıcı İstatistikler	82
Tablo 5.3. Korelasyon Tablosu	82
Tablo 5.4. Çevresel Performans ve BM İlişkisi F-Testi sonuçları	83
Tablo 5.5. Çevresel Performans ve BM İlişkisi LR Testi Sonuçları	83
Tablo 5.6. Çevresel Performans ve BM İlişkisi Hausman Testi Sonuçları	84
Tablo 5.7. Çevresel Performans ve BM İlişkisi Değişen Varyans Sonuçları.....	84
Tablo 5.8. Çevresel Performans ve BM İlişkisi Otokorelasyon Testleri Sonuçları	85
Tablo 5.9. Çevresel Performans ve BM İlişkisi Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları	85
Tablo 5.10. Çevresel Performans ile BM İlişkisi Driscoll-Kraay Dirençli Tahminleyici Sonuçları.....	87
Tablo 5.11. Sosyal Performans ile BM İlişkisi F-Testi Sonuçları.....	87
Tablo 5.12. Sosyal Performans ile BM İlişkisi LR Testi Sonuçları	88
Tablo 5.13. Sosyal Performans ile BM İlişkisi Hausman Testi Sonuçları	88
Tablo 5.14. Sosyal Performans ile BM İlişkisi Değişen Varyans Sonuçları.....	88
Tablo 5.15. Sosyal Performans ile BM İlişkisi Otokorelasyon Testleri Sonuçları	89
Tablo 5.16. Sosyal Performans ile BM İlişkisi Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları	89
Tablo 5.17. Sosyal Performans ile BM İlişkisi Driscoll -Kraay Dirençli Tahminleyicisi Sonuçları	91
Tablo 5.18. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi F-Testi Sonuçları.....	91
Tablo 5.19. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi LR Testi Sonuçları	92
Tablo 5.20. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi Hausman Testi Sonuçları	92
Tablo 5.21. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi Değişen Varyans Sonuçları.....	92
Tablo 5.22. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi Otokorelasyon Testleri Sonuçları	93
Tablo 5.23. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları	93

Tablo 5.24. Yönetişim Performansı ile Borçlanma Maliyeti İlişkisi Driscoll-Kraay Dirençli Tahminleyicisi Sonuçları	95
Tablo 5.25. Hipotez Testlerinin Sonuçları	95





ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Temel İlkeleri	11
Şekil 2.2. Sürdürülebilir Kalkınma Üçgeni.....	17
Şekil 2.3. ÇSY, Sermaye Yapısı ve Kurumsal Sürdürülebilirlik İlişkisi	24
Şekil 5.1. Teorik Model	81





KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK PERFORMANSININ BORÇLANMA MALİYETİ ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ: BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

ÖZET

Bu çalışmanın amacı, Borsa İstanbul 100 endeksinde yer alan ve finansal olmayan şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansının borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini incelemektir. Firmaların 2014-2022 yılları arası verileri kullanılarak panel veri analizi yöntemiyle analizler yapılmıştır. Araştırmanın örneklemini, 58 şirket ve 316 gözlemden oluşmaktadır. Refinitiv Eikon veri tabanından firmaların çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) notlarına ulaşılmıştır ve bu notlar sürdürülebilirlik performans göstergesi olarak kullanılmıştır. Analiz sonuçları, çevresel performans, sosyal performans ve yönetim performansının firmaların borçlanma maliyetleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmadığını göstermiştir. Çalışmanın yapıldığı dönem aralığında Kovid-19 kaynaklı bir kriz yaşanmıştır ve bu dönemde firmaların borçlanma maliyetlerinin arttığı izlenmiştir. Analiz sonuçları, Kovid-19 döneminde sosyal performans ve yönetim performansının borçlanma maliyetleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı, negatif ve borçlanma maliyetlerini azaltıcı bir etkisi olduğunu göstermiştir. Ayrıca büyük firmaların ve duran varlık oranı yüksek olan firmaların daha düşük, hizmet sektöründe yer alan firmaların ise daha yüksek borçlanma maliyetine sahip olduğu tespit edilmiştir. Çalışmanın bulguları, kriz dönemlerinde borç verenlerin şirketlerin kredi değerliliğini ölçmek için ÇSY uygulamalarına önem verdiklerini göstermektedir. Bu durum, düzenleyici ve denetleyici otoriteler için, şirketlerin ÇSY taahhütlerini daha fazla destekleyen veya zorunlu kılan politikaları teşvik etmeleri gerekliliğini işaret etmektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı, Borçlanma Maliyeti, Borsa İstanbul, Kovid-19.



THE EFFECTS OF CORPORATE SUSTAINABILITY PERFORMANCE ON COST OF DEBT: THE CASE OF BORSA ISTANBUL

ABSTRACT

The aim of this study is to examine the impact of corporate sustainability performance on the cost of debt for non-financial companies listed in the Borsa Istanbul 100 index. Using data from the years 2014 to 2022, analyses were conducted through the panel data analysis method. The sample consists of 58 companies and 316 observations. Environmental, social, and governance (ESG) scores of the companies were obtained from the Refinitiv Eikon database, and these scores were used as indicators of sustainability performance. The analysis results showed that environmental, social, and governance performance did not have a statistically significant effect on the cost of debt for companies. During the period studied, a crisis caused by COVID-19 occurred, and it was observed that the cost of debt increased for companies during this time. The analysis results indicated that during the COVID-19 period, social performance and governance performance had a statistically significant, negative, and cost-reducing effect on the cost of debt. Additionally, it was found that large companies and those with a high ratio of fixed assets had lower borrowing costs, while companies in the service sector had higher borrowing costs. The findings of the study suggest that lenders place importance on ESG practices when assessing the creditworthiness of companies during crisis. This situation indicates a need for regulatory and supervisory authorities to promote policies that further support or mandate companies' ESG commitments.

Keywords: Corporate Sustainability Performance, Cost of Debt, Borsa Istanbul, COVID-19.

1.GİRİŞ

Globalleşmeyle birlikte 2020’li yıllarda işletmelerin yeni rekabet stratejisi kurumsal sürdürülebilirlik uygulamaları olmuştur. Kurumsal sürdürülebilirlik performansı yüksek olan işletmeler kâr elde etmek amacı yanında üretim ve çevre standartlarına uyarak kendi marka değerini oluşturup, toplumsal saygınlık kazanıp, bu sayede sermaye maliyetlerini düşürüp firma değerlerini artırarak hem ekonomik hem sosyal değer yaratabilmektedir.

Sürdürülebilirliğin, her bir boyutu ayrı bir sermaye kaynağı olduğu için bu boyutların birbirinden ayrılması mümkün değildir. Bu sermaye kaynaklarından birinde meydana gelen azalma veya kaybın, diğerinde yaşanan artışla telafi edilmesi mümkün olmamaktadır (Turhan vd., 2018:21). Albu vd. (2013) tarafından yapılan çalışmada, sürdürülebilirlik raporlamasının faydaları dört bölümde ele alınmıştır: bunlar, doğrudan maliyetlerin azalması (enerji, malzeme, zaman kaybı, vb.), işçi verimliliğinin artması (artan motivasyon, düşük devamsızlık, azalmış personel değişimi), riskin azalması (krediye daha kolay erişim, yatırımcılar için varlık değerinin artması, paydaşlar tarafından destek, vb.) ve firma rekabetçiliğinin artması olarak ifade edilmiştir.

Kurumsal sürdürülebilirlik, firmaların tüm paydaşlarının bugünkü ve gelecekteki ihtiyaçlarını karşılama yeteneği sağlar. Firmalar, politik anlamda sürdürülebilirliğe aktif bir şekilde katkıda bulunmalı ve aynı zamanda ekonomik, sosyal ve çevresel sürdürülebilirlik ile büyümeyi planlamalıdır. Geleneksel anlayışta sürdürülebilirlik, yalnızca işletme karlılığı ile sınırlı görülürken, günümüzde sürdürülebilirlik, ekolojik, sosyal ve ekonomik alanlara eşit derecede önem verilmesini gerektirmektedir (Dyllick ve Hockerts, 2002: 131).

Kurumsal Sosyal Sorumluluk (KSS) uygulamaları, şirketlerin faaliyetlerini yürütürken topluma ve paydaşlarına karşı sorumlu bir şekilde davranmalarını vurgulayan bir kavramdır. Geleneksel işletme stratejilerinin aksine, paydaşları sadece işletme sahipleri ve hissedarlarla sınırlı tutmak yerine, Freeman (1984) paydaş kavramını genişleterek, hükümetler, politik gruplar, hissedarlar, finansal ve ticari birlikler, tüketiciler, çalışanlar, tüketici koruma dernekleri, tedarikçiler ve rakip işletmeleri de bu gruba dâhil etmiştir (Ertuğrul, 2008: 206).

Geleneksel finans, risk ve getiri üzerinde yoğunlaşırken, sürdürülebilir finans dar anlamdaki hissedar modelinden, daha geniş anlamlı ve uzun vadeli paydaşlık modeline geçişi sağlamaktadır (Schoenmaker, 2017:1). Devletler küresel iklim kriziyle mücadele etmek amacıyla, yeşil projelere ve düşük karbonlu ekonomiye geçiş planlamalarında sürdürülebilir finansman araçları (yeşil tahviller, yeşil bonolar) ihraç etmeye başlamışlardır. Çevre dostu

projelerin hayata geçirilebilmesi için finansal düzenleyiciler, özel fonlama türlerinin artması için bankaları motive etmektedirler ve bu kapsamda ortaya çıkan yeşil krediler, enerji verimliliği, karbon emisyonunun azaltılması gibi projelere fonlama sağlamak için düşünülmüş bir mekanizmadır (Canikli, 2022:23).

Çevresel, Sosyal, Yönetişim (ÇSY), şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim unsurlarını iş modellerine nasıl entegre ettiklerini ifade ederken, KSS ise şirketlerin toplumsal sorumluluk bilinciyle daha iyi bir kurumsal vatandaş olma çabalarını kapsar. ÇSY, kurumsal yönetime doğrudan vurgu yaparken, KSS bunu dolaylı olarak ele alır. Bu nedenle, ÇSY 'nin kapsam bakımından KSS' ye göre daha geniş olduğu söylenebilir (Gillan vd., 2021: 2). Literatürdeki çalışmalarda (Atasel ve Güneysu,2023; Ateş, 2021; Houqe vd.,2020; Apergis vd.,2022) KSP performans ölçütü olarak ÇSY notu kullanılmıştır.

Firmaların finansal performansının yüksek olması kısa vadede bir avantaj olarak görülse bile uzun vadede firmanın devamlılığı için bir garanti unsuru olmamaktadır. Uzun vadede firmaların çevresel ve sosyal faktörleri göz önünde bulundurmaları gerekmektedir (Ertan, 2018: 464). Varlık yöneticileri için sürdürülebilirlik uygulamaları yatırım stratejilerini geliştirmede ve uygulamada kritik bir araçtır. ÇSY faaliyetleri, uzun vadeli yatırım fırsatlarını değerlendirmeye ve toplumsal etki yaratmaya çalışan uygulayıcılar arasında giderek daha fazla ilgi görmektedir. İş yöneticileri, ÇSY ve sürdürülebilirlik çabalarının şirketin uzun vadeli sürdürülebilirliği ve itibarı için önemli bir rol oynadığının bilincindedir (Özer vd., 2023a: 338).

Dünya Borsalar Federasyonu bünyesinde faaliyet gösteren Sürdürülebilirlik Çalışma Grubu tarafından önerilen bazı ölçütler arasında şunlar yer almaktadır (Gündüz, 2018: 3):

- Sera gazı emisyonu verilerinin izlenmesi ve raporlanması.
- İşyeri yaralanmaları nedeniyle kaybedilen zaman.
- Cinsiyet eşitliği ve çalışan çeşitliliği.
- Yeşil bina uygulamalarının teşvik edilmesi.
- Çalışan devir hızının analizi.

Firmalar, faaliyetlerini sürdürebilmek ve büyüme hedeflerini gerçekleştirebilmek için finansman kaynaklarına ihtiyaç duyarlar. Bu finansman, firmanın öz kaynakları veya dış kaynakları kullanılarak sağlanabilir. Firmaların kullandığı iç ve dış fon kaynaklarının toplamı, sermaye yapılarını şekillendirir. Her iki finansman türünün de belirli maliyetleri

vardır ve firmalar için temel hedef, gerekli finansmanı doğru zamanda ve uygun maliyetle temin etmektir. Sağlanan finansmanın, firma değerini artıracak şekilde yönetilmesi önem taşır. Bu durum, finansman seçeneklerinin risk ve getiri açısından detaylı bir şekilde analiz edilmesini ve optimal bir kaynak kullanımı planının oluşturulmasını gerektirir. Optimal sermaye yapısına ulaşmak, uzun vadede firmanın sürdürülebilirliğini ve rekabet gücünü artırabilir (Karabulut ve Şeker, 2020: 29).

Son araştırmalar KSS'nin negatif şoklar sırasında firma değerinin korunmasında ve riskin azaltılmasında önemini vurgulamakta olup onun sigorta rolünü doğrulamaktadır. Kovid-19 döneminde ÇSY'nin borçlanma maliyetine etkisi, yatırımcı tercihlerinin ve finansman koşullarının değişmesi nedeniyle önemli hale gelmiştir ve bunun temel nedenleri aşağıda açıklanmıştır.

İlk olarak, ÇSY odaklı firmalar, daha iyi yönetim yapıları ve sürdürülebilir iş modelleri sayesinde yatırımcılar ve kreditorler açısından daha az riskli görülmektedir. Bu da onların borçlanma maliyetlerini düşürmektedir. İkinci neden ise ÇSY 'e yatırım yapan şirketler, pandemi gibi belirsiz dönemlerde piyasa güvenini koruyabilmiş ve kredi risklerini azaltmıştır. Yüksek ÇSY performansı, firmaların finansal stres seviyelerini düşürerek kredi notlarının korunmasına katkı sağlamıştır. Son olarak yapılan çalışmalar, ÇSY puanı yüksek olan şirketlerin sermaye maliyetlerini ve kredi risk primlerini azalttığını ortaya koymuştur. Bu tür firmalar, pandemi sırasında daha uygun kredi koşulları elde edebilmiştir.

Piechocka-Kałużna vd. (2021) tarafından yapılan çalışmada, pandemi döneminde ÇSY uygulamalarının açıklanmasının, şirketlerin daha düşük maliyetle finansman erişimi sağlamalarına olanak tanıyacağı ve bu yolla finansal performanslarını iyileştirebileceği sonucuna varılmıştır. Ali vd. (2023) Kovid-19 döneminde büyük firmalar için çevresel performansın kredi değerlendirmelerinde önemli hale geldiğini ve iklim değişikliği eylemlerinin finansman maliyetlerinde avantaj sağladığını göstermektedir. Zhang vd. (2022) Kovid-19 dönemi sürdürülebilir kalkınma stratejilerinin finansal zorluklara uyum sağlamada etkin bir rol oynadığını ve dış şokların etkilerini hafifletmeye yardımcı olduğunu güçlü bir şekilde ortaya koymuştur. Çalışma, sürdürülebilir stratejilerin kriz dönemlerinde işletmelere esneklik kazandırarak dirençlerini artırdığını vurgulamaktadır. Gajdosikova ve Valaskova (2023) KSS'nin şirket borç yönetimi ve toplumsal algı üzerindeki etkisini incelemek için önemli bir araç olduğunu göstermiştir. Çalışma KSS' nin şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim risklerini etkin bir şekilde yönetmede kritik bir rol oynadığını ve pandemi döneminde KSS girişimlerinin öneminin arttığını ortaya koymaktadır. Taghizadeh-Hesary

vd. (2021) Kovid-19 pandemisi ve küresel durgunluğun yeşil projelere yapılan yatırımları azalttığını, ancak pandemi sonrasında sürdürülebilir altyapı projelerini finanse etmek amacıyla kullanılan yeşil tahvillerin popülaritesinin arttığını gözlemlemiştir.

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul 100 (BIST100) endeksinde yer alan ve finansal olmayan şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansının borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini incelemektir. Firmaların 2014-2022 yılları arası finansal verileri, ve kurumsal sürdürülebilirlik performans göstergesi olarak ÇSY notları kullanılarak, panel veri analizi yöntemi ile analizler yapılmıştır. Analizlerin yapıldığı dönem aralığında Kovid-19 kaynaklı bir kriz yaşanmıştır. Tüm dünyayı etkisi altına alan Kovid-19 pandemisi, yalnızca küresel bir sağlık krizi değil, aynı zamanda ciddi ekonomik sorunlara yol açan, finansal piyasaları ve ekonomik göstergeleri olumsuz etkileyen bir krizdir (Carroll, 2021; Chowdhury vd., 2022). Salgın sürecinde üretim ve hizmet sektörlerinde birçok faaliyet durma noktasına gelmiş; bu durum işsizlik oranlarını artırarak işletmelerin sürdürülebilirlik çabalarını ve refah düzeylerini olumsuz yönde etkilemiştir (Bayındır ve Aksoy, 2024). Bu kriz şirketlerin borçlanma maliyetlerini de etkilemiştir. Dolayısıyla Kovid-19 döneminde ÇSY ve borçlanma maliyeti ilişkisinin uygulamalı çalışmalarla ortaya konulması önem arz etmektedir. Bu konuda gelişmekte olan piyasalarda yapılmış çalışmaların sayısının az olması ve Türkiye’de konuya ilişkin çalışmaya rastlanmaması bu çalışmanın literatüre katkısı açısından önemlidir. Çalışmanın örneklemi 2014-2022 yılları arasını kapsamakta olup, bu dönemde meydana gelen Kovid-19 pandemisi nedeniyle 2020 yılı pandemi dönemi olarak ele alınmıştır.

Bu çalışma literatüre üç açıdan katkı sağlamaktadır. (i) Kovid-19 döneminde kurumsal sürdürülebilirlik performansının borçlanma maliyeti üzerindeki etkisine dikkat çekerek bu alandaki literatürü zenginleştirmektedir, (ii) gelişmekte olan ülkeler grubunda yer alan Türkiye’de şirketlere borçlanma maliyeti konusunda rehberlik edecek bilgiler sunmaktadır, (iii) kurumsal sürdürülebilirlik performansı yüksek olan şirketler için risk algısı konusunda bir değerlendirme yaparak finansal kurumlar için kanıtlar sunmaktadır. Çalışmanın sonuçları, vekâlet teorisi ve paydaş teorisi çerçevesine de değerli katkılarda bulunmaktadır.

Çalışmanın kalan bölümleri aşağıdaki şekilde yapılandırılmıştır: Birinci bölümde, kurumsal sosyal sorumluluk, kurumsal sürdürülebilirlik ve çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) kavramları ile ilgili temel yaklaşımlar ele alınmaktadır. İkinci bölümde, borçlanma maliyeti kavramı ve ilgili teorik çerçeveye yer verilmektedir. Üçüncü bölümde mevcut literatür incelenmiş ve bu doğrultuda araştırma hipotezleri oluşturulmuştur. Dördüncü bölümde,

araştırmada kullanılan veri seti ile yöntem açıklanmakta ve elde edilen bulgular sunulmaktadır. Son bölümde ise, araştırma sonuçları tartışılmış ve gelecekteki çalışmalara yönelik önerilere yer verilmiştir.





2.KAVRAMLAR

2. 1. KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK

Kurumsal sosyal sorumluluk kavramı, 1953'te Bowen'in "İş Adamlarının Sosyal Sorumlulukları" adlı kitabında ilk kez tanımlanmıştır. Yazar, iş adamlarının yalnızca kâr elde etme amacı gütmemeleri gerektiğini, aynı zamanda topluma değer katabilecek hedefler doğrultusunda sosyal sorumluluk faaliyetlerine de odaklanmaları gerektiğini açıklamıştır (Bowen, 1953:6). Bowen'in görüşleri, işletmelerin toplumsal etkilerini ve bu etkilerin önemini vurgulayarak, sosyal sorumluluk anlayışının temellerini atmıştır. Bu kavram, zamanla işletmelerin etik ve toplumsal sorumluluklarını daha geniş bir çerçevede değerlendirmelerine yol açmıştır

KSS işletmelerin toplumsal ve çevresel hedeflere yönelik faaliyetlerini uygulamaları ve bu faaliyetleri paydaşlarıyla olan ilişkileriyle bütünleştirmelerini içeren bir kavramdır. Bu çerçevede, KSS, yalnızca yasal beklentilerin karşılanmasıyla sınırlı kalmayıp, aynı zamanda insan sermayesine, çevreye ve paydaşlarla olan ilişkilere daha fazla yatırım yapılmasını da zorunlu kılmaktadır (Aktan, 2007: 12).

Kotler (2000) ise kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) kavramını, bir kurumun insan sağlığını, güvenliğini, çevreyi veya toplumun refahını iyileştirmeyi amaçlayan bir davranış eylemi olarak tanımlamaktadır. Bu bağlamda, KSS'yi toplumsal pazarlama uygulamalarından ziyade, sosyal pazarlamanın bir aracı olarak vurgulamaktadır. Bu yaklaşım, işletmelerin yalnızca kâr amacı gütmeyip, aynı zamanda topluma ve çevreye duyarlı bir şekilde hareket etmelerini gerektiren bir sorumluluk anlayışını da yansıtmaktadır.

Kurumsal sosyal sorumluluk, işletmelerin birden fazla paydaşın çıkarlarına aynı anda önem vererek hizmet sunduğu bir anlayış olarak tanımlanmaktadır. Bu bağlamda, KSS, çevre ile sosyal yararlarla bağlantılı uygulamaların, stratejilerin ve politikaların toplamını ifade eder (Mosca ve Civera, 2017: 16).

Hopkins (2017), kurumsal sosyal sorumluluk kavramının birçok benzer tanıma sahip olduğunu belirtmiş ve günümüzde en yaygın olarak kullanılan tanımların, Avrupa Birliği ve ISO 26000 standartlarına dayanan aşağıdaki tanımları içerdiğini ifade etmiştir. Ayrıca ISO 26000, ISO tarafından geliştirilen ve kuruluşların sosyal sorumluluk konusunda rehberlik almasını sağlayan uluslararası bir standarttır:

- Kuruluş yönetimi: Karar alma süreçlerinin etik, şeffaf ve hesap verebilir şekilde yürütülmesini, paydaş beklentilerinin dikkate alınmasını ve uzun vadeli sürdürülebilirlik hedeflerinin benimsenmesini vurgular.
- İnsan hakları: İnsan haklarına saygı, ayrımcılık ve zorla çalıştırma gibi ihlallerin önlenmesi, insana yakışır çalışma koşulları sağlanması ve hak ihlallerine karşı etkili mekanizmaların oluşturulmasını içerir.
- Çalışma uygulamaları: Güvenli ve adil bir çalışma ortamı oluşturmayı, çalışanların mesleki gelişimini desteklemeyi, haklara saygı göstermeyi ve çeşitlilik ile kapsayıcılığı teşvik etmeyi kapsar.
- Çevre: Kuruluşların çevresel etkilerini yönetmesini, doğal kaynakların sürdürülebilir kullanımını sağlamasını, çevre kirliliğini önlemesini, karbon ayak izini azaltmasını ve biyolojik çeşitliliği korumasını içerir.
- Adil işletme uygulamaları: Ticari ilişkilerde dürüstlük ve adaleti gözetmeyi, yolsuzlukla mücadeleleyi, adil rekabeti teşvik etmeyi ve insan haklarına saygılı bir şekilde faaliyet göstermeyi içerir.
- Tüketici ile ilgili konular: Tüketici meseleleri, güvenli ve kaliteli ürünler sunmayı, doğru bilgilendirme yapmayı, müşteri mahremiyetine saygı göstermeyi ve tüketici şikayetlerini etkili bir şekilde çözmeyi kapsar. Ayrıca, sürdürülebilir tüketim alışkanlıkları teşvik edilir.
- Toplum katılımı ve kalkınma: Kuruluşların topluma ekonomik, sosyal ve kültürel katkılar sağlamasını, yerel topluluklarla iş birliği yaparak ihtiyaçlara yönelik projeler geliştirmeyi ve gönüllülük faaliyetlerini teşvik etmeyi kapsar.

KSS işletmenin topluma karşı herhangi zararlı etkiyi minimum dereceye indirip, ortadan kaldırarak ve uzun dönemli yararlı faydaları en üst seviyeye taşıyacağı görevi olarak tanımlamaktadır (Mohr vd., 2001:47).

Bhattacharya vd. (2011), KSS kavramına yönelik hızla değişen yaklaşımı şu şekilde açıklamaktadır:

- KSS, artık bir zorunluluk olarak değil, giderek daha fazla bir iş fırsatı olarak görülmektedir.
- Başlangıçta az sayıda paydaş varken, günümüzde paydaş gruplarının çeşitlenmesinin KSS varsayımları üzerinde önemli bir etkisi olduğu vurgulanmaktadır.

- KSS, giderek daha fazla şirketin operasyonlarının stratejik bir yönü olarak ele alınmaktadır.

McWilliams ve Siegel (2001) ise, sosyal sorumluluğun, kurumun münhasır çıkarlarını ve yasal gereklilikleri aşan, gelecekteki sosyal refah için kullanılan faaliyetlerde bulunduğunu belirtmektedir. Garriga ve Mele (2004) KSS'yi, insan haklarına, çalışan haklarına ve çevreye saygılı davranış çerçevesi olarak tanımlamaktadır.

Kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) kavramı, kurumsal sürdürülebilirlik, kurumsal vatandaşlık, ticari sorumluluk, ticari sosyal sorumluluk, etik şirket gibi çeşitli terminolojilerin ortaya çıkmasıyla iş dünyasında giderek daha fazla önem kazanmaktadır. KSS hem iç hem de dış paydaşları dikkate alan bir sistem yaklaşımı olarak tanımlanmaktadır.

KSS tanımı genel olarak aşağıdaki örnekleri içermektedir (Hohnen ve Potts, 2007: 24):

- KSS, firmanın çevre, ekonomi ve toplum refahına katkıda bulunan uygulamaları ve politikalarıdır. Müşterilerin, tedarikçilerin, hissedarların ve çalışanların yanı sıra hükümetin, genel kamuoyunun ve firmanın faaliyet gösterdiği toplulukların ve gelecek nesillerin ihtiyaçlarını karşılama yeteneğini ele alır.
- KSS, şirketin ekonomik, çevresel ve sosyal hedefleri bir araya getirirken aynı zamanda paydaş beklentilerini karşılama ve hissedar değerini sürdürme ve geliştirme yoludur.
- KSS, şirket ile müşterileri, çalışanları, toplulukları, yatırımcıları, hükümeti, tedarikçileri ve rakipleri içeren paydaşları arasındaki genel ilişkidir. KSS'nin unsurları, topluma erişim, çalışan ilişkileri, istihdam yaratma ve sürdürme, çevresel yönetim ve finansal performansa yapılan yatırımı içerir.
- KSS, firmanın paydaşlarına karşı sorumluluğudur. Firmanın ürün ve hizmetlerinin müşteriler için değer yaratması ve toplumun refahına katkıda bulunması anlamına gelir.

2.1.1. Sosyal Sorumluluk Yaklaşımları

Sosyal sorumluluk anlayışı, klasik (geleneksel) ve modern (sosyo-ekonomik) iki temel yaklaşımdan oluşmaktadır. Klasik anlayışa göre, işletmeler verimli çalışarak kâr elde ettiklerinde, aynı zamanda sosyal sorumluluklarını da yerine getirmiş sayılırlar ve bunun dışında başka bir yükümlülükleri olmadığı düşünülür. Bu yaklaşım, şirketlerin elde ettikleri kârı sosyal sorumluluk projelerine harcamalarının, işletmelerin asli görevlerini ve ekonomik

katkılarını olumsuz yönde etkileyebileceğini savunur. Kârın sosyal projelere yönlendirilmesinin, iş yaratma projelerini azaltabileceği ve tüketici fiyatlarını artırarak şirket gelirlerinde düşüşe neden olacağı öne sürülür. Ancak klasik sosyal sorumluluk anlayışı, modern yönetim teorileri, insan ilişkileri yaklaşımı ve çağdaş yönetim yaklaşımları tarafından önemli ölçüde değiştirilmiştir. Bu dönüşüm, işletmelerin toplumsal etkilerini göz önünde bulundurarak daha bütünsel bir yaklaşım benimsemelerini sağlamıştır (Aktan, 2007: 76).

Modern sosyo-ekonomik yaklaşım, sosyal ve ekonomik faktörlerin birbiriyle etkileşimini dikkate alarak toplumsal ve ekonomik sistemleri bir bütün olarak ele alan bir anlayıştır. Bu yaklaşım, ekonomik faaliyetlerin sadece finansal sonuçlarıyla değil, aynı zamanda sosyal, çevresel ve etik etkileriyle de değerlendirildiği bir perspektifi ifade eder. Açıkçası modern sosyal sorumluluk anlayışına göre, işletmeler yalnızca kendi ticari amaçlarını gerçekleştirmekle kalmamalı, aynı zamanda toplumsal amaçlar doğrultusunda da sorumluluk almalıdırlar. Bu anlayışa göre, şirketler zehirli atıklarını doğaya bırakmamalı, çevre dostu ve ekolojik ürünler üretmelidir. Aynı zamanda paydaşlarını sosyal sorumluluk konusunda bilinçlendirmeli, eğitim fırsatları sağlamalı ve çalışanlarının her türlü sorununa karşı duyarlı olmalıdırlar. Sosyo-ekonomik anlayış ise, işletmelerin toplumun yaşam standartlarını ve refah düzeyini yükseltirken, aynı zamanda kâr elde etmelerinin mümkün olduğunu savunur. Bu modelde işletmeler, ekonomik başarı ile toplumsal faydayı dengelemek durumundadır (Top ve Öner, 2008: 99).

Carroll (1991) daha geniş bir sosyal sorumluluk anlayışı sunmuş ve işletmelerin yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda toplumsal yükümlülükleri olduğunu ifade etmiştir. KSS'yi aşağıda listelenen dört temel sorumluluk kategorisinde değerlendirmiş ve bu sorumlulukları KSS piramidi olarak adlandırdığı bir modelde görselleştirmiştir.

- Ekonomik sorumluluk: İşletmenin kârlı ve sürdürülebilir olması.
- Yasal sorumluluk: Faaliyetlerin yürürlükteki yasalara uygun olması.
- Etik sorumluluk: Ahlaki standartlara uygun davranılması ve toplumsal beklentilerin ötesine geçilmesi.
- Gönüllü sorumluluk: Toplumun refahını artıracak faaliyetlerde bulunulması.

2.1.2. Kurumsal Sosyal Sorumluluk İlkeleri

KSS'nin temel olarak dört ilkesi tanımlanmıştır ve bunlar KSS'yi organizasyon kültürüne entegre etmek için kullanılabilir. Bunlar adillik (fairness), hesap verebilirlik (accountability), şeffaflık (transparency) ve sorumluluk (responsibility) ilkelerini içerir. Birçok kuruluş bu ilkeleri temel değerlerinin bir parçası olarak görmektedir. Bu dört ilke birbirine bağlı ve soyut niteliktedir. Örnek olarak şeffaflık eksikliği, hesap verebilirlik ilkesinin yerine getirilmesi için gerekli koşulların sağlanmasını zorlaştıracak ve adillik ve sorumluluk ilkesi zedeleneyecektir. Sonuç olarak, bu dört ilkenin her biri diğerlerini tamamlar ve hepsi bir araya geldiğinde kurumsal sorumluluk oluşur (Kadıoğlu ve Özbay, 2021: 88). TÜSİAD tarafından 2002 yılında yayımlanan çalışmada, kurumsal yönetimin temel ilkeleri Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) 'n ün kurumsal yönetim ilkeleri ile karşılaştırılmış ve eşleştirilmiştir.

Adillik	• Pay sahiplerinin hakları, adil muamele görmeleri ve temel ortaklık işlevleri • Kurumsal yatırımcılar, pay piyasaları ve diğer araçlar
Şeffaflık	• Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık
Hesap Verebilirlik	• Yönetim kurulunun sorumlulukları
Sorumluluk	• Kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin rolü

Şekil 2.1. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Temel İlkeleri

Kaynak: TÜSİAD (2002: 35)

2.1.2.1. Adillik ilkesi

Adillik ilkesi, yönetim sürecinde tüm paydaşlara eşit, tarafsız ve dürüst bir şekilde davranılmasını ifade eder. Bu ilke, özellikle kurumsal yönetim anlayışının temel taşlarından biri olarak şirketlerin hem iç hem de dış paydaşlarına karşı sorumlu bir yönetim sergilemelerini ifade etmektedir. Adillik ilkesi kurumların güvenilirliğini artırır,

sürdürülebilirliğine katkıda bulunur ve uzun vadede toplumsal fayda sağlar. Aşağıda adillik ilkelerinin özellikleri açıklanmıştır (Burak ve Öztaş, 2015: 12):

- Eşit Muamele: Şirketin tüm hissedarlarına, çalışanlarına, müşterilerine ve diğer paydaşlarına ayırım gözetmeden eşit şekilde yaklaşmasını sağlar. Örneğin, küçük hissedarlar büyük hissedarlarla aynı haklara sahip olmalıdır.
- Tarafsızlık: Karar alma süreçlerinde hiçbir paydaşa haksız avantaj sağlanmamalıdır. Yönetim, kişisel çıkarlar yerine kurumun ve tüm paydaşların ortak çıkarlarını gözetmelidir.
- Hakların korunması: Hissedarların ve diğer paydaşların yasal ve sözleşmesel haklarının korunması, adillik ilkesinin önemli bir parçasıdır.
- Etik ve şeffaf davranış: Yönetim, her türlü ilişki ve kararında dürüst, açık ve hesap verebilir bir yaklaşım sergilemelidir.

OECD (2015), adillik ilkesine vurgu yaparak kurumsal yönetim çerçevesinin şu unsurları içermesi gerektiğini belirtmektedir: Pay sahiplerinin hakları korunmalı, bu hakların kullanılabilmesi kolaylaştırılmalı, azınlık ve yabancı pay sahipleri de dâhil olmak üzere tüm pay sahiplerine adil davranılmalı ve hak ihlali durumlarında etkili tazminat ve telafi yolları sağlanmalıdır.

Bu tanımda, öncelikli olarak pay sahiplerinin haklarının korunması ve bu hakların kullanımının kolaylaştırılmasına dikkat çekilmektedir. Ayrıca, hak ihlallerine daha açık olan iki grup, azınlık pay sahipleri ve yabancı pay sahipleri, özel olarak vurgulanmıştır. Bunun yanı sıra, alınan önlemlere rağmen hak ihlali nedeniyle oluşabilecek zararların önüne geçmek amacıyla, telafi ve tazmin mekanizmalarının oluşturulması ve etkin şekilde işletilmesinin gerekliliği belirtilmiştir (Kadıoğlu ve Özbay, 2021: 91).

2.1.2.2. Şeffaflık ilkesi

Kurumsal yönetim ilkelerinden biri olan şeffaflık, kamunun bilme hakkı ile şirketin saklama hakkı arasında bir denge kurar. Şeffaflık, şirketlerle ilgili bilgilerin doğru, açık, yeterli ve karşılaştırılabilir şekilde kamuoyuna sunulmasını ifade eder ve piyasa ekonomisinin sürdürülebilirliği için temel bir yapı taşıdır. Bu ilke sayesinde, şirketlerin bağımsız denetim süreçleri ve düzenleyici kurumlara yapılan açıklamalar etkin sermaye piyasalarının temelini oluştururken, yatırımcıların değerlendirme yapmasına ve yöneticilerin şirket kararlarına dayanak oluşturmasına olanak tanır. Aynı zamanda, sosyal sorumluluk ve işletmenin

sürekliliği gibi kavramları dolaylı olarak destekleyen önemli bir unsur olarak değerlendirilir. Bu yönüyle hem şirketlerin hem de paydaşların güvenini sağlamada kritik bir rol oynar (Burak ve Öztaş, 2015: 13).

Tam, doğru ve zamanında bilgilendirme, tüm piyasalarda önemli olmakla birlikte, özellikle doğrudan finansman mekanizmasıyla işleyen sermaye piyasalarında kritik bir rol oynar. Sermaye piyasalarında, fon sağlayanlar ile fon talep edenlerin doğrudan karşılaştığı bir ortamda, yatırımcılar yatırım araçlarının ve ihraççıların risklerini üstlenirken bu risklerle ilgili gerekli ve yeterli bilgiyi ancak doğru bilgilendirme sayesinde elde edebilir. Şeffaflık ve onun bir uzantısı olan açıklama ilkesi, teori ve pratikte bazı zorluklar içerse de günümüz ticari koşullarında sermaye piyasaları ve şirketler hukukunun vazgeçilmez unsurları olarak kabul edilmektedir. Bu unsurlar iki temel işleve sahiptir: İlki, ortaklık yönetiminden pay sahiplerine ve diğer paydaşlara finansal durum ve yönetim performansına ilişkin bilgi akışını sağlayarak bilgi asimetrisini ortadan kaldırmak veya minimize etmek; ikincisi ise, yatırımcıları ortaklıkların durumu ve faaliyetleri hakkında bilgilendirerek potansiyel yatırımcıları ve yeni sermayeyi çekmektir. OECD (2015) kurumsal yönetim ilkelerinin şeffaflıkla ilgili bölümünde, periyodik raporlamalar dışında önemli ve gerekli bilgilerin tüm pay sahiplerine eş zamanlı olarak iletilmesinin önemi vurgulanmaktadır. Ancak, bu kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün şirketlere aşırı idari ve mali yük getirmemesi gerektiği de belirtilmektedir. Gerçek şeffaflığı sağlayan güçlü bir açıklama politikası, pay sahiplerinin sahiplik haklarını bilgi temelli kullanmalarını ve yatırımcıların korunmasını mümkün kılarken, aynı zamanda düşük maliyetle sermayeye erişim ve kaynakların daha verimli dağılımını teşvik eder. Sonuç olarak, bu süreç hem şirketlere hem de genel olarak ekonomiye olumlu katkılar sağlayacaktır (Kadıoğlu ve Özbay, 2021: 105).

2.1.2.3. Hesap verebilirlik ilkesi

Şirketin büyüklüğüne bağlı olarak, yönetimde birden fazla kişinin yer alması gerekebilir. Bu durumda, yönetim ekibinin gerekli yetkinliklere sahip olması, şirketin başarısı için önemlidir. Küçük şirketlerde, genellikle şirket sahipleri doğrudan yönetimi üstlenebilirler. Ancak, şirketin büyümesi, ortak sayısının artması, sahiplerin yeterli bilgi veya deneyime sahip olmamaları, şirket sahiplerinin yönetim işini üstlenmemesi veya başka nedenlerden dolayı yönetim konusunda profesyonel destek alması gerekebilir. Bu durumda, şirket sahiplerinin uygun kişiler istihdam ederek yönetim ve kontrol yetkilerini devretmeleri gerekir. Ancak, Berle ve Means (1932) tarafından yapılan bir değerlendirmeye göre, yönetim

ile sahiplik arasındaki ayrım, pay sahipleri ile yönetim kurulu arasında menfaat çatışmalarına yol açabilir ve bu da sahiplik ile kontrolün ayrılmasına neden olabilir (Kadıoğlu ve Özbay, 2021:115).

Hesap verebilirlik, işletmenin menfaat sahipleriyle olan ilişkilerini düzenlemeye yönelik ilke ve kuralları içermektedir. Bu ilke, işletmenin çalışanları, yöneticileri, hissedarları, tüketicileri ve toplum gibi tüm çıkar gruplarına karşı gerçekleştirdiği faaliyetler nedeniyle sorumluluk taşımasını ifade eder. Hesap verebilirlik, içeriği itibarıyla, çıkar gruplarına karşı açıklama yapma zorunluluğu nedeniyle muhasebenin dönemsellik kavramıyla doğrudan etkileşim halindedir. Bu ilkenin temel amaçlarından biri, işletmenin sürdürülebilirliğini sağlamaktır. Bu bağlamda, hesap verebilirlik ilkesi, işletmenin sürekliliği kavramıyla ilişkilendirilebilir. Ayrıca, muhasebenin temel kavramları olan sosyal sorumluluk, tarafsızlık, belgelendirme ve kişilik kavramlarıyla doğrudan bağlantılıdır. İşletmenin ayrı bir tüzel kişilik olduğunu vurgulayan ve işlemlerin bu tüzel kişilik adına yürütülmesini öngören kişilik kavramı da hesap verebilirlik ilkesini destekleyen bir unsurdur. Hesap verebilir bir yapı oluşturmak için işletmelerin, belirli dönemler itibarıyla düzenli olarak raporlama yapması gerekmektedir (Burak ve Öztaş, 2015:12)

2.1.2.4. Sorumluluk ilkesi

Sorumluluk ilkesi, işletmenin tüzel kişiliğinin yanı sıra yönetim kurulu ve yöneticilerinin, aldıkları kararlar ve gerçekleştirdikleri eylemlerle ilgili olarak mevzuata, toplumsal normlara ve etik değerlere uygun hareket etmelerini sağlamayı amaçlar. Bu ilkenin temel hedefi, işletme faaliyetlerinin mevzuata ve toplumsal değerleri yansıtan düzenlemelere uyum içinde olmasını garanti etmektir. Sorumluluk ilkesi ayrıca, şirket yönetim kurulunun görev ve sorumlulukları, işlevleri ve faaliyetleri, yapısı ve üyelerine sağlanan mali haklar gibi konularda açıklamalarda bulunur. Bunun yanı sıra, yönetim kuruluna yardımcı olan komiteler ve yöneticilerin rolleri de bu ilke kapsamında ele alınır. Sosyal sorumluluk işletmenin sürekliliği, tarafsızlık ve belgelendirme gibi konular da sorumluluk ilkesi çerçevesinde değerlendirilen diğer önemli unsurlardır. Bu ilke, şirketin sadece hissedarları için değil, aynı zamanda topluma karşı da hesap verebilir olmasını sağlamayı hedefler (Burak ve Öztaş, 2015: 13-14).

Sorumluluk ilkesi, şirketlerin faaliyetlerini yürütürken, toplumsal kurallara ve etik değerlere uygun hareket etmeleri gerektiğini belirtmektedir. Kurumsal yönetim bağlamında, sorumluluk ilkesi, şirketlerin pay sahiplerine değer yaratırken, aynı zamanda toplumsal

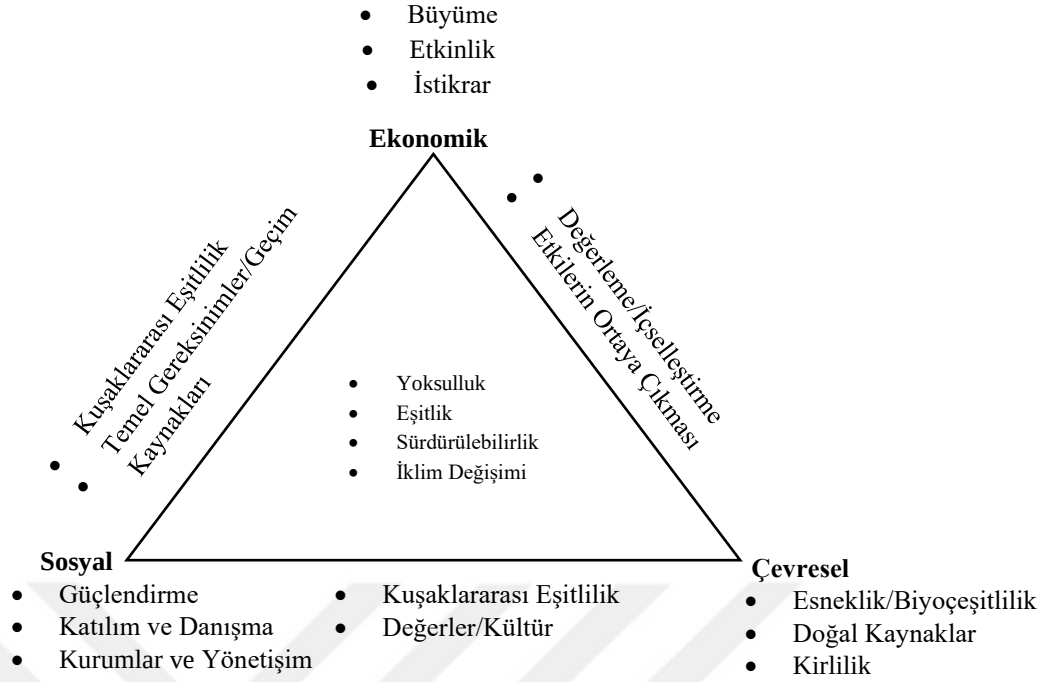
değerleri yansıtan kanun ve düzenlemelere de uygun olarak faaliyet göstermelerini öngörmektedir. TÜSİAD (2002) ise sorumluluğu, şirket uygulamalarının ve faaliyetlerinin yasal ve toplumsal kurallara uygunluğunun güvence altına alınması olarak tanımlamıştır. Bu tanımlardan anlaşılacağı üzere, şirketler kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde sadece yasal düzenlemelere değil, aynı zamanda sosyal ve etik normlara da uymak zorundadır. Şirketler tüzel kişilikler oldukları için kendilerine yüklenen yükümlülükleri, kanunen oluşturulması zorunlu olan organları aracılığıyla yerine getirirler. Yönetim kurulu, şirketin hedeflerine ulaşması için gerekli tüm işlemleri gerçekleştirme yetkisine sahip bir organ olup, şirketin faaliyetlerini kanun, esas sözleşme ve genel kurul kararlarına uygun şekilde yönetir. Yönetim kurulu, pay sahiplerine sürdürülebilir finansal kazanç sağlamak için aktif bir şekilde şirketi yönetir ve temsil eder. Ancak yönetim kurulu, yalnızca şirket içindeki sorumluluklarıyla değil, şirket dışındaki çevrelerle de sorumluluk taşır. Kurumsal yönetimin dışsal perspektifi, şirketle ilişkili bireyler ve kurumlarla olan menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler üzerine yoğunlaşır. Bu menfaat sahipleri, yatırımcılar, çalışanlar, borç verenler, tedarikçiler, tüketiciler, düzenleyici otoriteler, devlet kurumları, yerel topluluklar ve şirketin faaliyet gösterdiği çevreden oluşur (Kadıoğlu ve Özbay, 2021:125).

2.2. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Günümüzün ekonomik koşullarında, rekabetin artması ve sermaye piyasalarının daha etkin hale gelmesiyle birlikte, işletmelerin bilgi verme yükümlülüğü olan paydaş kitlesi önemli ölçüde genişlemiştir. Bu paydaşlar genel olarak birincil ve ikincil paydaşlar şeklinde iki ana kategoriye ayrılabilir.

Birincil paydaşlar, işletmenin varlığını sürdürebilmesi için doğrudan etkileşimde olduğu grupları içerir. Bunlar arasında hissedarlar, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler ve devlet gibi unsurlar yer alır. İkincil paydaşlar, işletmeyi doğrudan etkilemeyen, ancak işletmenin karar ve faaliyetlerinden dolayı olarak etkilenen veya işletme üzerinde dolaylı etkisi olan gruplardır. Bu gruplar, işletme ile doğrudan ticari bir ilişkisi olmasa da işletmenin faaliyetlerini izler ve değerlendirir. İkincil paydaşlar arasında sivil toplum örgütleri, medya, hükümet temsilcileri, yabancı devletler, kamu kuruluşları ve toplum yer alır. Bu grupların, işletmenin itibarı ve sosyal sorumluluk performansı üzerinde dolaylı ancak önemli bir etkisi olabilir. İşletmeler, geniş ve çeşitli bir paydaş kitlesini bilgilendirme sorumluluğu taşıdığından, paydaşların bilgi talepleri de giderek çeşitlenmiştir. Artık paydaşlar yalnızca işletmenin finansal ve ekonomik performansını değil, aynı zamanda sosyal ve çevresel

performansını da yakından takip etmektedir. Kurumsal performans, yalnızca finansal performansla sınırlı kalmamakta; bunun yerine finansal (ekonomik), sosyal ve çevresel performansların birlikte değerlendirilmesiyle tanımlanmaktadır. Bu kapsamda işletmeler, sürdürülebilirlik açısından bütüncül bir yaklaşım benimseyerek, paydaşların artan beklentilerine cevap vermek zorundadırlar. Ekonomik, sosyal ve çevresel performansların birlikte ele alındığı bu yaklaşım, "Üçlü Performans Yaklaşımı" olarak tanımlanır. Bu yaklaşıma göre, bir işletme, ekonomik, sosyal ve çevresel kaynaklarını birbirleriyle olan etkileşimleri doğrultusunda verimli ve etkili bir şekilde yönetebildiği sürece, kurumsal sürdürülebilirliğini sürdürülebilir ve performansını iyileştirebilir. Başka bir ifadeyle, sürdürülebilirliğin üç ana unsuru olan ekonomik, sosyal ve çevresel boyutların birlikte değerlendirilmesi ve kaynakların etkin kullanımı, "üçlü performans" kavramının özünü oluşturur. Üçlü performans yaklaşımına göre, çevresel adalet, sosyal eşitlik ve iş ahlakı, ekonomik, sosyal ve çevresel sermayenin nasıl yönetildiğiyle doğrudan bağlantılıdır. Bu anlayışa göre, işletmeler yalnızca finansal kâr elde etmekle yetinmemeli, aynı zamanda çevreyi koruma ve toplum sağlığını gözetme sorumluluğunu da üstlenmelidir. İşletmeler bu üç alanda da başarılı olduklarında, kurumsal sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşabilirler. Dyllick ve Hockerts (2002), bu yaklaşımı ekonomik açıdan kurumsal sürdürülebilirlik, sosyal açıdan kurumsal sürdürülebilirlik ve çevresel açıdan kurumsal sürdürülebilirlik başlıkları altında incelemişlerdir (Aksoy, 2013:19). Aşağıda şekil 2.1’de sürdürülebilirlik üçgeni gösterilmektedir.



Şekil 2.2. Sürdürülebilir Kalkınma Üçgeni

Kaynak: (Yeni, 2014:187).

Aşağıdaki alt başlıklar, bu kapsamlı yapının parçaları olan ekonomik sürdürülebilirlik, çevresel sürdürülebilirlik ve sosyal sürdürülebilirlik konularını ele almaktadır.

2.2.1. Ekonomik Sürdürülebilirlik

Ekonomik olarak ayakta kalabilmek, bir kuruluşun en önemli gereksinimlerinden biridir ve bu hedefe ulaşabilmek için öncelikle kârlılığın sağlanması gerekmektedir. Ekonomik sürdürülebilirlik, bir iş modeli ve uygulamasında kârlılığı korumanın yanı sıra sosyal ve çevresel faktörlerin de dikkate alınmasını zorunlu kılar. Sürdürülebilirliğin ekonomik boyutu, şirketin hem maddi hem de maddi olmayan kaynaklarını etkili bir şekilde yönetmesini gerektirir. Bir kuruluşun ekonomik olarak sürdürülebilirliği, kuruluşun varlığından veya yokluğundan etkilenebilecek paydaş grupları (hissedarlar, çalışanlar, müşteriler vb.) üzerinde belirleyici bir etkiye sahiptir. Açıkçası ekonomik sürdürülebilirlik, doğrudan ekonomiyi etkileyen bir unsurdur (Saydam, 2016: 158).

Ekonomik sürdürülebilirlik için şirketlerin maddi ve maddi olmayan sermaye kaynaklarına ihtiyaçları vardır. Maddi sermaye, borç ve öz sermaye olarak bilinirken; maddi olmayan sermaye, itibar, patentler ve benzeri kaynakları kapsamaktadır. Şirketlerin ekonomik açıdan sermaye yetersizliği, faaliyetlerini ve sürdürülebilirliklerini sonlandırabilir. Ekonomik

sürdürülebilirlik, işletme paydaşları için ortalamanın üzerinde bir menfaat sağlayarak, farklı koşullarda bile şirketin nakit akışını güvence altına alır (Dyllick ve Hockerts, 2002: 133).

Firmaların finansal performansının iyi bir durumda olması kısa vadede bir avantaj olarak görülse bile uzun vadede firmanın devamlılığı için bir garanti oluşturmaz. Uzun vadede firmaların çevresel ve sosyal faktörleri de dikkate almaları gerekmektedir (Ertan, 2018: 464).

Türkiye'deki kalkınma politikaları, uluslararası eğilimlerle uyumlu bir şekilde sürdürülebilir kalkınma anlayışı doğrultusunda ilerlemektedir. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından hazırlanan On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023)' nda benimsenen yeşil ekonomi yaklaşımı, istihdam yaratmak ve gelir sağlamakla birlikte, kamu ve özel sektör büyümesini desteklerken karbon emisyonlarını düşürmeyi, biyolojik çeşitliliği artırmayı ve ekosistem hizmetlerindeki kayıpları en aza indirmeyi hedeflemektedir. Ayırıştırma (decoupling) olarak adlandırılan bu anlayış, özellikle gelişmiş ekonomilerde benimsenmeye başlamıştır. Örneğin, Almanya 2050 yılına kadar birincil enerji tüketimini %50 azaltmayı hedeflerken, aynı dönemde Gayri Safi Yurtiçi Hasılasını %1 artırmayı planlamaktadır. Bu durum, ekonomik büyümenin enerji tüketimiyle olan doğru orantılı ilişkisini değiştirmeyi amaçladığını göstermektedir. Başka bir deyişle, kaynakların verimli bir şekilde kullanılması, tüketim ekonomisinden döngüsel ekonomiye geçişin başlangıcını simgelemektedir ((Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 2019: 58)

Ekonomik sürdürülebilirlik, kâr elde etme amacı güden işletmelerin hedefleriyle uyumlu iken, kâr amacı gütmeyen işletmelerin de sürdürülebilirliklerini devam ettirebilmeleri için belirli ekonomik ihtiyaçları karşılamaları gerekmektedir. Ekonomik sorumluluklar, işletmelerin diğer sorumluluklarının yanında temel bir yapı taşı oluşturur. Carroll (1991)'a göre, ekonomik boyutun unsurları aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Akmeşe, 2019: 15).

- Hisse başına düşen kazancı artırmayı hedeflemek.
- Rekabetçi bir konum elde etmek ve bu konumu sürdürmek.
- Üretimde etkinliği ve verimliliği sağlamak ve bunu sürdürülebilir kılmak.
- Mümkün olan en yüksek kârı elde etmeyi hedeflemek.

Jamali (2006)'ye göre, sürdürülebilirliğin ekonomik boyutu, uzun vadeli kârlılık ve iş ile pazar yaratmayı kapsar. Geleneksel muhasebenin aksine, ekonomik sürdürülebilirlik, katma değer yaratan bir kavramdır. Katma değer yaratmak için yani ekonomik sürdürülebilirliği sağlamak için aşağıdaki unsurlar gerekmektedir (Jamali, 2006: 399).

- Sistemantik yönetim ile kaynak maliyetlerini azaltmak.
- İşletmenin üretim süreçlerindeki giderleri azaltmak.
- Verimliliği artırmak amacıyla çalışanların motivasyonunu yükseltmek.
- Yeni fırsatlar yaratarak işletmeyi yatırımcılar için cazip hale getirmek.
- KSS yatırımları için çeşitli fikirler geliştirmek.

2.2.2. Sosyal Sürdürülebilirlik

Birçok paydaş, işletmelerin politikaları ve uygulamalarından etkilenir. Sosyal sürdürülebilirlik, gelecek nesillerinde aynı yaşam standardına sahip olabilmesi için bu etkilerin proaktif bir vaziyette ele alınması ve yönetimini gerektirmektedir (Ertan, 2018: 465).

İşletmeler, uygun politikalar ve uygulamalar aracılığıyla çalışanların yeteneklerini tanıyıp, etkili bir iletişim kurarak ve ödüllendirerek sosyal sürdürülebilirlik performanslarını arttırabilir. Sosyal sürdürülebilirlik stratejileri hem iç iletişime hem de dış topluluklara odaklanmaktadır. Bu uygulamalar, hesap verebilir bir yönetim yapısı, yaşam standartlarının yükseltilmesi, eşit fırsatların sağlanması ve demografik süreçlerin desteklenmesi gibi unsurları içermektedir (Sroufe ve Gopalakrishna-Remani, 2018: 6).

Sosyal sermaye, toplumsal bağların gücünü ve kalitesini ölçen bir kavramdır. Güven, ağlar ve iş birliği gibi faktörler, sosyal sermayeyi oluşturarak toplumların refahını ve sürdürülebilir kalkınmasını destekler. Sosyal sermaye "insani sermaye" ve "toplumsal sermaye" olarak ayrılmaktadır. İnsani sermaye, bireylerin bilgi, yetenek ve becerilerinden oluşur. Bu kavram, çalışanlar ve kuruluşların iç paydaşları bağlamında aşağıdaki unsurları içerir.

- Yetenek: Çalışanların sahip olduğu mesleki bilgi ve teknik beceriler.
- Motivasyon: Çalışanların işlerine bağlılığı, iş tatmini ve verimlilik düzeylerini artıran içsel veya dışsal faktörler.

Toplumsal sermaye, bireyler ve gruplar arasındaki iş birliği, güven ve paylaşılan değerler yoluyla toplumun genel refahını artırır. Bu kavram genellikle kamusal hizmetlerin kalitesi ve sosyal altyapıyla ilişkilendirilir. Aşağıda örnekler verilmiştir (Dyllick ve Hockerts, 2002: 134).

- Kamusal Hizmetler: Eğitim, sağlık, güvenlik gibi hizmetlerin toplum için erişilebilir ve kaliteli olması.
- Eğitim Sistemi: Başarılı bir eğitim sistemi, bireylerin bilgi ve becerilerini geliştirerek insani sermayeye de katkıda bulunur.
- Girişimcilik: Toplumda girişimciliğin teşvik edilmesi, ekonomik büyüme ve yenilik için önemli bir toplumsal sermaye bileşenidir.

Dyllick ve Hockerts (2002) tarafından yapılan tanıma göre, sosyal açıdan sürdürülebilir şirketler, faaliyet gösterdikleri toplumlardaki toplumsal sermayeyi geliştirmeye katkıda bulunarak, bireysel ortakların beşerî sermayesini de artırarak topluluklarına değer katmaktadır. Bu kurumlar, sosyal sermayeyi yönetirken, paydaşların kurumun motivasyonlarını anlamasını sağlayarak, böylece şirketin değer sistemiyle büyük ölçüde örtüşen bir görüş oluşturmaktadırlar.

Genel olarak, sosyal sürdürülebilirlik iş uygulamalarında şu unsurları içerir:

- Çalışanların istihdamı, eğitimi, iş güvenliği ve sağlığına öncelik vermek.
- Ayrımcılığı önlemek ve çalışan haklarına saygı göstermek.
- Rüşvet ve yolsuzlukla mücadele ederek toplumsal hakları desteklemek.
- Politik katkılar sunarak toplumsal gelişime katkıda bulunmak.
- Ürün sorumluluğu ve güvenliği konularına dikkat etmek.

Bu yaklaşım hem bireysel haklara hem de toplumsal refaha odaklanarak sürdürülebilir bir iş modeli oluşturmayı hedefler (Saydam, 2016: 159).

2.2.3. Çevresel Sürdürülebilirlik

Çevresel sürdürülebilirlik, işletmelerin hedeflerine ulaşabilmeleri için doğal kaynakları verimli bir şekilde kullanmalarını ve doğaya zarar vermemelerini sağlarken, bu kaynakların yenilenmesine de fırsat tanıyan bir süreçtir. Bu bağlamda, çevresel sürdürülebilirlik için doğal kaynakların kullanımında tasarruf sağlamak ve yenilenemeyen kaynakların korunmasına özen göstermek önemlidir (Dyllick ve Hockerts, 2002: 133).

İnsanoğlunun refahı ve ekonomik sürdürülebilirlik için doğal kaynakların korunması ve yönetimi zorunlu hale gelmiştir. Kaynakların kullanım düzeyi, yenilenme hızı ve kirleticilerin oranı, kaynakların korunması için gerekli işlemler uygulanmalıdır. Ayrıca,

biyoçeşitliliğin, bitki, hava, su, insan ve hayvan sağlığının korunması da çevresel sürdürülebilirliğin önemli unsurları arasında yer almaktadır (Kaypak, 2011:26).

Çevresel performans endüstrinin doğal çevre üzerindeki etkisini değerlendirdiği için önemli bir ilgi görmektedir. Çevresel performans şu temel soruyu sorar: "Bir şirketin davranışları çevreyi nasıl etkiler?". Ayrıca bir kurumun fosil yakıta bağımlılığı, su ve diğer kaynakların yönetimi, kirlilik seviyeleri, iklim değişikliği, tehlikeli atık üretimi ve bertarafı ve karbon ayak izi gibi önemli konuları ele alır. Çünkü bu faktörler bir şirketin uzun vadeli mali refahını ve varlığını tehdit edebilir. Yatırımcılar, yenilenebilir enerji kaynaklarına geçiş, doğal kaynakları koruyabilme ve karbon ayak izi ile kirliliği azaltabilen süreçlerin kullanımını içeren çevresel fırsatları göz önünde bulundururlar. Çevresel performansın dikkate alınması, çevre dostu ürün ve hizmetlerin rekabet avantajı sağlamasına yol açabilir (Senadheera vd., 2021:13).

Dünya genelinde birçok kurumsal yatırımcı ve fon yöneticisi, iklim değişikliğinin neden olduğu fiziksel zararlar, sorumluluk ve geçiş riskleriyle başa çıkmak amacıyla işlemlerinde sürdürülebilir faaliyetlere daha fazla önem vermektedir. Bu nedenle, ÇSY derecelendirmeleri ve endeksler, bu faaliyetlere katkıda bulunmak amacıyla özellikle düşük karbon geçişini desteklemek için değerlendirme araçları olarak dikkat çekmektedir. Ayrıca, bu endişeler kamu sektörü tarafından da değerlendirilmektedir. Merkez Bankaları ve Gözetimciler Ağı gibi uluslararası girişimler, düşük karbon ekonomilerine geçişle daha iyi bir uyum sağlamayı ve iklim değişikliğinin geçiş ve fiziksel riskleri ile ilişkili risk yönetimini geliştirmeyi amaçlayan inisiyatiflerle ortaya çıkmaktadır (Boffo vd., 2020:12).

Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından hazırlanan On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023)' na göre hızlıca artan nüfus, kentleşme, sanayileşme, ekonomik faaliyetler, tüketim alışkanlıkları ve artan talep gibi faktörlerden dolayı çevre ve doğal kaynaklar tehlike altındadır ve bu yüzden çevre ve doğal kaynak yönetimi çok önemli bir konu haline gelmektedir. Kaynakların sürdürülebilir yönetimi ve çevrenin korunmasına ek olarak, kaynakların geleceğe yönelik bir bakış açısıyla yönetilmesi ekonomik olarak da önem taşımaktadır. Mevcut yenilenemeyen doğal kaynakların azami verim ile kullanılması amacı ile üretim ve tüketim stratejilerinin buna yönelik olarak şekillendirilmesi, üretim ve tüketim süreçlerinin kaynak kullanımı bakımından optimize edilmesi ve kaynak verimliliğinin sağlanması, kaynakların mevcut duruma oranla daha az tüketilmesini sağlayacaktır. Doğal kaynak tüketimindeki azalış, sürdürülebilir bir yönetim tarzıyla ele alındığında (yani üretim azaltımı kaynaklı bir düşüşten ziyade verimlilik artışından kaynaklı bir düşüş), daha az girdi

ile daha fazla çıktı sağlanmasını mümkün kılacağı için maliyet ve zaman olarak da değer katmaktadır. Bu nedenle özellikle katı atıkların mevzuat hükümleri doğrultusunda ayrı toplanarak ekonomiye geri kazandırılması yönünde gerekli denetim, gözetim, teşvik ve yaptırım mekanizmalarının oluşturulması bu konuda öncelikli olarak karşımıza çıkmaktadır.

“Kirlenen öder” prensibi, 1970' lerde OECD tarafından benimsenmiş ve çevre politikalarının temel unsurlarından biri haline gelmiştir. Bu prensip, özellikle çevre koruma maliyetlerinin çevreye zarar veren taraflar tarafından karşılanmasını savunur (Güneş, 2012:108).

Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı tarafından hazırlanan On Birinci Kalkınma Planı (2019-2023)' nda sürdürülebilir çevre ve doğal kaynakların yönetimi ile ilgili uzun vadeli hedefler aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

- Düşük karbonlu kalkınma modelinin oluşturulması.
- Sürdürülebilir, çevresel ve doğal kaynaklar hakkında ulusal ve sektörel kapasitenin ve farkındalığın artırılması.
- Kaynakların verimli kullanılması ve verimlilik uygulamalarının yaygınlaştırılması.
- Çevresel sürdürülebilirlik hakkında araştırma ve uygulamaların geliştirilmesi.
- Etkin atık yönetim sisteminin yaygınlaştırılması.

2.3. ÇEVRESEL, SOSYAL VE YÖNETİŞİM PERFORMANSI

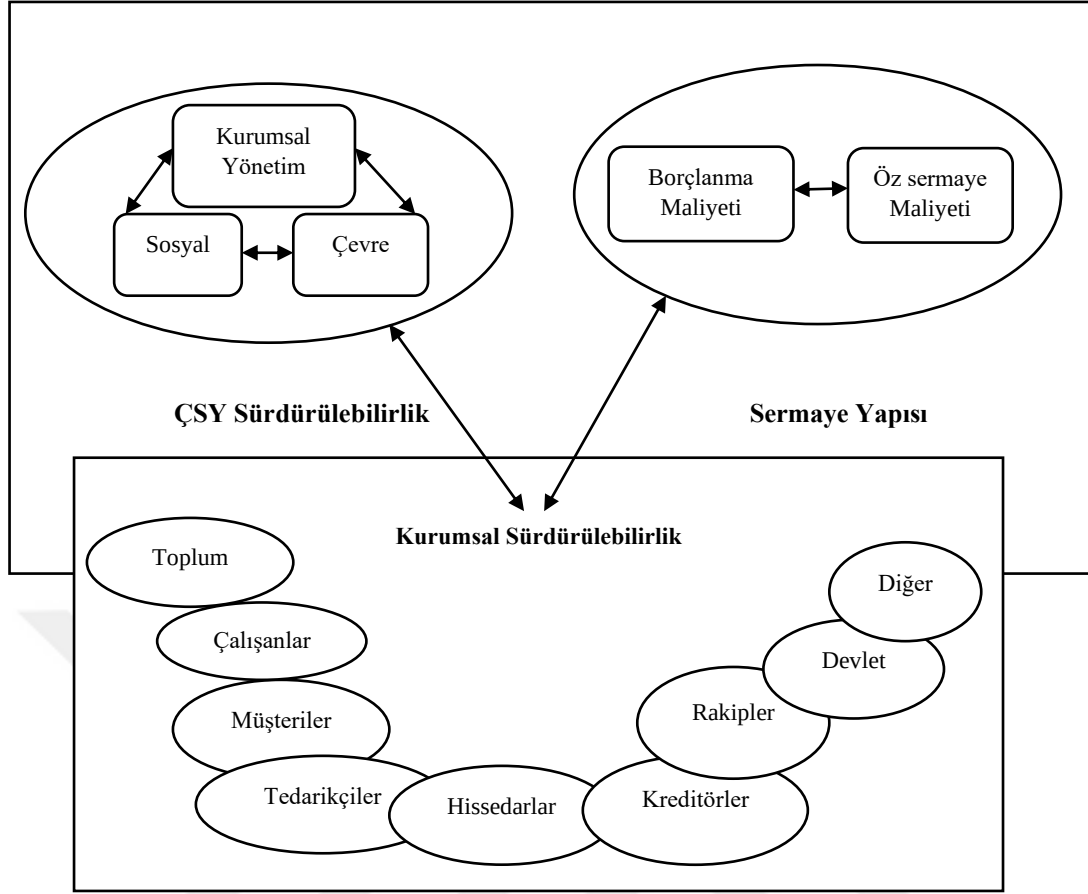
Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri (UNPRI), 2006 yılında yayımlanan raporunda Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (ÇSY) kavramını tanıtarak yatırımcılara bu ilkeleri benimsemelerini tavsiye etmiştir. ÇSY performansı, bir şirketin sürdürülebilirlik ve yönetim performansını değerlendirmek için önemli bir ölçüt olarak kabul edilmiştir. Yönetim danışmanlık firmaları ve yatırımcılar da bu performansı karar süreçlerinde yaygın şekilde kullanmaktadır.

ÇSY esasen bir firmanın çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim uygulamalarını değerlendirir ve bu uygulamaların performanslarını birleştirir. ÇSY performansı, finansal olmayan özelliklerinden dolayı tutarsızlık ve ölçüm kriterleri eksikliği gösterebilir. Şirketlerin kendi raporlarına veya kendi anketlerine dayanmak, öz raporlama veya üretim önyargısı nedeniyle içsel eksikliklere sahip olabilir. Ölçüm önyargısını önlemek için bazı akademisyenler, Kinder, Lydenberg ve Domini (KLD) tarafından oluşturulan KLD 400 Sosyal Endeksi, Bloomberg ve Refinitiv Eikon gibi dış derecelendirme kuruluşları tarafından

sağlanan standartlaştırılmış ÇSY derecelendirmelerini kullanmışlardır. Bunlar arasında, KLD endeksi, firma KSS faaliyetlerinin çeşitli yönlerini açıkça değerlendiren yeni geliştirilmiş bir ölçüdür. Sonuç olarak, KLD endeksi, ABD pazarını inceleyen son çalışmalarda neredeyse tamamen kullanılmıştır (Yoon vd., 2018: 8).

ÇSY performansı, varlık yöneticilerinin ÇSY yatırım stratejilerini oluşturmak ve uygulamak için kullandıkları önemli bir araçtır. Çevresel, sosyal ve yönetim faaliyetleri, uzun vadeli yatırım fırsatlarını takip etmekte olan ve toplumsal etki yaratmaya çalışan uygulayıcılar arasında artan ilgi görmektedir. İş yöneticileri, ÇSY performansı ve sürdürülebilirlik faaliyetlerinin şirketin uzun vadeli sürdürülebilirliği ve itibarı üzerinde hayati bir rol oynadığının farkındadır. Yatırımcılar, finansal analistler ve politika yapıcılar aynı şekilde şirketlerin performansını ve gelecekteki perspektiflerini değerlendirmek için finansal olmayan ÇSY performans bilgilerini kullanmaktadır (Özer vd., 2023a: 338).

ÇSY uygulamaları, yalnızca etik ve sosyal sorumluluğa dayalı yatırımlarla ilişkili değildir, aynı zamanda risk yönetimi ve mali olmayan performansın önemli bir göstergesi olarak da kabul edilmektedir (Galbreath, 2013: 530). Sorumlu yatırımcıların bir şirketin ÇSY performansına olan artan ilgisi, şirketleri paydaş odaklı stratejilere ve işlemlerinde sosyal değerlere öncelik vermeye zorlamıştır. Piyasa katılımcıları, şirketlerin gelecekteki nakit akışını tahmin etmede sınırlı faydası olan finansal verilere ek olarak ÇSY bilgilerini de kullanmaktadır (Zuraida vd., 2018: 458). Şekil 2.3'te Kurumsal sürdürülebilirlik, ÇSY faktörleri ve sermaye yapısı bileşenleri gösterilmektedir.



Şekil 2.3. ÇSY, Sermaye Yapısı ve Kurumsal Sürdürülebilirlik İlişkisi

Kaynak: (Cantino vd., 2017:118).

Ting vd. (2019), bir şirketin sürdürülebilirlik sorunlarını stratejik olarak nasıl yönettiğini analiz etmek için ÇSY performansının kullanılabileceğini belirtmektedir. Ayrıca, ÇSY ve SRI (Sosyal Sorumlu Yatırım) arasında yatırımcılara daha fazla bilgi sunan bilinen bir yatırım stratejisi olarak sıkı bir bağlantı bulunduğunu vurgulamaktadırlar. ÇSY uygulamaları, yatırımcılara şirketlerin KSS, kurumsal yönetim, çevresel etki ve sürdürülebilirlik konularında faydalı bilgiler sunmaktadır. Gorley (2022) ÇSY'nin avantajlarını aşağıda açıklamıştır:

- Risk Yönetimi: ÇSY performansı, yatırımcıların şirketlerin çevresel ve sosyal risklerini daha iyi değerlendirmesine yardımcı olur, bu da daha bilinçli yatırım kararları alınmasını sağlar.
- Uzun Vadeli Performans: ÇSY odaklı şirketlerin, sürdürülebilirlik ilkelerine bağlı kalmaları sayesinde uzun vadeli finansal performanslarının daha iyi olabileceği gözlemlenmektedir.

- Yatırım Çeşitliliği: Yatırımcılar, ÇSY performans kriterlerine göre sıralanmış şirketleri seçerek, daha etik ve sürdürülebilir yatırımlar yapma imkânına sahip olurlar.
- Rekabet Avantajı: ÇSY uygulamaları, şirketlerin pazar içinde rekabet avantajı sağlamalarına yardımcı olabilir, çünkü sürdürülebilir uygulamalar genellikle tüketici ve paydaşlar tarafından daha çok tercih edilir.
- Toplumsal Etki: Yatırımların, çevre ve toplum üzerinde olumlu etkiler yaratması sağlanarak, sosyal yararların artırılması hedeflenir.
- Yatırımcı İlişkileri: ÇSY kriterlerine uyum, şirketlerin yatırımcılarla daha güçlü ilişkiler kurmasına ve güven kazanmalarına yardımcı olur.
- Şeffaflık ve Operasyonel Raporlama: Şirketler, şeffaflık ve operasyonel faaliyetlere dair raporlamalarını sağlam bir ÇSY raporu ile sunarak, itibarlarını artırabilirler. Bu tür raporlar, özellikle çalışanlar ve tüketicilerle olumlu ilişkiler kurmak amacıyla paydaş katılımını artırabilir. Böylece, şirketler toplumsal güveni pekiştirmiş ve paydaşlarla olan etkileşimlerini güçlendirmiş olurlar.
- Şirket Denetimi: Şirketler, ÇSY kriterleri aracılığıyla hızlı bir şekilde zayıflıkları belirleyebilir ve mevcut performanslarını ölçebilir. Bu süreç, sürdürülebilirlikle ilgili konuları ele almak için ÇSY'yi stratejik bir avantaj olarak kullanmalarına olanak tanır. Böylece, şirketler hem iç süreçlerini geliştirebilir hem de rekabetçi bir avantaj elde edebilirler.

Kweh vd. (2017)'ye, göre kuruluşlar, sürdürülebilirlikle ilgili konuları ele alırken ÇSY'yi stratejik avantaj olarak kullanırlar. KSS ve SRI aslında bununla ilişkilidir ve bundan kaynaklanır. Özellikle hızla değişen iş ortamında, kuruluşlar sosyal sorumluluk yatırımlarını gerçekleştirmezlerse, bağlı müşterileri kaybetme, satış düşüşü ve itibar kaybı gibi sorunlarla karşılaşabilirler. Yatırımcılar için ÇSY uygulamaları önemli bir bilgi kaynağı olarak kabul edildiği için bu verileri kullanmaktan fayda sağlayabilirler.

Tablo 2.1'de ÇSY performansı, kategoriler bazında açıklanmıştır. Bu puanlar, şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim alanlarındaki performanslarını değerlendiren başlıca ölçütlere dayanmaktadır.

Tablo 2.1. ÇSY Performansının Tanımları

Kategori	Tanımlamaları
Kaynak Kullanımı	Firmanın malzeme, enerji veya su kullanımını azaltma ve tedarik zinciri yönetimini geliştirme kapasitesini yansıtarak performansını gösterir.
Emisyon	Firmanın üretim ve işletme süreçlerinde çevresel emisyonları azaltmaya yönelik taahhüt ve etkinliğini ölçer.
İnovasyon	Firmanın müşterileri için çevresel maliyetleri ve yükleri azaltma kapasitesini yansıtarak yeni pazar fırsatları yaratma yeteneğini ölçer. Bu da yeni çevresel teknolojiler, süreçler veya çevre dostu ürünler aracılığıyla gerçekleşebilir.
İşgücü	Firmanın iş tatmini, güvenli ve sağlıklı bir çalışma ortamı, çeşitlilik ve eşit fırsatların sağlanması, işgücü için gelişim fırsatlarına yönelik etkinliğini ölçer.
İnsan Hakları	Firmanın, temel insan hakları sözleşmelerine uyum konusundaki performansını ve bu alandaki etkinliğini değerlendirir.
Toplum	Firmanın iyi bir vatandaş olma, kamu sağlığını koruma ve iş etiğine saygı gösterme konusundaki taahhüdünü ölçer.
Ürün Sorumluluğu	Firmanın müşteri sağlığı ve güvenliği, bütünlük ve veri gizliliği gibi unsurları içeren kaliteli mal ve hizmetler üretme kapasitesini yansıtır.
Yönetim	Firmanın en iyi uygulama kurumsal yönetim prensiplerine uyumunu ölçer.
Hissedarlar	Şirketin hissedarlara eşit muamele ve karşı koyma önlemlerini kullanma etkinliğini ölçer.
KSS Stratejisi	Firmanın ekonomik (finansal), sosyal ve çevresel boyutları günlük karar alma süreçlerine entegre ettiğini iletme pratiğini yansıtır.

Kaynak: (OECD, 2011)

3. BORÇLANMA MALİYETİ VE KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK İLE İLGİLİ TEORİLER

3.1. BORÇLANMA MALİYETİ

Finansal yönetim işletmenin hangi varlıklara yatırım yapacağına karar verirken, diğer birçok faktörle birlikte yapılacak yatırım için sermaye maliyetini de dikkate almak durumundadır. Sermaye maliyeti işletmeler için yatırımdan elde edilecek minimum getiriyi ifade eder. İşletmeler için bu maliyet sermaye yapılarına göre farklılık gösterecektir. İşletmeler herhangi bir yatırım için sadece öz kaynak veya sadece yabancı kaynak kullanabilir. Bu işletmelerin tercih ettiği sermaye yapısı ile ilgilidir. İşletme için yapılacak yatırımdan beklenen getirinin sermaye maliyetinin üzerinde gerçekleşmesi doğru bir yatırım olduğunu gösterir. Daha düşük sermaye maliyeti, şirketin değeri üzerinde olumlu etki yaratmaktadır. Bir projenin beklenen getirisi, sermaye maliyetinden yüksekse yatırım yapılmalıdır (Söker, 2021:15).

Sermaye maliyeti, finansal yönetimde özellikle yatırım kararlarında kullanılan temel bir göstergedir. İşletmelerin sermaye yapılarına bağlı olarak değişen bu maliyet, öz kaynak ve yabancı kaynakların finansman sürecinde nasıl dengeleneceğini belirler. Sermaye maliyetinin hesaplanması, işletmenin kullandığı finansman kaynaklarının toplam içerisindeki ağırlıklarının belirlenmesiyle gerçekleştirilir. Bir firma yatırım kararlarını değerlendirirken sermaye maliyetini temel bir ölçüt olarak kullanır. Eğer bir yatırım projesinin net bugünkü değeri (NBD), ağırlıklı ortalama sermaye maliyetiyle (AOSM) hesaplandığında pozitif çıkıyorsa, yani yatırımın getirisinin maliyetini aştığı görülüyorsa, proje kabul edilebilir. Alternatif olarak, eğer projenin iç verim oranı sermaye maliyetinden yüksekse, yatırımın kârlı olduğu söylenebilir ve proje onaylanabilir. İki veya daha fazla alternatif yatırımın karşılaştırıldığı durumlarda ise net bugünkü değeri veya iç verim oranı daha yüksek olan proje tercih edilir (Karabulut ve Şeker, 2020: 6-7).

Firmalar, faaliyetlerinin devamı ve yeni yatırımlar gerçekleştirebilmek için finansmana ihtiyaç duymaktadırlar. Bu finansman ya firmanın iç kaynaklarından (öz sermaye) ya da dış kaynaklardan (borçlanma) sağlanabilmektedir. Firmaların sahip oldukları iç ve dış finansman kaynaklarının toplamı ise sermaye yapılarını oluşturmaktadır. Hem iç kaynaklar hem de dış kaynaklar, bir maliyet yükü taşır ve bu maliyet firmaların kârlılığı üzerinde önemli bir etkiye sahiptir (Yükeri, 2009: 3).

Firma açısından en önemli unsurlardan biri, ihtiyaç duyulan finansman kaynaklarının zamanında ve uygun maliyetle sağlanabilmesidir. Bu kaynakların, firmanın değerine katkı

sunacak şekilde kullanılması için optimal finansman stratejisi izlenmeli ve tüm seçenekler risk ve getiri bakımından dikkatlice analiz edilmelidir. Firmaların kullanabileceği fonlar, kaynaklarına ve vadelerine göre farklı şekillerde sınıflandırılabilir. Kaynaklarına göre finansman seçenekleri (öz kaynak, yabancı kaynak ve oto finansman) olarak sınıflandırılabilir. Vadelerine göre ise kısa, orta ve uzun vadeli kaynaklar olarak kategorize edilmiştir (Karabulut ve Şeker, 2020: 29).

Kısa vadeli fonlar, firmaların en fazla bir yıl içinde geri ödemek üzere aldıkları borçlardır. Bu fonlar genellikle dönen varlıkların finansmanı için kullanılır. Kısa vadeli borç tutarını, mevsimsel değişiklikler, şirket varlıklarının yapısı, finansman maliyetleri, ekonomik koşullar, borç vadesinin uzatılması, faiz oranlarındaki dalgalanmalar, tahminler, kurumsal yapı ve işletmenin hukuki durumu gibi pek çok faktör belirler. Bir yıl içinde geri ödenmesi gereken bu tür borçlanmaların sürekli hale getirilmesinin bazı olumsuz sonuçları vardır. Firmanın risk seviyesini etkileyen kısa vadeli kaynak kullanımının sınırları, ekonominin durumu ve sektöre özgü özelliklerle belirlenir. Kısa vadeli ve uzun vadeli kaynakların faiz oranları arasındaki fark ile uzun vadeli finansman kaynaklarının yetersizliği, firma yönetimini aşırı kısa vadeli finansman kullanmaya teşvik eder ve bu da yanlış kararlar alınmasına neden olabilir. Orta vadeli banka kredilerinin iki ana özelliği şöyledir. Birincisi, kredinin vadesinin bir yıldan uzun olması, ikincisi ise kredinin belirli bir borç anlaşmasına dayanmasıdır. Orta vadeli borçların geri ödemesi, ödeme planına göre üç aylık, altı aylık veya yıllık zaman aralıklarıyla yapılır. Bu ödeme planı borçlunun nakit akışına uygun şekilde hazırlanır ve ödemeler genellikle eşit taksitler halinde gerçekleştirilir (Ceylan ve Korkmaz, 2013: 146).

Firmanın kısa vadeli borçlanma kaynakları genellikle kısa vadeli ticari (satıcı) krediler, finansman bonoları, banka kredileri, faktöring işlemleri, varlığa dayalı menkul kıymetler ve repo işlemleri gibi araçlardan oluşur. Uzun vadeli borçlanma kaynakları ise çoğunlukla uzun vadeli banka kredileri, tahviller, finansal kiralama (leasing) işlemleri ve senetli borçlar gibi finansman araçlarını kapsar. Yabancı kaynaklar için ödenen faiz, yabancı kaynak maliyeti olarak adlandırılır. Ancak, faiz giderleri vergi avantajı sağladığı için, firmanın gerçek borç maliyeti vergi sonrası borç maliyeti olarak dikkate alınmalıdır. Borç için ödenen faiz, firmanın vergi matrahından düşülerek daha az vergi ödemesine olanak tanımaktadır (Karabulut ve Şeker, 2020: 31).

Öz kaynak ve yabancı kaynaklar arasında birkaç önemli fark bulunmaktadır. Bu farklar altı ana başlık altında incelenebilir. Tablo 3.1’de bu farklar görülmektedir.

Tablo 3.1. Öz kaynak ile Yabancı Kaynak (Borç) Arasındaki Farklar

Özellikler	Öz kaynak	Yabancı Kaynak
Süre Farkı	Yoktur	Vardır
Firmanın Kârı Üzerindeki Talep Hakkı	Öncelik Hakkı Yoktur	Öncelik Hakkı Vardır
Firmanın Varlıkları Üzerinde Talep Hakkı	Öncelik Hakkı Yoktur	Öncelik Hakkı Vardır
Yönetime Katılım Hakkı	Vardır	Yoktur
Vergi Kalkanı	Vergi İndirimi Yok	Vergi İndirimi Vardır
Vade	Sonsuz	Sabit

Kaynak: (Alfarra, 2016: 20).

Borçlanma maliyeti, genellikle iki şekilde ele alınır: vergi öncesi borçlanma maliyeti ve vergi sonrası borçlanma maliyeti. Her iki yaklaşım da aşağıda ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

Vergi Öncesi Borçlanma Maliyeti: Şirketin ödediği faiz oranı, borçlanma koşullarına ve kredi riskine göre belirlenir. Yatırımcılar, şirkete borç verdiklerinde, şirketin borcunu geri ödeyip ödeyemeyeceğini değerlendirerek bir faiz oranı talep ederler. Bu oran şirketin kredi notuna, sektör risklerine ve piyasa koşullarına bağlı olarak değişebilir. Borçlanma maliyeti toplam faiz giderlerinin toplam borç tutarına bölünmesi ile hesaplanır.

$$\text{Borçlanma Maliyeti} = (\text{Toplam Faiz Giderleri} / \text{Toplam Borç Tutarı})$$

Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti: Şirketlerin borçla finanse ettiği faaliyetlerinden elde ettikleri faiz ödemeleri, vergi matrahından düşülür. Bu, borçlanan şirketlere vergi avantajı sağlar ve borçlanma maliyetini etkiler. Vergiden sonraki maliyet, genellikle şu şekilde hesaplanır:

$$\text{Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti} = \text{Etkili Faiz Oranı} \times (1 - \text{Vergi Oranı})$$

Vergi sonrası borçlanma maliyeti, firmanın borç için ödediği faiz giderlerinin vergi avantajını dikkate alarak, net maliyeti hesaplamaktadır. Vergi sonrası borçlanma maliyeti, borçlanmanın firma üzerindeki gerçek maliyetini yansıtır çünkü faiz giderleri, vergi matrahından düşüldüğü için firmanın vergi yükünü azaltabilmektedir (Karabulut ve Şeker, 2020 :14).

Firmalar, borçlanma süreçlerinde farklı maliyetlerle karşı karşıya gelebilmektedirler. Bu maliyetler çeşitli faktörlere bağlı olarak değişkenlik gösterebilmektedir. Bu unsurların her

biri, firmanın finansman yükünü etkileyerek genel borçlanma maliyetini belirlemektedir. Tablo 3.2’de özetle bu faktörler açıklanmıştır.

Tablo 3.2. Firmaların Borçlanma Maliyetlerini Etkileyen Faktörler

Faktör Kategorisi	Açıklama
Makroekonomik Faktörler	<i>Faiz Oranları:</i> Politika faizleri borçlanma maliyetlerini doğrudan etkiler. <i>Enflasyon:</i> Yüksek enflasyon, reel faiz oranlarını artırarak borçlanma maliyetini yükseltir. <i>Ekonomik Büyüme:</i> Güçlü büyüme borçlanma maliyetini düşürür. (Taylor ,1993; Fisher, 1930; Fama,1981).
Firmanın Mali Durumu	<i>Kredi Notu:</i> Yüksek kredi notu, düşük risk ve daha düşük faiz oranları sağlar. <i>Finansal Performans:</i> Sağlam mali yapı düşük maliyet sağlar. <i>Karlılık:</i> Karlı firmalar daha az riskli olup daha ucuz borçlanma fırsatlarına sahip olabilirler. <i>Finansal Kaldıraç Oranı:</i> Daha yüksek kaldıraç, daha yüksek iflas riski anlamına gelir. <i>Şirket Büyüklüğü:</i> Daha büyük firmalar genellikle daha düşük borçlanma maliyetlerine sahiptir. <i>Teminatlar:</i> Teminat, alacaklı riskini azaltarak maliyeti düşürür. (Sufi, 2009; Modigliani ve Miller,1958; Rajan ve Zingales,1995; Myers,1997).
Borcun Yapısı	<i>Vade Süresi:</i> Uzun vadeli borçlar kısa vadeli borçlara göre daha yüksek faiz taşır (Fabozzi, 2007).
Piyasa Koşulları	<i>Talep ve Arz:</i> Sermaye talebi ve arzı maliyetleri etkiler. <i>Likidite:</i> Piyasa likiditesinin az olduğu durumlarda maliyetler artar. <i>Döviz Riski:</i> Döviz kurundaki dalgalanma, döviz kredisi maliyetlerini yükseltir. (Amihud, 2002; Diamond, 1991).
Politik ve Yasal Faktörler	<i>Vergi Teşvikleri:</i> Vergisel avantajlar maliyetleri düşürür. <i>Politik İstikrar:</i> Siyasi belirsizlik nedeniyle ülkenin risk primi ve borçlanma maliyeti artar. <i>Düzenlemeler:</i> Borçlanma kurallarındaki değişiklikler etkiler. (Alesina ve Perotti,1996; Graham, 2000).

Küresel Faktörler	<i>Uluslararası Faiz Oranları:</i> ABD faiz artışları, gelişmekte olan ülkelerde borçlanma maliyetini artırır. <i>Yatırımcı Güveni:</i> Yüksek yatırımcı güveni, risk primini azaltır ve borçlanma maliyetlerini düşürür. <i>Küresel Durum:</i> Kriz dönemlerinde, pandemi veya savaşlarda, risk algısı değişir ve maliyetler artar. (Caballero ve Krishnamurthy, 2008; Obstfeld ve Rogoff, 1995; Baker ve Wurgler, 2006).
Sektör ve Pazar Riski	<i>Sektörel Riskler:</i> Riskli sektörlerde maliyetler daha yüksektir. (Booth vd,2001; Almeida ve Philippon, 2007).

Kısa Vadeli Borçlar

Bir yıl içinde geri ödenmesi gereken borçlar, kısa vadeli yabancı kaynaklar olarak adlandırılır. İşletmenin varlık ve kaynakları arasında vade uyumunun sağlanması, net çalışma sermayesinin sürdürülebilirliği açısından büyük önem taşır. Bu nedenle, kısa vadeli kaynaklar öncelikle dönen varlıkların finansmanında kullanılmalıdır. Ancak, kısa vadeli kaynakların duran varlıkların finansmanında kullanılması vade uyumsuzluğuna yol açarak likidite sorunlarına neden olabilir. Kısa vadeli fon ihtiyacı, işletmenin faaliyet alanına, satış hacmine ve vadeli satış politikasına bağlıdır. Bu doğrultuda, varlık yapısındaki dalgalanmalar kısa vadeli kaynak ihtiyacını doğrudan etkileyebilir. Kısa vadeli kredilerin başlıcaları şunlardır (Saraç, 2012:265):

- Kısa vadeli ticari (satıcı) krediler
- Kısa süreli banka kredileri (finansal krediler)
- Finansman bonoları,
- Faktöring
- Varlığa dayalı menkul kıymetler
- Diğer kısa vadeli krediler
- Alacak ve stok finansmanı
- Hazine bonusu
- Repo işlemleri
- Dış ticarete yararlanılan kısa vadeli finansman imkânları

Uzun Vadeli Borçlar

Bir yıldan uzun vadeli fon kaynakları; uzun vadeli krediler ile öz sermaye kaynaklarından oluşur. Uzun vadeli krediler sanayi, ulaşım, enerji sektörlerindeki firmaların bilançolarında diğer sektörlerde (gıda, tarım, konfeksiyon vb.) bulunan firmaların bilançolarına göre daha ağırlıklı olarak yer almaktadır ve pasifin önemli bir oranını oluşturmaktadır. Firmaların kullandıkları başlıca uzun vadeli krediler şunlardır (Saraç, 2012:273):

- Uzun vadeli satıcı kredileri
- Uzun vadeli banka kredileri
- Taksitli donatım (teçhizat) kredileri
- Dönen (rotatif) krediler
- Kiralama (leasing)
- Forfaiting
- İpoteğe dayalı uzun vadeli krediler
- Tahvil ihracı
- Uluslararası uzun vadeli krediler

Türkiye'deki borçlanma araçları Tablo 3.3'te gösterilmiştir.

Tablo 3.3. Türkiye'de Borçlanma Araçları

Borçlanma Araçları	Açıklama	İhraç Edenler	Vade Süresi	Faiz / Getiri Türü
Devlet Tahvili	Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından uzun vadeli ihraç edilir.	Hazine ve Maliye Bakanlığı	1-30 yıl	Sabit / Değişken
Hazine Bonosu	Kısa vadeli devlet borçlanma aracıdır.	Hazine ve Maliye Bakanlığı	1-12 ay	Sabit
Özel Sektör Tahvili	Şirketlerin finansman sağlamak için çıkardığı tahviller.	Şirketler	1-10 yıl	Sabit / Değişken
Banka Bonosu	Bankaların kısa vadeli borçlanma aracı.	Bankalar	1-12 ay	Sabit
Finansman Bonosu	Şirketler tarafından çıkarılan kısa vadeli borçlanma aracı.	Şirketler	1-12 ay	Sabit
Sukuk (Kira Sertifikası)	Faize duyarlı yatırımcılar için İslami finans borçlanma aracı.	Hazine, Bankalar, Şirketler	1-10 yıl	Kar Payı
Gelire Endeksli Senet (GES)	Kamu gelirlerine dayalı getirisi olan devlet borçlanma aracı.	Hazine ve Maliye Bakanlığı	1-5 yıl	Değişken
Eurobond (Döviz Cinsi Tahvil)	Yabancı para biriminde ihraç edilen uzun vadeli tahvil.	Hazine, Bankalar, Şirketler	5-30 yıl	Sabit / Değişken
Mevduat Sertifikası	Bankaların belirli vadeler için ihraç ettiği borçlanma aracı.	Bankalar	1 ay-5 yıl	Sabit

Kaynak: (www.spk.gov.tr, 2023; www.tcmb.gov.tr, 2023)

3.2. BORÇLANMA MALİYETİ İLE İLGİLİ TEORİLER

Sermaye yapısı üzerine finans literatüründe birçok teori önerilmiş ve tartışılmıştır. Modigliani ve Miller'in (1958) sermaye yapısı teorisinden sonra ortaya çıkan modern teoriler, etkin piyasa koşulları altında sermaye yapısının firma değeri üzerinde etkisi olmadığını öne süren bu yaklaşımdan hareketle, işletmelerin borç ve öz sermayenin maliyetlerini ve getirilerini dikkate alarak sermaye yapılarını oluşturdukları gerçeğine dayanmaktadır. Sermaye yapısı, firmaların yatırımlarını finanse etmeleri açısından büyük bir öneme sahiptir. Firmalar, firma değerini maksimize etmek için optimal sermaye yapısını belirlemelidir. Mikro düzeyde, firmaların sermaye yapısı kararları şu temellere dayanır: finansal performansı iyileştirmek, firma değerini maksimize etmek, büyüme ve sürdürülebilirliği sağlamak. Makro düzeyde özellikle 2008-2009 finansal krizi sırasında, sermaye yapısı kararları şu açılardan büyük önem taşımıştır: temsil maliyeti problemleri, asimetrik bilgi sorunları. Firmaların sermaye yapıları dikkate alındığında, kredi verenler, firmaların ne kadar borcu olduğunu ve verilen kredinin geri ödenmeme riski olup olmadığını anlayabilirler. Yatırımcılar ise, firmaların borç düzeylerine bakarak aldıkları risklere göre getiri beklentilerini oluşturabilirler (Kılıç ve Sakalsız, 2023: 30).

Modigliani ve Miller'in (1958) yılında yaptıkları ortak çalışma, sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisini teorik olarak incelemiş ve mükemmel sermaye piyasası varsayımı altında "sermaye yapısının bağımsızlığı" teorisini geliştirmiştir. Bu teoriye göre, belirlenen sermaye yapısının firma değeri üzerinde bir etkisi bulunmamaktadır. Daha sonraki çalışmalarında, Modigliani ve Miller dahil birçok araştırmacı, sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi daha gerçekçi ve az kısıtlayıcı varsayımlar altında değerlendirmeye çalışmıştır. Modigliani ve Miller, 1963 yılında vergilendirme konusuna odaklandıkları çalışmalarında, şirketlerin optimal sermaye yapısına ulaşabilmek için mümkün olduğunca yabancı kaynak kullanmalarını önererek borçlanmanın vergi avantajlarına dikkat çekmişlerdir (Ata ve Ağ, 2010: 49).

Sermaye yapısı, işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri ve firma değerini maksimize etmeleri açısından kritik öneme sahiptir. Finansal kararların merkezinde yer alan sermaye yapısı; oto finansman, öz sermaye, borç ve hisse senetlerinden oluşmaktadır. Klasik sermaye yapısı teorilerinden farklı olarak, modern teoriler sermaye yapısı ile firma değeri arasındaki ilişkiyi incelerken temsilci maliyetleri, iflas maliyetleri, vergi etkileri ve asimetrik bilgi gibi unsurları da dikkate alır. Bu teoriler, sermaye yapısı kararlarını etkileyen faktörler ile

sermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi araştırır. Modigliani ve Miller (1958) teorisi, sermaye bileşimi ile sermaye maliyeti arasında bir ilişki olmadığını ve borç oranının sermaye maliyeti ya da firma değerini etkilemediğini öne sürer. Bu teoriden sonra, modern sermaye yapısı teorileri daha da geliştirilmiştir (Kılıç ve Kaya, 2023: 69).

Sermaye yapısıyla ilgili hatalı bir karar, işletmeyi ciddi finansal zorluklara ve hatta iflasa sürükleyebilir. Bu nedenle, şirket yönetimi, işletmenin sermaye yapısını firma değerini maksimize edecek şekilde düzenlemeyi hedefler. Sermaye yapısı teorileri, hisse senedi fiyatlarının ve sermaye maliyetlerinin sermaye yapısından nasıl etkilendiğini açıklamak amacıyla geliştirilmiştir. Her teori, sermaye yapısının firma değeri üzerindeki etkisini farklı bir bakış açısıyla ele alarak işletmelere stratejik finansman kararlarında yol gösterir (Ata ve Ağ, 2010: 46).

3.2.1. Finansman Hiyerarşisi Teorisi

Myers (1984), asimetrik bilgi problemi ve buna bağlı ters seçim problemi nedeniyle firmaların, dışsal finansman kaynaklarından ziyade içsel finansman kaynaklarını tercih ettiğini öne sürmüştür. Myers'a göre, bir firma finansmana ihtiyaç duyduğunda öncelikle dağıtılmamış kârları kullanır. Dışsal kaynaklara yönelmesi gerektiğinde ise, hisse senedi ihracı en maliyetli seçenek olduğu için borçlanmayı tercih eder. Bu teori, yüksek kârlı firmaların yatırımlarını finanse etmek için mümkün olduğunca içsel finansman kaynaklarını kullandığını, düşük kârlı firmaların ise genellikle borçlanmak zorunda kaldığını vurgular. Jensen ve Meckling (1976) temsil teorisine göre, kârlılık ile borçlanma arasında negatif bir ilişki vardır. Yüksek kârlılığa sahip firmalar, mümkün olduğunca az borçlanmayı tercih eder ve dışsal finansman kaynakları yerine içsel finansman kaynaklarını kullanmayı yeğler. Ancak, bu durum, yüksek kârlı firmaların yatırım fırsatlarını sınırlı bir şekilde değerlendirebilmelerine yol açabilir. Borçlanma oranı arttıkça, yüksek getiriye sahip yatırım fırsatlarına yatırım yapma olasılığı da artacaktır (Kılıç ve Sakalsız, 2023: 32).

Finansman hiyerarşisi teorisinin (Pecking Order Theory), temel ilkeleri öncelikli olarak içsel finansmandır, yani firmalar, ilk olarak dağıtılmamış kârlar veya iç nakit akışlarını kullanmayı tercih etmelidirler. Dış finansman gerekliyse, firmalar öncelikle borçlanmayı seçerler. Bunun nedeni, mülkiyetin devredilmesinden kaçınmak ve hisse senedi ihracının daha yüksek maliyet getirmesidir. Ayrıca hisse senedi ihracı, yüksek ihraç maliyetleri ve piyasalara olumsuz sinyal verme riski nedeniyle en az tercih edilen seçenektir. Finansman hiyerarşisi teorisine göre yöneticiler, firmanın gerçek değeri hakkında dış yatırımcılardan daha fazla

bilgiye sahiptir (Bilgi Asimetrisi). Hisse ihracı, piyasaya firmanın aşırı değeri olduğu sinyali verebilir ve olumsuz piyasa tepkisine yol açabilir. Ayrıca yatırımcılar, hisse senetlerini satın alırken aşırı değeri olmuş olma riskini üstlendiklerinden (Ters Seçim /Adverse Selection), bu tür finansman daha maliyetli hale gelir (Ata ve Ağ, 2010:48).

Finansman hiyerarşisi teorisiyle ilgili yapılan ampirik araştırmalar, dış kaynak seçimi sürecinde borçlanmanın hisse senedi ihracına tercih edilmesinin temel nedenlerinden birinin, hisse senedi ihracının borçlanmaya kıyasla daha yüksek maliyetli olması olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca, borçlanmayı hisse senedi ihracına göre daha az maliyetli hale getiren bir diğer önemli faktör, hisse senedi sahiplerinin projeyi sürekli kontrol etme ihtiyacı duyarken, borç verenlerin genellikle yalnızca finansal sıkıntı durumunda kontrol etme gerekliliği hissetmeleridir (Kılıç ve Sakalsız, 2023:51).

Finansman hiyerarşisi teorisi, firmaların belirli bir optimal borç/öz sermaye oranına sahip olmadığını savunur. Bunun yerine, her bir firmanın borç oranı, dış finansman ihtiyacını kümülatif olarak yansıtır. Borç oranı, şirketin içsel fon yaratma kapasitesine ve yatırım harcamalarına göre değişkenlik gösterir. Kârlı ancak sınırlı yatırım fırsatlarına sahip firmalar genellikle düşük borç oranlarına sahiptir. Buna karşın, yatırım fırsatları fazla olan ancak içsel fonları yetersiz kalan firmalar, daha yüksek borç oranlarına yönelir. Borç oranının belirlenmesinde borçlanmanın sağladığı vergi avantajları ve finansal kriz riski gibi unsurlar ikincil öneme sahiptir (Ata ve Ağ, 2010:48).

Finansman hiyerarşisi teorisi, kârlı firmaların genellikle neden daha az borç kullandığını açıklar. Bu durum, bu firmaların düşük bir hedef borç/öz sermaye oranına sahip olmasından değil, dış finansman ihtiyacının bulunmamasından kaynaklanır. Buna karşılık, daha az kârlı firmalar, yatırım projelerini finanse etmek için yeterli içsel fonları bulunmadığından borçlanmayı tercih ederler. Finansman hiyerarşisi teorisine göre borçlanma, dış finansman kaynakları arasında ilk sırada yer alır. Myers (1984) tarafından geliştirilen bu teori, geleneksel sermaye yapısı teorisine bir alternatif sunmaktadır. Taggart (1989) çalışmasında bu teoriyi incelemiş ve optimal sermaye yapısı teorisine kıyasla daha gerçekçi ve uygulanabilir bir yaklaşım sunduğunu öne sürmüştür. Fama ve French (2002) daha kârlı firmaların dış finansmana daha az ihtiyaç duyduğunu vurgulayarak, bu durum teoriyi desteklemiştir (Ata ve Ağ, 2010: 48-49).

Finansman hiyerarşisi teorisine göre, işletmeler fon ihtiyacını karşılamak için öncelikli olarak dağıtılmamış kârlarını, ardından borçlanma yolunu ve son olarak da yeni hisse senedi

ihracını tercih ederler. Bu teorinin temelinde, yatırımcılar ile işletme arasında mevcut olan bilgi asimetrisi sorunu yatmaktadır. Yatırımcılar, işletme yöneticilerinin hisse senetlerini aşırı değerli olduklarında ihraç edeceğini, düşük değerli olduklarında ise borçlanma yoluna gideceğini varsayar. Bu nedenle, işletme borç kapasitesini doldurmadan yatırımcılar hisse senedi satın almaktan kaçınır. Bu durum, yatırımcıların işletmeleri finansman hiyerarşisine uymaya yönlendirdiği bir mekanizma oluşturur (Gülşen ve Ülkütaş, 2012:50)

3.2.2. Dengeleme Teorisi

Dengeleme teorisi (Trade-Off Theory), borçlanmanın sağladığı vergi avantajı ile finansal sıkıntı maliyetleri arasındaki dengeye dayanır. Bu teori yabancı kaynak ile öz sermaye arasında optimal bir denge sağlanması gerektiğini öne sürmektedir. Teoriye göre, yüksek kârlılığa sahip şirketler, borçlanmadan doğan faiz giderlerinin vergi matrahından düşülmesiyle elde edilen vergi avantajını artırmak için daha fazla yabancı kaynak kullanabilir. Ancak, aşırı borçlanmanın şirketin iflas riskini artırabileceği de vurgulanmaktadır. Şirketlerin borçlanma stratejileri, bir yandan vergi avantajlarını maksimize etmeye çalışırken, diğer yandan iflas risklerini minimize etme çabasıyla şekillenmektedir. Bu iki karşıt etkiden hareketle, işletmeler optimal borç seviyesine ulaşmak için bu iki karşıt etkiyi dengelemelidirler (Ata ve Ağ, 2010: 47).

Modigliani ve Miller (1963) tarafından ilk kez ortaya çıkan teori, firmaların borçlanma kararlarını, borcun sağladığı vergi avantajını (vergi kalkanı etkisi) ve iflas maliyetlerini dikkate alarak yapmaları gerektiğini belirtir. Bu teoriye göre, borcun vergi kalkanı etkisi ile iflas maliyetleri ve temsil maliyetleri arasında bir denge sağlanmalıdır. Dengeleme teorisi'ne dayanarak, büyük firmaların düşük iflas riski nedeniyle daha fazla borçlanmaları beklenir. Büyük firmalar, küçük firmalara kıyasla, finansal sıkıntı durumunda daha az değer kaybedecek maddi varlıklara sahiptir. Ancak, büyük firmalar finansal zorluklardan daha fazla etkilenebilir. Dengeleme teorisi'ne göre, büyüme ile borçlanma arasında negatif bir ilişki vardır. Bunun nedeni, büyüyen firmaların, borçlanarak vergi kalkanı etkisinden daha fazla yararlanmak istemeleridir. Buna karşılık, amortisman gibi borç dışı vergi kalkanına sahip firmaların, bu tür bir avantaja sahip olmayan firmalara kıyasla daha düşük borç oranlarına sahip olması beklenir. Bu durum, ülkeler arasında farklılık gösterebilir. Borçtan sağlanan vergi kalkanı etkisinden daha fazla yararlanabilen ülkelerde, borçlanma oranlarının daha yüksek olması beklenir. Yüksek kârlılığa sahip firmaların, daha düşük iflas maliyetleri

nedeniyle daha fazla borçlanmaları öngörülmektedir. Ancak, borç ve kârlılık arasındaki negatif ilişki bu teoriyi desteklememektedir (Kılıç ve Sakalsız, 2023:31).

3.2.3. Sinyal Teorisi

Sinyal teorisi (Signalling Theory), optimal sermaye yapısının belirlenmesinde asimetrik bilginin önemli bir rol oynadığını öne sürer. Ross (1977), işletme yöneticilerinin şirket hakkında detaylı bilgiye sahip olduklarını, ancak şirket dışındaki paydaşların bu bilgiye erişimlerinin sınırlı olduğunu açıklamıştır. Bu durumda, yöneticiler geleceğe dair olumlu beklentilere sahip olduklarında, borçlanma yolunu tercih edecek ve bu durumun hisse senedi fiyatına olumlu bir yansıması olacaktır. Yatırımcılar açısından, borçlanmayı seçen firmalar daha kaliteli görünürken, daha az borçlanan şirketler ise yüksek iflas maliyetlerine sahip, daha düşük kaliteli şirketler olarak algılanır. Borçlanma, firmanın kendine olan güvenini ve gelecekteki nakit akışlarını karşılayabileceğine dair olumlu bir sinyal olarak algılanabilir. Böylece bir firma belirli finansal kararlar alarak dış paydaşlara (örneğin yatırımcılar, alacaklılar ve piyasadaki diğer aktörler) şirketin durumu ve geleceği hakkında olumlu bir mesaj vermektedir. Firmaların kaldıraç oranının artması, şirket değerini de artırarak yatırımcılara gelecekte daha fazla nakit akışı beklediklerinin sinyalini vermektedir (Ar ve Sakur, 2021: 751).

Bu teori, bilgi asimetrisi durumunda, bilgiye en çok sahip olan tarafların (acentelerin), bilgiye daha az erişimi olan taraflara (bilgi kullanıcılarına) gerekli bilgileri sağlamasına odaklanır. Teoriye göre, şirketlerin borç kullanımındaki artış, piyasaya olumlu bir sinyal olarak algılanabilir. Bu durum, özellikle yüksek kârlılığa ve büyüme potansiyeline sahip firmaların, piyasaya kendilerini güvenilir ve güçlü bir finansal yapıya sahip olarak tanıtmalarıyla ilişkilidir. Buna karşın, daha az kârlı ve büyüme potansiyeli düşük olan firmalar, genellikle borçlanma konusunda daha sınırlı bir eğilim göstermektedir (Ata ve Ağ, 2010: 49)

Sinyal teorisine göre borçlanma, işletmeler için olumlu bir durumu yansıtarak, firmanın başarılı olduğuna dair bir işaret sunar. Ancak bu olumlu algının oluşması, şirketin kârlılığının yüksek olmasına bağlıdır. Yüksek kârlılığa sahip firmalar, sinyal teorisine göre daha kolay borçlanabilirken, daha az kârlı ve büyüme potansiyeli düşük şirketler ise öz sermaye artırımını yolunu tercih eder. Borçlanma düzeyinin artışı, firmanın piyasada başarısına dair olumlu bir sinyal olarak algılanır. Ancak bu algıyı desteklemek için firmanın hem yüksek kârlılığa hem de büyüme potansiyeline sahip olması gerekmektedir. Bir şirketin öz sermaye yerine

borçlanma yolunu tercih etmesi, sinyal teorisine göre çeşitli boyutlarda ele alınabilir ve bu kararın anlamı, şirketin genel durumu, piyasa koşulları ve yatırımcıların algısına bağlı olarak değişmektedir (Cansız ve Sayılğan, 2017: 5).

Sinyal teorisine göre, firmaların temettü dağıtımlarında yaptığı değişiklikler, şirketin mevcut durumu, gelecekteki kârlılığı ve nakit akışları hakkında yatırımcılara bilgi sağlar. Şirketin dağıttığı yüksek temettü tutarları, yatırımcılar tarafından gelecekteki kazançların bir işareti olarak değerlendirilir. Bu nedenle, temettü artışları, şirketin hisse senedi fiyatında pozitif anormal getiriler sağlarken, aynı zamanda piyasada firmanın gelecekteki kazançlarına yönelik olumlu bir sinyal algısı yaratır (Kılıç vd., 2016: 1133).

Borçlanma, işletmenin finansal gücü ve büyüme potansiyeline dair piyasaya olumlu bir sinyal göndererek, dış finansman sağlayıcılarının güvenini kazanmasını sağlar. Aynı zamanda, borç yükümlülüklerini yerine getirme taahhüdü, yöneticilerin kaynakları verimli kullanacağına işaret eder. Borçlanmanın öz sermayeye kıyasla tercih edilmesinin bir diğer önemli nedeni ise faiz ödemelerinin vergiden düşülebilmesi sayesinde sağlanan maliyet avantajıdır. Sinyal teorisine göre borçlanma, firmanın güçlü nakit akışı beklentisini yansıtabilir. Borçlanma, firmanın finansal istikrarını, düzenli ödeme kapasitesini ve mevcut hissedarların sahiplik oranını koruma isteğini göstererek güven verici bir unsur olabilir. Ayrıca, sabit geri ödeme yükümlülükleri yöneticileri harcamaları disipline etmeye teşvik ederken, vergi avantajları sayesinde sermaye yapısını optimize etme fırsatı sunar (Akkaynak, 2022: 60). Tablo 3.4'te sermaye yapısıyla ilgili çeşitli teorilere göre borçlanmayı etkileyen faktörler özetlenmektedir.

Tablo 3.4. Sermaye Yapısı Teorileri ve Borçlanmayı Etkileyen Faktörler

Teori	Kârlılık	Firma Büyüklüğü	Varlık Yapısı	Kazançlardaki Değişim	Büyüme Oranları
Varlık Yapısı Teorisi	Maddi varlıkları fazla olan firmalar, teminat değeri nedeniyle borç kullanmayı tercih ederler.	Maddi varlıklar, iflas maliyetlerini düşürür ve borçlanmayı teşvik eder.	Maddi varlıklar, borç verenlerle olan vekalet sorunlarını azaltır.	Güçlü varlık yapısına sahip firmalar, borç ihraç ederek düşük risk sinyali verebilirler.	Maddi varlıkları fazla olan firmalar, teminat değeri nedeniyle borç kullanmayı tercih ederler.
Dengeleme Teorisi	Yüksek kârlılık borç kullanımını artırır (vergi avantajı). Kârlı firmalar bu avantajlardan yararlanarak hissedar değerini maksimize eder.	Büyük firmalar, ölçek ekonomileri ve sermaye piyasalarına daha iyi erişim nedeniyle daha düşük iflas maliyetleriyle karşılaşır.	Maddi varlıklar teminat olarak kullanılabilir ve bu durum borçlanma kapasitesini artırır, bu da alacaklıların riskini azaltır.	İstikrarlı kazançlar, temerrüt riskini düşürdüğünden daha fazla borçlanmayı desteklerler.	Büyüme borçlanmayı teşvik edebilir, ancak aşırı borç esneklik kaybına yol açabilir.
Finansman Hiyerarşisi Teorisi	Kârlı firmalar önce iç kaynaklarını, ardından borcu ve en son olarak hisse senedi ihracını tercih eder. Kârlılık arttıkça borca olan ihtiyaç azalır.	Büyük firmalar zamanla iç kaynakları biriktirerek dış borçlanma ihtiyacını azaltır.	Maddi varlıklar iç fonların kullanımını teşvik edebilir, ancak yetersiz olduğunda firmalar borçlanmaya başvurabilir.	Kazançlardaki dalgalanma, borçlanma maliyetlerini artırır; bu durum firmaları daha çok öz kaynak veya içsel fon kullanmaya iter.	Büyüme olanaklarına sahip firmalar, finansman açıkları nedeniyle hisse senedi yerine borcu tercih eder.
Sinyal Teorisi	Kârlı firmalar, piyasaya gelecekteki nakit akışlarına güvendiklerini göstermek için borçlanmayı bir sinyal olarak kullanır.	Büyük firmalar daha az bilgi asimetrisiyle karşılaşır, bu da piyasada istikrar ve güven sağlar, böylece borçlanma şartlarını iyileştirir.	Maddi varlıklar, firmanın uzun vadeli finansal yükümlülüklerine olan bağlılığını göstererek sinyal etkisini güçlendirir.	Kazanç dalgalanmaları, borcun olumlu sinyal etkisini zayıflatabilir.	Yüksek büyüme olanaklarına sahip firmalar, projelerini finanse etmek ve gelecekteki genişleme planlarına bağlılık göstermek için borçlanabilir
Vekalet Teorisi	Kârlı firmalar, borç kullanarak yöneticilerin verimsiz harcamalarını azaltır ve hissedar değeri yaratacak etkin sermaye kullanımını teşvik eder.	Büyük firmalar genellikle daha iyi kurumsal yönetim yapısına sahiptir, bu da daha yüksek borç seviyelerini destekler.	Maddi varlıklar, borç verenlerin fonların kötüye kullanılacağı endişelerini azaltarak borçlanmayı kolaylaştırır.	Kazanç dalgalanmaları, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekalet sorunlarını artırarak borçlanma kararlarını etkiler.	Büyüme olanakları, yöneticilerin hissedar çıkarlarıyla uyumlu olmayan projeleri tercih etme olasılığını artırabilir, bu da borç kullanımını gerekli kılabilir.

Vergi Kalkanı Etkisi	Vergi avantajı odak noktası değildir; içsel fonlama, vergi kalkanlarından bağımsız olarak önceliklidir.	Firmalar, borçlanmanın getirdiği vergi avantajlarını maksimize ederken iflas ve vekalet maliyetlerini dengeler.	Vergi kalkanları, finansal disiplin oluşturarak vekalet problemlerini azaltabilir.	Borç kullanımı, firmanın vergi kalkanını etkili bir şekilde kullanabileceğine olan güveni işaret eder.
İflas Maliyetleri	İçsel fon kullanımı ve daha az riskli finansman yöntemleri tercih edilerek iflas maliyetlerinden kaçınılır.	Firmalar, borç seviyelerini dikkatlice dengeleyerek iflas maliyetlerini en aza indirmeye çalışırlar.	İflas riski, paydaşlar arasındaki çatışmaları artırarak sermaye yapısı kararlarını etkiler.	İflas risklerini en aza indiren firmalar, yatırımcılara finansal ihtiyatlılık sinyali verebilirler.
Bilgi Asimetrisi	Bilgi asimetrisi ve olumsuz seçim sorunları nedeniyle içsel finansman önceliklidir.	Daha az etkili; yöneticilerin maliyetleri ve faydaları dengelediği varsayılır.	Asimetrik bilgi, vekalet maliyetlerini artırarak dış finansmanı daha pahalı ve istenmeyen hale getirir.	Asimetrik bilgi altında borçlanma, umut vaat eden yatırımları finanse etmek için hisse fiyatlarının düşük olduğunu gösterebilir.

Kaynak: (Demirhan, 2009:681-684)

3.3. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK İLE İLGİLİ TEORİLER

Kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetleri, işletmeler için değer yaratma potansiyeline sahiptir ve ekonomik performanslarını iyileştirebilir. Bu faaliyetler, kurumsal itibar, risk profili ve borçlanma maliyeti gibi çeşitli faktörler üzerinde olumlu etkiler oluşturabilir. Borçlanma maliyetinin belirleyicilerine yönelik literatürde, genellikle bir işletmenin risk profili ile borçlanma maliyeti arasında pozitif bir ilişki olduğu ortaya konmaktadır. Diğer yandan, kurumsal sürdürülebilirlik odaklı çalışmalar, bu tür faaliyetlerin işletme riskini azaltma potansiyeline sahip olduğunu vurgulamaktadır. Paydaş teorisi şirketlerin yalnızca hissedarların değil, tüm paydaşların (çalışanlar, müşteriler, toplum, çevre) çıkarlarını gözetmesi gerektiğini savunur. Sürdürülebilirlik uygulamaları, şirketin paydaşlarla olan ilişkisini güçlendirir ve dolayısıyla itibarını artırır. İyi itibara sahip şirketler daha düşük risk profiline sahip görülür ve bu da borçlanma maliyetini düşürür. Kurumsal sürdürülebilirlik bir şirketin toplum karşısında meşruiyet kazanma aracıdır. Meşruiyetini sürdürülebilirlik uygulamalarıyla güçlendiren firmalar, finansal piyasalarda daha düşük riskli olarak algılanır. Kurumsal sürdürülebilirlik uygulamaları genellikle şirketin daha şeffaf, hesap verebilir ve uzun vadeli stratejilere bağlı olduğunu gösterir. Yöneticilerin daha şeffaf ve sorumlu davranması, alacaklılar açısından şirketin riskini azaltır dolayısıyla borçlanma maliyetini azaltır. Kurumsal sürdürülebilirlik ve borçlanma maliyeti ilişkisini kapsamında literatürde kullanılan teoriler arasında yer alan ve bu çalışmada referans alınan meşruiyet teorisi, vekalet teorisi ve paydaş teorisi aşağıda açıklanmıştır.

3.3.1. Meşruiyet Teorisi

Meşruiyet, bir ekosistemin ve sosyal çevrenin oluşturduğu değerler sistemine dayanan bir kavramdır. Dowling ve Pfeffer (1975), meşruiyet teorisini (Legitimacy Theory), bir işletmenin varlığını sürdürebilmesi için toplumun değer ve normlarına uygun davranması gerektiğini vurgulayarak açıklamışlardır. Suchman (1995), işletmelerin meşruiyet arayışının çeşitli sebeplere dayandığını, ancak faaliyetlerinin sürekliliği açısından kritik olduğunu belirtmiştir. Meşruiyet, şirketin "doğruluğu" nu soyut bir ölçüt olarak değil, kurumsal davranışın toplumsal algılar doğrultusunda yeterliliğine ilişkin bir ölçüt olarak ele alır. Burlea ve Popa (2013) ise meşruiyet teorisinin, işletmelerin hedef belirlemede ve zor koşullar altında hayatta kalabilmek için sosyal normları yerine getirme yoluyla sosyal ve çevresel gönüllü açıklamalar yapmalarını sağlayan bir mekanizma olduğunu ileri sürmüşlerdir (Kadioğlu ve Özbay, 2021:70).

Meşruiyet teorisine göre, şirketler çeşitli paydaşlardan gelen farklı politik ve sosyal baskılara maruz kalmaktadır. Bu nedenle, şirketler toplumsal kabul görmek amacıyla "sosyal" davranışlar sergilemeye veya medyada varlığını artırarak iş uygulamaları hakkında topluma bilgi vermeye yönlenebilir. Bu süreçte, KSS bilgileri paylaşılabılır ve bu bilgiler, toplumun işletmeyi daha meşru görmesi için kullanılabilir (De Villiers ve Van Staden, 2006). Ancak bu açıklamalar, şirketlerin sosyal sorumluluk imajını sürdürmek için manipüle edilebilir ve şirketler gerçekte sahip olmadıkları bir sosyal duyarlılığı sergiliyor gibi görünebilir (De Villiers ve Marques, 2016).

Kurumsalcı açıdan bakıldığında, organizasyonlar toplum tarafından onaylanmak ve meşru kabul edilmek için yapılarını ve uygulamalarını değiştirir, bu süreçte gerekli normlara uyum sağlarlar. Çünkü organizasyonlar için toplumsal güç kazanmanın ve sosyal onay almanın temel kaynağı meşruiyettir. Meşruiyet, organizasyonların faaliyetlerini sürdürebilmeleri ve uzun vadede varlıklarını devam ettirebilmeleri için kritik bir kaynaktır. Örgütsel meşruiyet iki ana boyutta ele alınır: Birincisi, zorlayıcı, normatif ve bilişsel normlar ve beklentilerden kaynaklanan kurumsal meşruiyet, yani sosyal kabul edilebilirlik; ikincisi ise örgütün mali açıdan sürdürülebilirliğini sağlamak için paydaş beklentilerini karşılayan stratejik ya da eylem meşruiyetidir (İlter, 2022:1785).

Meşruiyet teorisi, işletmelerin sadece hissedarların çıkarlarını değil, aynı zamanda toplumun hak ve çıkarlarını da dikkate alması gerektiğini savunmaktadır. İşletmeler, faaliyet gösterebilmek için toplumsal onay ve gerekli izinleri alır ve bu süreçte toplumun beklentilerine ve kurallarına uygun davranmakla yükümlüdürler. Toplum, işletmelere doğal kaynakları kullanma ve çalışanları istihdam etme hakkı verir, ancak bu beklentilere uyulmadığı takdirde işletmeler çeşitli yaptırımlarla karşılaşabilirler. Bu yaptırımlar, kaynaklara erişimin kısıtlanması veya ürün arzında sınırlamalar şeklinde olabilmektedir. Ampirik araştırmalar, sosyal ve çevresel raporlamaların meşruiyet teorisi çerçevesinde ele alındığını ve kurumsal açıklamalar ile toplum beklentileri arasında güçlü bağlantılar önerdiğini göstermektedir. Bu bağlamda, işletmelerin meşruiyeti, toplumun normlarına uygun şekilde faaliyet göstermeleriyle doğrudan ilişkilidir (Kadıoğlu ve Özbay, 2021:701).

Meşruiyet teorisi KSS'nin işletmeler için sadece bir etik zorunluluk değil, aynı zamanda stratejik bir gereklilik olduğunu göstermektedir. İşletmeler, KSS faaliyetleri aracılığıyla toplumun beklentilerine uyum sağlayarak meşruiyetlerini koruyabilir, itibarlarını artırabilir ve uzun vadeli sürdürülebilirliklerini sağlayabilirler. Bu süreçte şeffaflık, iletişim ve etkin

stratejiler kritik öneme sahiptir. Bu durum, alacaklıların işletmeye ilişkin risk algısını düşürerek finansal güveni artırır.

3.3.2. Vekalet Teorisi

İşletmelerde sahiplik yapısındaki değişim ve paydaş sayısının artmasıyla birlikte, ortaklıklar daha yaygın hale gelmiştir. Büyüyen firmalarda ise ortaklık ve kontrol ayrımı daha net bir şekilde ortaya çıkmıştır. Bu süreçte, bazı paydaşlar kontrol yetkisine sahip olmazken, başka kişiler önemli bir hisseye sahip olmadan kontrol hakkını elde edebilmiştir. Böylece, belirli ortaklık grupları yönetim yetkilerini vekâlet ilişkisi kurdukları yöneticilere devretmiş ve bu durum, kontrol hakkına sahip olan gerçek sahipler ile bu yetkiyi kullanan vekiller arasında bir ayrışmaya yol açmıştır. Bu ayrışma, vekâlet ilişkileri bağlamında hissedarlar ve yöneticiler arasında çıkar çatışmalarına yol açmıştır (Doğan, 2018:87).

Vekâlet teorisi (Agency Theory), farklı amaç ve çıkarları olan kişilerin ortak hedeflere ulaşmak için bir arada çalışırken ortaya çıkan çıkar çatışmalarını ve bu çatışmaların yönetilmesine yönelik stratejileri açıklayan bir teoridir. Bu teoride, bir işletmede sermaye sahipleri yani vekalet verenlerin, yönetim yetkilerini vekil olarak kabul edilen yöneticilere devretmesi ile bir vekâlet ilişkisi oluşur. Bu süreçte, asıl ile vekil arasındaki çıkar farklılıklarından doğabilecek olası maliyetlerin en aza indirgenmesi hedeflenir (Eisenhardt, 1989).

Vekâlet teorisine göre, işletme sahipleri, firma yöneticilerinden paydaşların ekonomik menfaatlerini maksimize edecek şekilde hareket etmelerini beklerler. Ancak, yöneticilerin bu beklentilerden farklılaşan bazı çıkarları ortaya çıkabilir. Bu durum, işletme içinde çıkar çatışmasına yol açarak vekalet sorununu oluşturur. Vekalet teorisi, bu çıkar çatışmalarının firma performansını olumsuz yönde etkileyebileceğini ve dolayısıyla firma değerinin azalmasına neden olabileceğini belirtir. Bu durum, vekalet maliyeti olarak adlandırılmaktadır ve yöneticilerin, sahiplerin beklentileri ile kendi çıkarları arasında denge sağlaması gerektiğini vurgular. Vekalet maliyetlerinin azaltılması, işletmenin genel başarısı için kritik öneme sahiptir (Doğan, 2018: 85).

Harris ve Raviv (2010), mevcut hissedarların, potansiyel hissedarlara kıyasla şirket hakkında daha fazla bilgiye sahip olduklarını ve bu bilgi asimetrisini kendi çıkarları doğrultusunda kullanabileceklerini belirtmiştir. Hissedarlar, yüksek getiri bekledikleri projelerde, yeni hissedarların katılımını istemezler çünkü bu durum getirinin paylaşılmasını gerektirir. Bunun

yerine, şirketin finansman ihtiyacını karşılamak için düşük faizli borç ihraç etmeyi tercih ederler, böylece projenin getirisi büyük ölçüde mevcut hissedarlar arasında kalacaktır.

Vekiller, vekâlet verenlerin beklentilerine uygun davranmayabilirler; çünkü tarafların algıları, çıkarları ve risk algıları birbirinden farklıdır. Vekâlet yaklaşımı, hissedarlar ile yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarını ve temsil sorununu ele alır. Bu teorinin amacı, temsil maliyetlerini en aza indirmektir. Bunun için, yöneticilerin daha verimli çalışabilmeleri adına çeşitli maddi ve manevi teşvikler sağlanarak yöneticilerin eylemleri düzenli olarak takip edilmelidir. Bu izleme ve teşvik mekanizmaları, yöneticilerin asıl sahiplerin beklentilerine uygun hareket etmelerini teşvik ederken, potansiyel çıkar çatışmalarını da azaltmayı hedefler. Bu bağlamda, etkili bir yönetim anlayışı hem firma performansını artırmak hem de hissedarların menfaatlerini korumak için kritik öneme sahiptir (Top ve Öge, 2012: 65).

Vekâlet teorisi, sahiplik ve yönetim ayrışmasından kaynaklanan başarısızlıklar sonucunda şirket değerini olumsuz etkileyen üç ana soruna yol açmaktadır. İlk olarak, yöneticilerin hissedarların refahını maksimize etme amacına yönelik yeterli çabayı gösterip göstermedikleri ile ilgilidir. Şirket yöneticileri, hissedarlar kadar istekli olmayabilir ve bu durum, hissedarların yöneticilerin işlerini ne kadar iyi yaptıklarını yeterince sorgulayamamaları nedeniyle sorun haline gelir. Yöneticilerin, hissedarların çıkarlarını artırma hedefinde olup olmadıkları belirsizdir. İkinci sorun, varlıkların kullanımıyla ilişkilidir. Yöneticilerin, firma varlıklarını kötüye kullanma riski vardır. Bu durum, yöneticilerin bireysel çıkarlarını maksimize edecek kararlar alması sonucu hissedarların zarar etmesine neden olabilir. Üçüncü sorun, yöneticilerin hissedarlardan farklı risk algılarına sahip olmalarıdır. Bu farklılık, yöneticilerin riskleri değerlendirirken hissedarların çıkarlarını göz önünde bulunduramamalarına yol açabilmektedir. Ayrıca bu üç sorun, vekalet maliyetlerini artırarak işletmenin genel performansını olumsuz etkileyebilir (Alp ve Kılıç, 2014: 40).

Vekâlet teorisi, başlıca hissedarlar (pay sahipleri) ile yönetim arasındaki "çıkarc çatışmasına" dayanır. Bu çatışma, yöneticilerin sahip oldukları özel bilgileri kötüye kullanarak şirket varlıklarını pay sahiplerinin çıkarlarına aykırı şekilde, kendi ekonomik menfaatlerine göre kullanma olasılığı nedeniyle ortaya çıkar. Ayrıca, pay sahipleri, yönetim faaliyetlerini izlemek ve riskleri üstlenmek için ek maliyetlere katlanmak zorundadır. Gönüllü KSS açıklamaları bilgi asimetrisini azaltarak işlem maliyetlerini düşürür, hisse senedi talebini artırır ve böylece sermaye maliyetlerini azaltır. Bu süreç, hissedarların geleceğe yönelik risk

algılarını iyileştirir ve firmaya özgü çeşitlendirilmemiş riskleri azaltır. Vekâlet teorisi, yönetimin maaş primlerini maksimize etmek, iş pozisyonlarını güvence altına almak ve gelecekteki hissedarlarla olası çatışmalardan kaçınmak için KSS faaliyetlerini sürdürmeye ve açıklamaya teşvik edilebileceği bir çerçeve de sunar (La Rosa, 2018: 3).

Modern sermaye yapısı teorileri arasında, dengeleme teorisi ve finansman hiyerarşisi teorisi, doğrudan temsil maliyetleri, asimetrik bilgi problemleri, vergilendirme ve iflas maliyetleri ile ilişkilidir. Temsil maliyetleri, firmanın paydaşlarının hissedarların çıkarlarına göre hareket etmemesi ya da hissedarların borç verenlerin çıkarlarına uygun davranmaması durumunda ortaya çıkar ve bu teorilerin temelini oluşturur. Örneğin, hissedarlar daha fazla kazanç elde etmek için riskli yatırımlara yönelebilir. Ancak, bu riskli yatırımlar başarısız olursa, borç verenler finansal sıkıntıya düşebilir. Bununla birlikte, sürdürülebilir firmalar çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) konularında yüksek bir performansa sahiptir. Bu nedenle, sürdürülebilir firmaların asimetrik bilgi problemleri daha azdır ve buna bağlı olarak sermaye maliyetleri daha düşüktür (Kılıç ve Sakalsız, 2023:30).

KSS bağlamında vekalet teorisi, iki ana perspektifi vurgular. Bunların ilki, yöneticiler, KSS girişimlerine kendi itibarlarını artırmak veya kişisel çıkarlarını gözetmek amacıyla aşırı yatırım yapabilirler. Bu durum, hissedarların çıkarlarını zedeleyerek borç verenler için risk algısını artırabilir ve borç maliyetlerinin yükselmesine neden olabilir (Barnea ve Rubin, 2010). İkinci olarak KSS, yöneticilerin çıkarlarını borç verenler de dahil olmak üzere daha geniş bir paydaş kitlesinin çıkarlarıyla uyumlu hale getiren bir mekanizma olarak işlev görebilir. KSS uygulamaları genellikle daha iyi yönetim, şeffaflık ve risk yönetimi uygulamalarıyla ilişkilendirilir. Bu özellikler, vekalet maliyetlerini ve bilgi asimetrisini azaltarak borç maliyetlerini düşürmektedir (El Ghoul vd., 2011).

3.3.3. Paydaş Teorisi

Freeman (1984) ve Jones (1995), modern paydaş teorisinin geliştirilmesinde kritik bir rol oynamışlardır. Freeman (1984), paydaşları, bir organizasyonun hedeflerine ulaşmasını etkileyen veya bu hedeflerden etkilenen tüm bireyler veya gruplar olarak tanımlamıştır. Paydaş teorisi (Stakeholder Theory), şirketle çıkar ilişkisi olan herhangi bir grubu "paydaş" olarak tanımlamakta ve yöneticilerin paydaşlara karşı yükümlülüklerini açıklamaktadır. Paydaş teorisi, hissedarlar dışındaki paydaşların (müşteriler, tedarikçiler, finansman kuruluşları, devletler vb.) haklarının korunması gerektiğini savunur ve tüm paydaşların çıkarlarının dengelenmesi üzerine tartışmalar başlatmıştır. Bu teori, şirketlerin yalnızca

hissedarların değil, geniş bir paydaş grubunun haklarını dikkate alarak faaliyet göstermesi gerektiğini öne sürer (Kadıoğlu ve Özbay, 2021: 54).

Jones (1995), paydaş teorisinin firma ile paydaşları arasındaki ilişkilere odaklandığını belirtir ve güvene dayalı iş birliği ilişkilerinin firmalara, paydaşlarına odaklanmayanlara göre rekabet avantajı sağlayacağını ileri sürer. Jones (1995), KSS faaliyetlerinin, firmaların gerekli kaynakları temin etmeleri ve paydaş desteğini sağlamaları açısından kritik bir öneme sahip olduğunu vurgulamıştır. Ayrıca, sermaye piyasalarından sağlanan finansal kaynakların bir maliyeti olduğunu belirtmiş ve paydaş teorisi çerçevesinde, daha güçlü KSS uygulamalarının firmanın sermaye maliyetlerini düşürmesiyle ilişkilendirilebileceğini açıklamıştır (Ertuğrul, 2008: 205).

Margolis ve Walsh (2003) KSS uygulamalarının genellikle paydaş ilişkilerini iyileştirerek firmalar için daha uzun vadeli finansal başarı imkânı sağladığını açıklamıştır. Ayrıca KSS ve paydaş etkileşimine odaklanmanın, şirketlere sürdürülebilir rekabet avantajları kazandırabileceğini belirtmiştir.

Paydaş teorisi yaklaşımına göre, işletmelerin sosyal sorumluluğu; faaliyet gösterdikleri alanla ilgili tüm iç ve dış paydaşların sorunları ve beklentileriyle ilgilenmeyi ve bunlara en uygun çözümleri sunmayı amaçlayan bir anlayışa dayanmaktadır. Bu yaklaşım, işletmelerin yalnızca kar elde etmeyi değil, aynı zamanda diğer paydaşların ihtiyaçlarının da karşılanmasını gözetmeleri gerektiğini savunur (Koçyiğit ve Gök, 2019: 29).

Paydaş teorisi, stratejik yönetim çerçevesinde, rekabet avantajı elde edebilmek için işletmenin hem iç hem de dış çevresindeki menfaat sahipleriyle ilişkilerini güçlendirmeyi amaçlar. Bir şirketin hissedarları, yöneticileri, çalışanları ve organizasyon kültürü işletmenin iç çevresini oluşturur. Faaliyet çevresi ise tedarikçiler, rakip firmalar, müşteriler ve kamu yönetimi gibi unsurları kapsar. Bunun dışında kalan makro ekonomik ortam, uluslararası çevre, kültürel çevre, teknolojik çevre ve demografik çevre ise dışsal çevreyi oluşturur (Aktan, 2007: 14).

Paydaş teorisi, şirketlerin yalnızca hissedarlarla değil, aynı zamanda çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, devlet kurumları ve diğer paydaşlarla da iyi ilişkiler geliştirmeleri gerektiğini savunur. Bu ilişkilerin yanı sıra, şirketlerin sosyal sorumluluk faaliyetlerini hayata geçirmeleri ve bu faaliyetleri şeffaf bir şekilde açıklayarak devam ettirmeleri gereklidir. KSS kapsamında yapılan finansal olmayan açıklamalara gelince, firmanın amacı iş operasyonlarını sürdürebilmek, finansal riskleri azaltmak ve dolayısıyla maliyet avantajı elde

etmektedir. Li ve Foo'ya (2015) göre, bu strateji şirketlere rekabet avantajı sağlayabilir (Jimenez ve Grima, 2020: 4).

Paydaş yaklaşımına göre, bir işletmenin temel amacı, yalnızca hissedarların refahını artırmak değil, aynı zamanda işletmenin uzun vadeli başarısını etkileyen ve bu başarıdan etkilenecek tüm paydaşların varlığını dikkate almaktır. Bu yaklaşıma göre, işletme, hissedarların yanı sıra diğer paydaşların refahını da gözeterek, onların menfaatlerine hizmet eden bir sosyo-ekonomik organizasyon yaratmayı hedefler. Bu anlayış, işletmenin sürdürülebilirliğini sağlamak için geniş bir paydaş kitlesine değer katmayı vurgular (Alp ve Kılıç, 2014: 42).

Paydaş teorisi, genel olarak işletmenin tüm paydaşlarının menfaatlerini göz önünde bulundurması gerektiğini ve hiçbir paydaşın çıkarının diğerine üstün kılınamayacağını savunur. Ancak, bu teori işletme yönetiminin, çıkarları farklı olan paydaş grupları arasında nasıl bir denge kuracağı sorusuna net bir yanıt vermemektedir (Ergyün, 2013:17).

Paydaş teorisi, bir işletmenin sorumluluklarının yalnızca hissedarlar için kâr sağlamakla sınırlı olmadığını, aynı zamanda diğer paydaşların çıkarlarını da gözetmesi gerektiğini vurgular. KSS, farklı paydaş gruplarının beklentilerini ve ihtiyaçlarını uyumlu hale getirmenin etkili bir yöntemi olarak öne çıkmaktadır. KSS' ye yatırım yapan şirketler, sorumlu ve etik olarak görülür, bu da paydaş memnuniyetini artırır. KSS uygulamaları, işletmelerin paydaşlarının refahını önemsediklerini göstererek, güven ve iş birliğini artırır. Bu güven, tedarikçiler, müşteriler ve çalışanlarla daha iyi ortaklıklar kurmaya alacaklılar ve yatırımcılarla daha avantajlı anlaşmalar yapmaya yol açmaktadır.

Paydaş teorisi ve KSS, şirketlerin çevresel zararlar, yasal uyumsuzluklar veya halkla ilişkiler kapsamında, yaşanan krizler gibi risklerden korunmasına yardımcı olmaktadır. Şirketler, paydaşların sorunlarını proaktif olarak ele alarak itibarlarını ve finansal istikrarlarını tehdit edebilecek olumsuz durumları önleyebilir. Borçlanma, işletmenin paydaşlarına (çalışanlar, müşteriler, toplum vb.) uzun vadeli değer yaratma çabası içinde olduğunu göstermektedir. Örnek olarak, borçtan elde edilen fonların sosyal sorumluluk projelerine veya sürdürülebilir yatırımlara yönlendirilmesi, paydaşların işletmeye olan güvenini artırabilir. Aynı zamanda, öz sermaye yerine borç kullanımı, mevcut hissedarların kontrol oranını koruyarak onların çıkarlarını da gözetir. Bu tercih hem işletmenin mali durumunu güçlendirmesi hem de paydaş beklentilerini karşılaması açısından stratejik bir adım olarak değerlendirilebilir.

4. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Bu bölümde, ÇSY performans ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişki ele alınırken, çevresel performans, sosyal performans ve yönetim performansı ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiler de ayrı başlıklar altında incelenmiştir. Ayrıca Kovid-19 döneminde ÇSY performansı ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişki de ele alınmıştır.

4.1. Çevresel, Sosyal, Yönetişim Performansı ve Borçlanma Maliyeti

Temiz ve Varıcı (2022) çalışmasında, BIST' te işlem gören 242 finansal olmayan firmayı 2014-2019 yılları arası örneklem olarak, sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluğun firmaların finansmana erişimi üzerindeki etkilerini incelemiştir. Bulguları firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde yer almalarının, KSS komitesine sahip olmalarının ve KSS raporu yayımlamalarının finansman maliyetlerini azaltmada ve krediye erişimi kolaylaştırmada önemli rol oynadığını ortaya koymuştur.

Temiz (2022), 2015-2019 yılları arası gelişmekte olan 17 ülkeye ait 4.152 firma-yılıni örneklem olarak, firmaların çevresel performansı ve bileşenlerinin borç ve öz kaynak maliyetleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bulgular, çevresel performansın tüm boyutlarının (kaynak azaltımı, emisyon azaltımı ve çevresel ürün inovasyonu) borçlanma maliyetini düşürdüğünü göstererek, yalnızca emisyon performansının öz kaynak maliyeti üzerinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir.

Atasel ve Güneysu (2023), Borsa İstanbul'da işlem gören ve finansal olmayan 66 şirketi 2015-2021 yılları arası örneklem olarak almış ve ÇSY performansı ile borçlanma maliyeti ilişkisini incelemişlerdir. Yapılan analizlerde çevresel performans, sosyal performans ve toplam ÇSY performansının borçlanma maliyetini azalttığı ve daha yüksek ÇSY performansına sahip şirketlerin daha fazla dış finansman kaynağına erişebildiği sonucuna ulaşmışlardır.

Ateş (2021) BIST100'de faaliyet gösteren 43 firmayı örneklem göstererek 2009-2018 yılları için kurumsal sosyal performans ile borçlanma maliyeti ilişkisini incelemiştir. Bulgular çevresel performans ile borçlanma maliyeti arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğunu ancak toplam ÇSY performansı, sosyal ve yönetim performansının borçlanma maliyeti üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını göstermiştir.

Gong vd. (2018), Çin'de KSS açıklamalarının özel sektör tahvil fiyatlamasına etkilerini analiz etmiştir. Çalışmada, yüksek kaliteli KSS açıklamaları yapan firmaların, daha düşük

tahvil maliyetleriyle ilişkilendirildiği gösterilmiştir. Ayrıca zayıf kurumsal yönetim performansına ve zayıf çevresel performansa sahip firmaların tahvil maliyetleri daha yükselmiştir. Şirketlerin kötü yönetimi, KSS açıklamalarının etkisini zayıflatmaktadır. KSS açıklamaları, kredi notlarını aşan ek bilgiler sunmakta ve yüksek kaliteli KSS açıklamaları yapan firmaların, teminat şartlarına daha az tabi olduğu tespit edilmiştir.

Hoepner vd. (2016), çalışmalarında, 2005-2012 yılları arasında 28 ülkede gerçekleşen 470 kredi anlaşmasını inceleyerek, kurumsal sürdürülebilirlik ve ülke sürdürülebilirlik performansının (çevresel ve sosyal boyutlarla) banka kredisi maliyetlerine etkisini analiz etmiştir. Sonuçlar, ülke sürdürülebilirliğinin kredi maliyeti üzerinde anlamlı bir etkisi olduğunu ortaya koymuş ve ülke sürdürülebilirlik performansındaki 1 birim artışın, borçlanma maliyetlerini ortalama 64 baz puan azalttığını ortaya koymuştur. Çevresel sürdürülebilirliğin bu maliyetlere etkisinin sosyal sürdürülebilirlikten yaklaşık iki kat daha güçlü olduğu açıklanmıştır. Ancak, kurumsal sürdürülebilirlik performansının borçlanma maliyeti üzerinde doğrudan bir etkisi olmamıştır.

Aleknevičienė ve Stralkutė (2023) 2011-2020 yılları arası İskandinavya ülkelerinde halka açık şirketlerde KSS' nin borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini incelemiştir. Bulgular KSS' nin borçlanma maliyeti üzerinde pozitif bir etki yarattığını ve ÇSY açıklamaları ile bu performanstaki artışın borçlanma maliyetini azalttığını göstermiştir. Ayrıca bu bulgu hissedarlar, yöneticiler ve alacaklılar için önemli sinyal göndermektedir. Kredi verenlerin, bir borçlunun kredi değerliliğini belirlerken ÇSY açıklamalarını dikkate aldığı vurgulanmaktadır.

Thu ve Khanh (2021), çalışmalarında 2007-2016 yılları arası 82 enerji şirketinin verilerini örneklem göstererek Vietnam'daki firmalarda kurumsal sosyal sorumluluk, yönetim kurulu bağımsızlığı, devlet sahipliği ve borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Bulgular, yüksek KSS uygulamaları ve güçlü yönetim yapılarının, şirketlerin borçlanma maliyetlerini düşürerek finansman koşullarını iyileştirdiğini ortaya koymaktadır.

Houque vd. (2020) tarafından yapılan çalışmada 2008-2015 yılları arası 41 ülkeden oluşan bir örneklemle, ÇSY performansı ile firmaların borçlanma maliyeti arasındaki ilişki incelenmiştir. Bulgulara göre toplam ve bireysel ÇSY: çevresel (Ç), sosyal (S) ve yönetim (Y) performansı ile borçlanma maliyeti arasında negatif ve anlamlı bir ilişki olduğu belirtilmiştir. Ayrıca çalışma ÇSY performansının uluslararası bir perspektiften firmaların borçlanma maliyetini düşürmede önemli bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır.

Wijaya ve Kusuma (2021) çalışmalarında KSS açıklamalarının borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini 2010-2019 yılları arası Endonezya'daki şirketler için incelemiştir. Bulgular çevresel ve yönetim performansının, borçlanma maliyeti üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğunu, sosyal performansın ise anlamlı bir etkisinin olmadığını ortaya koymuştur.

Pedersen vd. (2021), ÇSY etkin sınır (ESG-Efficient Frontier) kavramını geliştirerek, yatırımcıların hem ÇSY hedeflerine hem de finansal getirilerine uygun şekilde portföylerini nasıl optimize edebileceklerini incelemiştir. Bulgular yüksek ÇSY performansının yatırımcıların finansal portföylerini iyileştirebileceğini ortaya koymuştur. Daha iyi ÇSY performansı sergileyen firmaların etik davranma olasılığının daha yüksek olduğunu ve bu firmaların getirilerden ödün vermeden sürdürülebilir bir şekilde krizlerden kurtulma olasılıklarının da daha fazla olduğunu tespit etmişlerdir.

Boubaker vd. (2020), 1991-2012 yılları arasında 1201 ABD'li şirketin verilerini kullanarak analizlerini yapmış, yüksek KSS düzeyine sahip firmaların daha düşük finansal sıkıntı riskine sahip oldukları sonucuna ulaşmışlardır. KSS performansı yüksek olan firmaların daha güvenilir hale geldiklerini ve finansmana erişimlerinin iyileşerek daha az temerrüt riski ile karşılaştıklarını belirtmiştir.

Attig vd. (2013), çalışmalarında ABD' deki halka açık firmaların verilerini kullanarak 1995-2007 dönemi için, KSS uygulamalarının firmaların kredi derecelendirmeleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Sonuçlar, özellikle çevresel ve yönetim odaklı KSS girişimlerinin kredi derecelendirmeleri üzerinde belirgin bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Kredi derecelendirme kuruluşlarının, sosyal performansı iyi olan firmalara nispeten yüksek derecelendirmeler verme eğiliminde olduklarını gözlemlemişlerdir. KSS yatırımlarının, toplumun beklentilerini karşılayan bir düzeyde olmasının, firmaların daha yüksek kredi notları ve dolayısıyla daha düşük finansman maliyetleri elde etmelerine katkı sağlayabileceği sonucuna varmışlardır.

La Rosa vd. (2018) tarafından 2005-2012 yılları için Avrupa'da finansal olmayan şirketler ile yapılan analizlerde ilk olarak yüksek kurumsal sosyal performansa sahip şirketlerin daha düşük faiz oranlarıyla borçlandığı tespit edilmiştir. İkinci olarak kurumsal sosyal performans ile borç derecelendirme notu arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir. Ayrıca borçlanma maliyeti üzerinde kurumsal sosyal performansın olumlu bir etkisi olduğu ve kurumsal sosyal performansı yüksek olan firmaların borç verenler için daha cazip hale geldiği tespit

edilmiştir. Üçüncü olarak daha iyi kurumsal sosyal performansa sahip firmalar, kaldıraç kullanımına izin verme açısından borç verenler için daha cazip hale gelmektedir.

Nandy ve Lodh (2012) 1991-2006 dönemi için ABD'deki bankaların gerçekleştirdiği 3,000 kredi işlemini örneklem olarak yaptıkları çalışmada, çevre performansı yüksek olarak tanımlanan çevre dostu firmaların, çevre performansı düşük olan firmalara kıyasla daha avantajlı kredi sözleşmeleri yapabildiklerini açıklamışlardır. Kredi sözleşmelerinin oluşturulmasında firmaların çevre bilincini dikkate alması, bankaların temerrüt risklerini azaltmasına olanak sağlamaktadır.

Oikonomou vd. (2014), çalışmalarında 2002-2008 yılları arasında ABD firmalarının kurumsal sosyal performansı ile borçlanma maliyeti ve kredi notları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bulgularına göre KSS performansı yüksek şirketlerin daha düşük riskli oldukları için, yatırımcılar tarafından talep edilen tahvil getirileri de daha düşük olmuştur.

Gao vd. (2016), Amsterdam Borsası'nda 2004-2012 yılları arasında listelenen ve finansal olmayan 61 firmanın KSS açıklanma düzeyinin borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bulgulara göre, daha iyi KSS performansına ve güçlü kurumsal yönetime sahip firmalar daha yüksek kaliteli KSS açıklamaları yaparak daha fazla borç finansman erişimine sahip olmuşlardır. Çalışma sonucunda kurumsal sosyal sorumluluk açıklanması ile borçlanma maliyeti arasında ters bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

El Ghouli vd. (2011), çalışmalarında, 1992-2007 dönemi için KSS'nin ABD'deki firmaların öz sermaye maliyetleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Sonuçlar daha iyi KSS performansına sahip firmaların daha düşük öz sermaye maliyetine sahip olduğunu göstermektedir. Çalışmada, özellikle çalışan ilişkilerini iyileştirme, çevre politikaları ve ürün stratejilerine yapılan yatırımların, firmaların öz sermaye maliyetini önemli ölçüde azaltmaya katkıda bulunduğu belirtilmiştir.

Bae vd. (2019), çalışmalarında, 1996-2012 dönemi için ABD' deki 2739 firmaya ait 16.390 gözlemi kullanarak, kurumsal sosyal sorumluluğun yüksek kaldıraç maliyetini azalttığını ortaya koymuştur. KSS'nin yüksek kaldıraçlı firmaların pazar payı kayıplarını azalttığını açıklayarak KSS'nin paydaş değerini maksimize etme görüşünü desteklemektedir.

Cheng vd. (2014), çalışmalarında KSS uygulamalarının firmaların finansmana erişimi üzerindeki etkilerini incelemektedir. Bulgular, güçlü KSS uygulamalarının firmaların finansmana erişimini olumlu yönde etkilediğini göstermektedir. KSS' nin yüksek olması, firmaların finansman maliyetlerini düşürürken, aynı zamanda finansmana erişimlerini de

kolaylaştırmaktadır. Araştırmaya göre, daha iyi finansmana erişim, iki faktöre dayanmaktadır: (1) paydaş katılımı sayesinde azalan vekalet maliyetleri ve (2) artan şeffaflık nedeniyle azalan bilgi asimetrisi.

Ge ve Liu (2015) çalışmalarında, 2002-2011 yılları arasında ABD'deki halka açık şirketlerin verilerini örneklem alarak, şirketlerin KSS performanslarının tahvil faiz oranları üzerindeki etkilerini araştırmıştır. Sonuçlar daha iyi KSS performansının daha iyi kredi notuyla ilişkili olduğunu belirtmiştir, ayrıca daha iyi KSS performansına sahip firmalar tahvillerini daha düşük maliyetle ihraç edebilmiştir. Çalışma, KSS uygulamalarının güçlü olduğu firmaların daha düşük faiz oranlarıyla tahvil ihraç edebildiğini, bu sayede borçlanma maliyetlerinin azaldığını göstermektedir.

Anis ve Utama (2016) çalışmalarında, Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören imalat firmalarının 2011-2014 dönemi arası kurumsal sosyal sorumluluk açıklamaları ile borçlanma maliyeti ilişkisini incelemiştir. Sonuçlar, bankaların kredi kararlarında KSS açıklamalarına değer verdiğini ve KSS açıklamalarının, bankalara kredi riskini değerlendirmede ek bilgi sunduğunu göstermektedir. KSS kredi verenlerin firma riskini daha iyi değerlendirmesine yardımcı olurken, borç alanlar için daha düşük borçlanma maliyeti ve uygun finansman koşulları elde etmelerine olanak tanımaktadır.

Cooper ve Uzun (2015) kurumsal sosyal sorumluluk ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi 2006-2013 yılları arasında ABD'li firmalar üzerinde incelemektedir. Sonuçlar güçlü KSS uygulamalarına sahip firmaların daha düşük borçlanma maliyetiyle karşılaştığını göstermektedir. Bu etki özellikle imalat ve finans sektörlerinde daha belirgin hale gelmiştir. Ayrıca, yöneticilerin sahiplik paylarının bu ilişkideki rolü incelenmiştir. Çalışmada KSS faaliyetlerine daha fazla katılımın firmaların borçlanma maliyetlerini düşürmelerine yardımcı olduğu öne sürülmektedir.

Lavin ve Montecinos-Pearce (2022), 2015-2020 yılları arasında Şili'deki şirketlerin ÇSY açıklamalarının borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırmacılar, KSS'nin şeffaflığı artırarak ve riskleri azaltarak borçlanma maliyetlerini düşürdüğünü, ancak hızla büyüyen ve değişken sektörlerde aşırı KSS açıklamalarının karmaşıklık yaratıp, daha yüksek bir risk algısına neden olabileceğini ifade etmişlerdir.

Apergis vd. (2022), 2010-2019 yılları arasında S&P 500 endeksinde yer alan firmaları inceleyerek, yüksek düzeyde çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) performansına sahip şirketlerin, düşük ÇSY performansı sergileyen şirketlere kıyasla daha düşük tahvil faiz

oranlarına sahip olduklarını ortaya koymuşlardır. Araştırmada, düşük ÇSY performansı gösteren firmaların çevresel, sosyal ve yönetimle ilgili yükümlülüklerle daha fazla karşı karşıya kaldıkları ve bunun sonucunda iflas risklerinin arttığı vurgulanmaktadır.

Literatürde birçok çalışma, şirketlerin ÇSY performansı ile risk profilleri arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Bu çalışmaların temelinde, ÇSY performansının şirketlerin sermaye yapısıyla doğrudan ilişkili olduğu yönündeki varsayım yer almaktadır (Albuquerque vd., 2019; Gramlich ve Finster, 2013). Bu çalışmalar, yüksek ÇSY performansının şirketlerin risk profilini iyileştirerek daha avantajlı finansman koşullarına erişmelerine katkıda bulunduğunu ve sermaye maliyetini düşürdüğünü göstermektedir. Ayrıca, ÇSY performansı ve finansal yatırımlar açısından yapılan mevcut çalışmalar, yüksek ÇSY performansına sahip firmaların daha düşük kredi riski taşıdığına dair kanıtlar sunmaktadır (Sharfman ve Fernando, 2008; Chava, 2014; Hauptmann, 2017).

Daha yüksek ÇSY performansına sahip firmalar, en iyi kaynakları (tedarikçiler, çalışanlar ve toplum desteği gibi) elde edebildikleri için, kredi verenlerin gözünde daha düşük bir risk algısına sahiptirler. Ayrıca, daha yüksek bir ÇSY açıklama seviyesi, borç alan firmalar ile kredi kurumları arasındaki bilgi asimetrisini azaltarak borçlanma maliyetlerini düşürür. Özetle, KSS faaliyetleri firmaların gerekli kaynakları temin etmeleri ve paydaş desteğini kazanmaları için önemli bir rol oynamaktadır. Firmalar, sermaye piyasalarından gelen finansal kaynakların maliyetini azaltabilmek için daha güçlü KSS uygulamalarına ihtiyaç duymaktadır. Tablo 4.1'de çevresel, sosyal ve yönetim performansı ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi inceleyen önemli araştırmalar özetlenmiştir.

Tablo 4.1. ÇSY Performansı ve Borçlanma Maliyeti İlişkisini İnceleyen Çalışmalar

Yazar (lar)	Örneklem / Metodoloji	Teoriler	Bağımlı Değişken	Bağımsız / Kontrol Değişken	Bulgular
Aksoy ve Yılmaz (2023)	Türkiye 211 Firma (2016-2020) GMM	Vekalet Teorisi, Kaynak Bağımlılığı Teorisi, Sinyal Teorisi	Borçlanma Maliyeti	Sermaye Kazancı, Brüt Kâr, Aktif Karlılık, Firma Riski, Satışlarda Büyüme, Maddi Duran Varlıklar, Likidite, Firma Yaşı, Kaldıraç	Kadın yönetim kurulu başkanı ve kadın yöneticilerin varlığı borçlanma maliyetini düşürmekte ve fon sağlayıcıların temerrüt riskine dair algılarını azaltmaktadır. Yönetim kurulunun bağımsızlığı ve büyüklüğünün borçlanma maliyeti üzerinde bir etkisi yoktur.
Arora ve Sharma (2022)	Hindistan 500 Firma (2015-2020) Panel Veri Analizi	Paydaş Teorisi	Borçlanma Maliyeti	ÇSY performansı, Bireysel Ç, S, Y, performansı, Piyasa Değeri, Borç Oranı	Daha yüksek ÇSY performansına sahip firmaların borçlanma maliyetleri daha düşüktür.
Fandella vd. (2023)	BRICS Ülkeleri 478 Firma (2014-2019) Panel Veri Analizi	Paydaş Teorisi	Borçlanma Maliyeti Sermaye Maliyeti AOSM	ÇSY Performansı, Faiz Karşılama Oranı, Aktif Karlılık, Özsermaye Karlılığı, FVÖK, Likidite Oranı	ÇSY kombine performansı firmanın finansal riskini etkilememektedir. Firma ÇSY birleşik endeksine dahil edildiğinde öz sermaye maliyeti ve ortalama sermaye maliyetinde bir düşüş yaşanmaktadır.
Sun vd. (2022)	Çin (2010-2021) Panel Veri Analizi	Sinyal Teorisi	Borçlanma Maliyeti	Duran Varlık Oranı, Asit Test Oranı, ÇSY Performansı	Kurumsal çevre performansı finansman maliyetleri ile negatif ilişkilidir.
Latvala (2022)	Danimarka, Finlandiya, İsveç 270 Firma (2006-2020) Panel Veri Analizi	Vekalet Teorisi,	Borçlanma Maliyeti	ÇSY Performansı, Yönetim Kurulu Cinsiyeti, Firma Büyüklüğü, Faiz Karşılama Oranı, Kaldıraç, Aktif Karlılık	ÇSY performansı ile borçlanma maliyeti arasında anlamlı ve negatif bir ilişki vardır. Kadın yönetim kurulu üyelerine sahip firmalarda ÇSY performansı ile borçlanma maliyeti arasındaki bu negatif ilişki daha belirgindir.
Jeriji (2022)	MENA Ülkeleri 243 Firma (2011-2020) GMM Panel Veri Analizi	Hissedar Teorisi	Borçlanma Maliyeti	KSS, Firma Büyüklüğü, Kaldıraç, Piyasa Değeri/Defter Değeri, Likidite	KSS performansı ile faiz oranları arasında negatif bir ilişki vardır.
Eliwa vd. (2021)	15 Avrupa Ülkesi 6018 Firma (2020-2016) Panel Veri Analizi	Kurumsal Teori, Meşruiyet Teorisi	Borçlanma Maliyeti, Kredi Derecelendirmesi	ÇSY Performansı, Firma Büyüklüğü, Kaldıraç, Aktif Karlılık, Maddi Duran varlıklar, Sektör	Çevresel ve sosyal boyutların borçlanma maliyeti üzerinde negatif bir etkisi varken, yönetim boyutu ile borçlanma maliyeti arasında anlamlı bir ilişki yoktur.
Ratajczak ve Mikołajewicz (2021)	300 Firma 2017 Panel Veri Analizi	Hissedar Teorisi	Borçlanma Maliyeti, Kısa ve Uzun Vadeli Borçlanma Maliyeti	Firma Büyüklüğü, Likidite, Aktif Karlılık, Kaldıraç, Beta, Fiyat/Defter Değeri, Firma Yaşı, Ülke, Sektör	Çevresel faktörler borçlanma maliyetini sadece uzun vadeli borçlar açısından azaltmakta, sosyal faktörler ise hem kısa hem de uzun vadeli borçlar için olumlu etkiler yaratmaktadır. Ayrıca, kurumsal yönetime katılım arttıkça, tüm zaman dilimlerinde borçlanma maliyeti yükselmektedir.
Gracia ve Siregar (2021)	Güneydoğu Asya Ülkeleri 1443 Firma 2004-2019 Panel Veri Analizi	Paydaş Teorisi, Kurumsal Teori	Borçlanma Maliyeti	ÇSY performansı, Aktif Karlılık, Sektör, Firma Büyüklüğü, Kaldıraç	Firmaların sürdürülebilirlik uygulamaları borçlanma maliyetini azaltmaktadır.
Kordsachia (2021)	Avrupa 574 Firma (2014-2017) Panel Veri Analizi	Hissedar Teorisi, Vekalet Teorisi	Borçlanma Maliyeti, Uzun Vadeli Borç, Kredi Derecelendirmesi	Çevresel Performans, Beta, Kaldıraç, Firma Büyüklüğü	KSS uygulayan şirketlerin borçlanma maliyetleri daha düşüktür ve firmalar KSS faaliyetleri ile "manevi sermaye" kazanmaktadır. Bu manevi sermaye, beklenmeyen olumsuz olayların olası finansal etkilerini azaltmada sigorta benzeri bir koruma sağlamaktadır.

Xu vd. (2021)	Çin 2144 Firma (2005-2008, 2009-2012) Panel Veri Analizi	Paydaş Teorisi	Faiz oranı, Borçlanma Maliyeti	ÇSY Performansı, Firma Büyüklüğü, Aktif Karlılık, Kaldıraç, Hisse Getirisi, Piyasa Değeri/Defter Değeri	Firmaların zorunlu ÇSY raporlarını açıkladıktan sonra, özellikle daha uzun ÇSY raporları sunan ve daha yüksek ÇSY performansına sahip olan firmaların, Küresel Raporlama Girişimi (GRI) yönergelerini takip ederek borçlanma maliyetinde bir azalmadan faydalandığı ve ayrıca bu firmaların uzun vadeli borca daha fazla erişim sağladığı gösterilmiştir.
Thu ve Khanh (2021)	Vietnam 82 Firma (2007-2016) Panel Veri Analizi	Meşruiyet, Vekalet ve Sinyal Teorileri	Borçlanma Maliyeti	KSS, Firma Büyüklüğü, Maddi Duran varlıklar, Kaldıraç, Yönetim Kurulu Bağımsızlığı, Kamu Sahipliği	KSS, yönetim kurulu bağımsızlığı, kamu sahipliği ile borçlanma maliyeti arasında negatif bir ilişki vardır.
Bacha vd. (2021)	Fransa 294 (2005-2016) 2SL	Meşruiyet Teorisi	Borçlanma Maliyeti	KSS, Beta Katsayısı, Firma Büyüklüğü, Piyasa Değeri/Defter Değeri, Maddi Varlık Oranı, Aktif Karlılık, Sektör, Yıl	KSS performansı ile borçlanma maliyeti arasında negatif bir ilişki vardır. Artan denetim kalitesi, KSS uygulamalarına sahip firmalarda borçlanma maliyetini azaltmaktadır. Denetim kalitesi, KSS firmalarında bankalar için borç fiyatlandırmasında önemli bir rol oynamaktadır.
Johnson (2020)	Güney Afrika 478 Firma (2011-2018) Panel Veri Analizi	Hissedar Teorisi	AOSM	ÇSY performansı, Kaldıraç, Firma Büyüklüğü	Tüketim malları ve tüketici hizmetleri sektörlerinde, ÇSY performans ile ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasında anlamlı ve negatif bir ilişki vardır. Ancak sanayi sektöründeki firmalar için bu ilişki pozitifdir.
Gerwanski (2020)	Avrupa 2196 Firma (2015-2017) Panel Veri Analizi	Vekalet Teorisi	Borçlanma Maliyeti	ÇSY performansı, Kaldıraç, Firma Büyüklüğü	Daha iyi ÇSY performansına sahip firmaların borçlanma maliyetleri daha düşüktür.
Wahlström ve Carlsson (2020)	İskandinav Ülkeleri 106 Firma (2009 - 2018) Panel Veri Analizi	Vekalet Teorisi	Borçlanma Maliyeti	ÇSY performansı, Beta, Kaldıraç, Yatırılan Sermayenin Getirisi, Piyasa Değeri, Sektör	KSS ile borçtan kaynaklanan faiz maliyeti arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişki vardır.
Shad vd. (2020)	Malezya 41 Firma (2008-2017) Panel Veri Analizi	Paydaş Teorisi	Borçlanma Maliyeti Öz sermaye Maliyeti	ÇSY, Firma İtibarı, Firma Büyüklüğü, Aktif Karlılık	Sürdürülebilirlik raporlaması borçlanma maliyetini ve öz kaynak maliyetini azaltmaktadır.
Garzón-Jiménez ve -Grima (2020)	22 Makale Meta Analiz 2008-2018 Panel Veri Analizi	Paydaş Teorisi, Meşruiyet Teorisi	Borçlanma Maliyeti	Satışlarda Büyüme, Aktif Karlılık, Öz sermaye Karlılığı, Kaldıraç, Beta, Firma Büyüklüğü, Piyasa Değeri, Sektör	KSS, sermaye maliyetini önemli derecede düşürmektedir.
Pizzutilo vd. (2020)	Avrupa 3867 Firma (2010-2017) Panel Veri Analizi	Vekalet Teorisi, Klasik Finans Teorisi	Borçlanma Maliyeti	Çevresel performans, Firma Büyüklüğü, Karlılık, Kaldıraç, Likidite Oranı	Bir şirketin daha yüksek karbon emisyonu, borç verenler tarafından algılanan risk profilini etkilemektedir ve daha düşük karbon riski olan şirketlere kıyasla bu şirketlerin borçlanma maliyetleri daha yüksektir.
La Rosa vd. (2018)	Avrupa Ülkeleri 2776 Firma (2005-2012) Panel Veri Analizi	Vekalet Teorisi,	Borçlanma Maliyeti	KSS, Firma Büyüklüğü, Tobin Q, Kaldıraç, Beta, Piyasa Değeri, Faiz Oranı, Likidite	KSS performansı borçlanma faiz oranlarını düşürmektedir.
Weber (2018)	Amerika 260 Firma (2005-2013) Panel Veri Analizi	Meşruiyet Teorisi	Öz sermaye Maliyeti	KSS Raporunun Güvencesi Açıklamaları, Kaldıraç, Beta	GRI seviyesinin açıklamaları tek başına öz sermaye maliyeti üzerinde bir etki yaratmamaktadır. Ancak, raporun doğrulanması durumunda, yüksek GRI seviyesinde rapor veren firmalarda KSP ve öz sermaye maliyeti

					arasında negatif bir ilişki gözlemlenmiştir.
Al Hadi vd. (2017)	Avustralya 651 Firma (2007-2013) Panel Veri Analizi	Yaşam Döngüsü Teorisi	Mali Sıkıntı	Likidite Oranı, Sektör, Aktif Karlılık, Firma Büyüklüğü, Kaldıraç	Daha iyi KSP'ye sahip şirketlerin mali sıkıntıları azalmaktadır ve bu şirketler finansman kaynaklarına daha kolay erişebilmektedir.
Magnanelli ve İzzo (2017)	Amerika 332 Firma (2005-2009) Panel Veri Analizi	Paydaş Teorisi	Borçlanma Maliyeti	KSS, Yatırım Getirisi, Maddi Varlık Oranı, Beta, Piyasa Değeri, Kaldıraç, Sektör, Ülke	Borçlanma maliyeti ile KSS arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Ayrıca bankaların KSS uygulamalarını, firmaların operasyonel risklerini azaltmada önemli bir faktör olarak görmedikleri sonucuna varılmıştır.
Ge ve Liu (2015)	Amerika 4260 Firma (1992-2009) Panel Veri Analizi	Hissedar Teorisi	Borçlanma Maliyeti	KSS, Aktif Karlılık, Firma Büyüklüğü, Vade, Kaldıraç, Z Skoru, Hisse Sayısı, Tahvilin Nominal Değeri, Tahvilin Derece Notu	Daha yüksek ÇSY performansının daha düşük bir gelir dağılımı ile ilişkili olduğunu, ancak düşük bir ÇSY performansının daha yüksek bir getiri dağılımı ile ilişkili olduğunu, KSS'nin firmaların ABD pazarında daha düşük bir fiyat ve taahhüt yoğunluğuyla kamu borcunu artırma kabiliyetini etkileyebileceği sonucuna varılmıştır.
Cooper ve Uzun (2015)	Amerika (2006-2013) Panel Veri Analizi	Paydaş Teorisi	Borçlanma Maliyeti	KSS performansı, ROA, Kaldıraç, Firma Büyüklüğü	Daha güçlü ÇSY puanına sahip firmaların daha düşük bir borçlanma maliyetine sahip oldukları belirtilmiştir.
Oikonomou vd. (2014)	Amerika 1000 Firma (1991-2008) Panel Veri Analizi	Paydaş Teorisi	Kredi marjı, Borçlanma Maliyeti, Temerrüt riski	KSS Aktif Karlılık, FAVÖK, Firma Büyüklüğü	KSP şirket tahvilleriyle ilişkili risk primini önemli ölçüde azaltmakta ve bu şekilde şirketin borçlanma maliyetini düşürebilmektedir.
Yuan ve She (2014)	Tayvan 4155 Firma (2005-2009) Panel Veri Analizi	Paydaş Teorisi	Borçlanma Maliyeti	KSS, Aktif Karlılık, ÇSY, Satışlarda Büyüme, Firma Büyüklüğü, Sektör	KSS firmalarının daha yüksek kredi notuna ve daha düşük borçlanma maliyetine sahip olma eğiliminde olduklarını göstermiştir.
El Ghoul vd. (2011)	Amerika 12.915 Firma (1992- 2007) Çok Değişkenli Regresyon	Meşruiyet Teorisi, Paydaş Teorisi	Öz sermaye Maliyeti	Çalışanların İlişkileri, Çevre Uygulamaları, Ürün Özellikleri, Çeşitlilik, Toplumsal İlişkiler, İnsan Hakları/ Kaldıraç, Firma Büyüklüğü, Sektör	Çalışmada daha iyi KSS performansına sahip firmaların daha düşük öz sermaye maliyetine sahip olduğu, buna karşın, 'suç' sektörlerinde (örneğin nükleer enerji ve tütün gibi) faaliyet gösteren firmaların öz sermaye maliyetlerinin yükseldiği sonucuna varılmıştır.
Sharfman ve Fernando (2008)	Amerika 267 Firma (2001) Çoklu Regresyon	Finansal Varlık Fiyatlama Modeli	Öz sermaye Maliyeti, Borçlanma Maliyeti, AOSM	Çevresel Risk Yönetimi, Kaldıraç	Çevresel risk yönetimi ile öz sermaye maliyeti ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti arasında istatistiksel olarak negatif ve anlamlı bir ilişki bulunurken, borçlanma maliyeti ile pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir.

4.1.1. Çevresel Performans ve Borçlanma Maliyeti

Ding vd. (2022), Çin'de çevresel idari cezalar ve kurumsal çevresel açıklamaların borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini araştırmıştır. Sonuçlar, çevresel cezaların şirketlerin borçlanma maliyetlerini önemli ölçüde artırdığını, ancak çevresel uygulamalarını açıklayan firmaların borçlanma maliyetlerinde düşüş olduğunu göstermiştir. Çalışma, çevresel yönetimde

şeffaflığın önemini vurgulamakta olup, çevresel uygulamalarını daha iyi yöneten firmaların finansal risklerinin de daha düşük olduğunu vurgulamaktadır.

Mahmoudian vd. (2023), şirketlerin sera gazı emisyonlarını azaltmaya yönelik çabalarının ve çevresel açıklamalarının niteliğinin borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini incelemiştir. Kuzey Amerika'daki firmaları temel alan çalışmada, gönüllü açıklama teorisi çerçevesinde yürütülen sera gazı emisyon azaltım projelerinin, firmaların borçlanma maliyetlerini düşürdüğü sonucuna ulaşılmıştır. Bu bağlamda, çevresel sürdürülebilirlik projelerine yapılan yatırımların finansal avantajlar sağlayabileceği, özellikle de borçlanma maliyetlerini azaltma potansiyeline sahip olduğu vurgulanmaktadır. Ayrıca, yatırımcılar ile kredi verenlerin çevresel sorumluluk ve şeffaflığa verdiği önemin, firmaların uzun vadeli risklerini azaltarak finansal istikrarlarını güçlendirdiği belirtilmiştir.

Tan vd. (2022), hava kirliliğinin borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini, tahvil piyasası üzerinde incelemiştir. Çin'deki firmalar tarafından ihraç edilen 1067 tahvili kullanarak, hava kirliliği ile borçlanma maliyeti arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir. Hava kirliliği gibi çevresel faktörlerin, borç fiyatlamasını etkileyerek kredi verenler için riski arttırdığını ve bu nedenle borçlanma maliyetlerinin yükseldiğini açıklamışlardır. Özellikle, hava kirliliğinde bir standart sapma artış firmanın tahvil getirisinde ortalama %16 baz artışa sebep olmuştur.

Jung vd. (2018) Avustralya'da farklı sektörlerde yer alan 255 firmanın 2009-2013 yılları arasındaki karbon emisyonları, karbon riskine maruz kalma farkındalığı ve kamu borçlanma maliyeti arasındaki ilişkisini incelemiştir. Sonuçlar, kredi kuruluşlarının firmanın karbon riskini kredi değerlendirmelerine dahil ettiğini ve bu riskin borçlanma maliyetlerinde artışa neden olduğunu ortaya koymuştur. Bu etkinin, firmanın karbon riskinin farkında olduğunu ifade etmesi ve yeşil teknoloji kullanarak yeni sermaye yatırımı planlarını açıklamasıyla azaltılabildiği tespit edilmiştir.

Schneider (2011) ABD' deki kâğıt ve kimya sanayilerindeki çevresel performans ile tahvil fiyatlandırması arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma, daha iyi çevresel performansa sahip şirketlerin daha düşük tahvil faizine sahip olduklarını ve bu durumun, çevresel sorumluluğun şirketlerin borçlanma maliyetlerini düşürmeye yardımcı olabileceğini göstermektedir. Bu çalışma, kirlетici faaliyetlerin kontrol altına alınmasına yönelik çabalar ile çevresel sorumluluğun, şirketlerin finansal istikrarını güçlendirdiğini ve bu durumun

yatırımcılar nezdinde şirketleri daha cazip hale getirdiğini ortaya koymaktadır. Bu olumlu algının bir sonucu olarak, firmaların borçlanma maliyetlerinde azalma gözlemlenmektedir.

Chava (2014), 1992-2007 yılları arasında ABD' deki firmaların çevresel faktörlerinin sermaye maliyetleri üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmanın bulguları, tehlikeli kimyasal kullanımı, yüksek emisyon seviyeleri ve iklim değişikliği riskleri gibi çevresel sorunlarla karşı karşıya olan firmaların, çevresel risklere maruz kalmayan firmalara kıyasla anlamlı ölçüde daha yüksek öz sermaye maliyetlerine katlandığını ortaya koymaktadır. Ayrıca, bu firmaların çevresel risk algısının yüksek olması nedeniyle banka kredileri için daha yüksek faiz oranları ödemek zorunda kaldıkları tespit edilmiştir. Koch ve Bassen (2013), Avrupa Birliği Emisyon Ticaret Sistemi (EU ETS) kapsamında, Avrupa'daki elektrik üretim şirketlerinin karşı karşıya olduğu karbon risklerini incelemiştir. Çalışma, 2005-2010 yılları arasında Avrupa'da faaliyet gösteren 20 elektrik şirketinin karbon fiyatı risklerinin firma bazlı sermaye maliyetleri üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Elde edilen bulgular, yüksek emisyon yoğunluğuna sahip yakıt karışımı kullanan şirketlerin, karbon riskine bağlı olarak daha yüksek sermaye maliyetleriyle karşılaştığını ve öz sermaye değerlerinde kayıplar yaşadıklarını ortaya koymaktadır. Buna karşın, düşük emisyonlu üretim yapısına sahip firmaların ise beklenenin aksine sermaye maliyetlerinde belirgin bir avantaj elde etmediği gözlemlenmiştir. Ayrıca çalışmada, karbon riskinin şirketlerin yakıt portföyü, izin tahsisat düzenlemeleri ve yatırım kararları gibi çeşitli faktörlerle ilişkili olduğu; karbonsuz enerji kaynaklarına yönelimin ise öz sermaye kayıplarını azaltma potansiyeline sahip olduğu vurgulanmaktadır.

Chen ve Gao (2012), ABD pazarında işlem gören elektrik sektörü şirketlerinin karbondioksit emisyonları ile öz sermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bulgulara göre öz sermaye ve borçlanma maliyetinin iklim riskine maruz kalma seviyesiyle birlikte arttığı belirtilmiştir. Ayrıca, çevresel bakımdan güçlü yönlere sahip firmaların öz sermaye ve borçlanma maliyetleri genel olarak daha düşük olmamaktadır. Ancak, çevresel fayda sağlayan ürünlerden önemli gelir elde eden firmalar için bankalar daha düşük faiz oranları uygulamaktadırlar.

Fonseka vd. (2019), 2008–2014 yılları arasında 514 firma-yıl gözlem kullanarak Çin'de enerji sektöründe faaliyet gösteren firmalar ile yaptıkları çalışmada çevresel bilgi açıklamalarının borçlanma maliyetleri üzerinde negatif bir etkisi olduğunu belirtmişlerdir. Yazarlar, çevresel bilgi açıklamalarının, özellikle fosil yakıtlarına dayalı enerji firmalarında,

borçlanma maliyeti üzerinde önemli bir etkisi olduğunu ve yenilenebilir enerji kullanan firmaların daha düşük borçlanma maliyeti ile karşılaştıklarını açıklamıştır.

Caragnano vd. (2020), 2010-2017 yılları arası yapmış oldukları çalışmada Avrupa’da karbon emisyonlarının azaltılmasının şirketlerin borçlanma maliyeti üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu açıklamışlardır. Yüksek karbon salınımı yapan firmaların, çevreyi daha az kirleten firmalara kıyasla ortalama olarak daha yüksek borçlanma maliyetine katlandıkları gözlemlenmiştir.

Aruga vd. (2024) 2019-2023 yılları arası Japonya'daki şirketlerin farklı enerji kaynak kullanımlarının karbondioksit (CO₂) emisyonları üzerindeki etkisinin değişimini incelemiştir. Sonuçlar daha düşük CO₂ emisyonlarına sahip olmanın (i) daha iyi uzun vadeli kurumsal performans ve (ii) daha düşük öz sermaye maliyeti ile ilişkili olduğunu belirtmiştir. Yatırımcılar daha düşük CO₂ emisyonuna sahip şirketlerin daha düşük iş riski taşıdığını düşünmektedir ve bu nedenle risk primlerini düşük tutmaktadırlar. Ayrıca çalışma düşük CO₂ emisyonuna sahip şirketlerin daha yüksek piyasa değerine ve daha düşük borçlanma maliyetine sahip olduğunu ortaya koymuştur.

De la Fuente ve Velasco (2022), 2010-2018 yılları arasında ABD'deki finansal olmayan şirketlerden oluşan bir örneklem üzerinde, banka kredilerinin sinyal verme işlevi ile şirketlerin sürdürülebilirlik performansı arasındaki ilişki ve bu sinyallerin etkisini incelemiştir. Sonuçlar, sürdürülebilirlik performansındaki artışın banka kredilerinde bir artışa yol açtığını ortaya koymaktadır. Bu olumlu etkinin, özellikle çevresel performansı yüksek firmalarda daha belirgin olduğu görülmüştür. Ancak, sürdürülebilirlik performansının düşük olduğu veya şirketin kirletici bir sektörde faaliyet gösterdiği durumlarda, banka kredilerinin sinyal etkisinin zayıfladığı hatta tamamen ortadan kalktığı açıklanmıştır.

Maaloul (2018), Kanadalı firmalardan oluşan örneklemde, sera gazı emisyonlarındaki artışların firmaların borçlanma maliyetleri ile ilişkili olduğunu açıklamıştır. Her ek ton sera gazı emisyonu ortalama yaklaşık olarak %11–15 oranında borçlanma maliyetini arttırmaktadır. Bu sonuçlar, kredi verenlerin firmaların sera gazı emisyonlarını kredi verme kararlarına dahil ettiğini ve kirleten firmaları cezalandırdıklarını göstermektedir.

Takahashi ve Shino (2023) Japonya'daki bankaların daha yüksek sera gazı emisyonlarına sahip firmalara verdikleri kredileri önemli ölçüde azalttığını ve bu durumun firmaların yatırım kararlarını doğrudan etkilediğini belirlemişlerdir. Ayrıca sera gazı emisyonlarının

kredi riski olarak borçlanma araçlarının fiyatlandırılmasına dahil edildiği, bu etkinin Paris Anlaşması'nın imzalanmasından önce bile mevcut olduğu gözlemlenmiştir.

De Greiff vd. (2018), bankaların iklim politikası riskini dikkate alıp almadığını incelemiştir. Fosil yakıt rezervlerine sahip firmalar, iklim politikası riski nedeniyle diğer firmalardan daha yüksek kredi faiz oranları ödemek zorunda kalmışlardır. 2015 yılından önce bankalar bu riski fiyatlandırmamışken, 2015 yılı sonrasında özellikle fosil yakıt rezervlerine sahip firmalar için bu risk fiyatlandırılmaya başlanmış ve daha yüksek kredi marjları uygulanmıştır.

Karbon saydamlık projesi (CDP) şirketlerin iklim eylemlerini açıklamalarını isteyen ve kâr amacı gütmeyen bir kuruluştur. Matsumura vd. (2014), 2006-2008 yılları arasında S&P 500 firmaları tarafından CDP 'ye gönüllü olarak açıklanan karbon emisyonu verilerini kullanarak, karbon emisyonlarının ve bu emisyonların açıklanmasının firma değeri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Karbon emisyonlarını açıklayan firmaların, açıklamayanlara kıyasla daha yüksek bir değerlemeye sahip olduğunu bulmuşlardır. Bulgular, piyasaların tüm firmaları karbon emisyonları için cezalandırdığını, ancak emisyon bilgilerini açıklamayan firmalara daha fazla ceza uygulandığını göstermektedir. Sera gazı emisyonlarının izlenmesi ve yönetilmesi, şirketlerin finansal risklerinin değerlendirilmesinde kritik bir rol oynamaktadır.

Li vd. (2014), 2006-2010 yılları arasında Avustralya'daki firmalara ait veriler üzerinden gerçekleştirdikleri analizlerde, emisyon yoğunluğu yüksek olan firmaların sermaye maliyetlerinin arttığını ortaya koymuştur. Özellikle, emisyon yoğunluğu ile borçlanma maliyeti arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Buna karşılık, emisyon yoğunluğu ile öz sermaye maliyeti arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu sonuçlar, çevresel risklerin özellikle borçlanma kanalı üzerinden firmaların finansman maliyetlerini etkileyebileceğini göstermektedir.

Sharfman ve Fernando (2008), 267 ABD'li firmayı kapsayan çalışmalarında, çevresel risk yönetiminin iyileştirilmesinin firma sermaye maliyeti üzerinde olumlu etkiler yarattığını ortaya koymuştur. Araştırma bulgularına göre, çevresel risklerin etkin yönetimi, firmaların öz sermaye maliyetlerinde azalma sağlamalarına olanak tanımakta ve aynı zamanda borçlanma yönlü bir sermaye yapısına geçişi teşvik etmektedir. Bu geçiş, firmaların daha yüksek vergi avantajlarından yararlanabilmelerine katkı sunmakta ve genel finansal verimliliklerini artırmaktadır.

Temel vekillik sorunu, düşük çevresel performansa sahip projelerin başarılı olması durumunda hissedarların kârın çoğundan yararlanacağı, ancak başarısız olması durumunda

maliyetlerin çoğunu alacaklıların üstleneceği durumu ifade etmektedir. Ayrıca, sera gazı yoğun projelerin başarılı olması halinde bile, kredi verenler kirletici projelerin finansmanı ile ilgili itibar riskleriyle karşı karşıya kalabilirler. Ratajczak ve Mikołajewicz (2021) ve Gangi vd. (2021) düşük çevresel performansın, yüksek borçlanma maliyeti ve düşük kredi notlarıyla ilişkili olduğunu açıklamıştır. Cheng vd. (2014) KSS' nin, bilgi asimetrisini azalttığını ve paydaşlar arasında güven oluşturduğunu, bu durumun da sermayeye daha kolay erişim ve daha düşük borçlanma maliyeti sağladığını belirtmektedir.

Vekalet teorisi çerçevesinde, yöneticiler çevresel sürdürülebilirlik konusundaki eylemlerini hissedar çıkarları doğrultusunda uyumlu hale getirdiğinde, şirketin risk profili azalır ve bu da borçlanma maliyetlerini düşürür. Hissedarlar, riskleri azaltmak ve uzun vadeli değer yaratmak için çevresel performansı iyileştirmeyi talep edebilirler. Bu durumda, güçlü çevresel performans hem vekalet maliyetlerini azaltan hem de borçlanma maliyetini düşüren bir strateji haline gelir. Literatürde yapılan paydaş ve vekalet teorilerini dikkate alarak çevresel performansı arttırmak için yapılan uygulamaların ve iyileştirmelerin daha düşük borçlanma maliyeti ile sonuçlandığını gösteren çalışmalardan yola çıkılarak H1 hipotezi oluşturulmuştur.

H1: Çevresel performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.

4.1.2. Sosyal Performans ve Borçlanma Maliyeti

Li vd. (2022), 2010-2020 yılları için Çin'de çevreyi kirletme potansiyeli yüksek olan endüstrilerde faaliyet gösteren 200 halka açık şirketin verilerini kullanarak, KSS performansı ile borçlanma maliyeti ilişkisini incelemiştir. Bulgular KSS uygulamalarının ve yeşil finansman politikalarının firmaların borçlanma maliyetlerini düşürdüğünü belirtmiştir. Ayrıca, yeşil finansal sistem yönergelerinin uygulanması, şirketlerin daha düşük risk primleri ve daha avantajlı borçlanma koşulları elde etmelerini sağlamaktadır. Çalışma, yeşil finansman politikalarının kirletici endüstrilerde finansal avantajlar sağladığını ve sürdürülebilirlik odaklı stratejilerin şirketler için borçlanma maliyetlerini düşürmede etkili olduğunu göstermektedir.

Maaloul vd. (2023), 2012-2020 yılları arasında S&P 500 şirketleri için ÇSY bilgisinin kurumsal itibarı nasıl etkilediğini ve kurumsal itibarın da borçlanma maliyetini nasıl etkilediğini araştırmışlardır. İyi bir kurumsal itibarın borçlanma maliyetini düşürdüğünü ve ÇSY açıklamaları ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiye aracılık ettiğini bulmuşlardır.

Dolayısıyla, ÇSY konularını yöneten ve açıklayan firmaların daha iyi bir itibara sahip olduğu ve bunun da borçlanma maliyetlerini düşürdüğü sonucuna varmışlardır.

Lins vd. (2017) çalışmalarında, ABD'deki halka açık şirketlerin finansal kriz öncesi (2006-2007) ve kriz dönemi (2008-2009) verilerini inceleyerek, sosyal performansın, özellikle ÇSY faaliyetleri aracılığıyla firma performansı ve borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bulgular, kriz öncesinde sosyal performansın faydalarının zaten firmanın hisse senedi fiyatlarına yansıdığını, ancak kriz döneminde sosyal performans artışının güven sağlayarak daha da önemli hale geldiğini göstermektedir. Özellikle yönetim ve sosyal alanlarda güçlü ÇSY uygulamalarına sahip şirketlerin, finansal belirsizlik dönemlerinde daha düşük borçlanma maliyetine ulaştığı tespit edilmiştir.

Hong ve Kacperczyk (2009), 1965-2006 yılları arasında ABD'de alkol, tütün ve kumar sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin sosyal normlar ve piyasa üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışmanın bulguları, bu sektörlerde faaliyet gösteren ve genellikle "suçlu" sektörler olarak etiketlenen firmaların hisselerinin, analistler tarafından daha az takip edildiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca, artan dava riskleri ve yatırımcı ilgisinin düşük olması nedeniyle, bu firmaların daha yüksek beklenen getiriler sunduğu belirlenmiştir. Bu şirketler, şeffaflık eksiklikleri ve düşük hisse fiyatlamaları nedeniyle çoğunlukla borçlanma yoluyla finansman sağlamak ve bu durum daha yüksek kaldıraç oranlarına sahip olmalarına yol açmaktadır. Ayrıca, yatırımcıların büyük bir kısmı bu şirketleri portföylerinden dışladığı için, bu firmalar genellikle halka açılmamaktadır. Büyük kurumsal yatırımcıların bu şirketlere olan temkinli yaklaşımı da çalışma tarafından vurgulanmaktadır.

Chen vd. (2024) tarafından yapılan bir çalışmada, 2008-2017 yılları arasında Çin'de halka açık şirketlere ait 6313 firma-yıl gözlemden oluşan bir örnekleme, sosyal sermayenin borçlanma maliyeti üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bulgular, sosyal sermayenin borçlanma maliyetiyle negatif bir ilişki içinde olduğunu ve sosyal sermayenin etkisinin, yüksek düzeyde piyasalaşma veya sosyal güvenin olduğu ortamlarda, düşük düzeyde piyasalaşma veya sosyal güvenin olduğu ortamlara kıyasla daha belirgin olduğunu ortaya koymuştur.

Jiao (2010), KLD verilerini kullanarak şirketlerin çalışanlar, müşteriler, toplum ve çevre gibi paydaşların beklentilerini karşılama düzeyini ölçen bir paydaş refahı notu oluşturmuş ve bu notun firma performansına etkisini incelemiştir. Bulgular, paydaş refahı performansındaki artışın Tobin'Q oranını pozitif etkilediğini ve bu skoru bir birimlik artışının firma değerinde 0.587'lik bir artışa yol açtığını göstermiştir. Özellikle çalışan refahı ve çevresel performansın,

hissedar değeri yaratmada kritik olduğu vurgulanmıştır. Sonuçlar, paydaş refahına odaklanmanın yalnızca sosyal sorumluluğu yerine getirmekle kalmayıp, aynı zamanda şirket değerini artırarak uzun vadeli finansal faydalar sağladığını ortaya koymaktadır.

Li vd. (2024), tarafından yapılan çalışmada ÇSY performansı ile borç yapısı arasındaki ilişki, 2011-2020 yılları arasında Çin'deki halka açık şirketler için incelenmiştir. Araştırma sonuçları, ÇSY bileşik performansı ile uzun vadeli borçlar arasında U şeklinde doğrusal olmayan bir ilişki olduğunu göstermiştir. Ayrıca, sosyal (S) performansı ile borç vadesi arasındaki ilişki doğrusal olmayan modelde anlamlı bulunmuştur. Sonuçlar, borç yapısının belirlenmesinde şirketlerin sosyal boyutuna (S) odaklanmasının önemini vurgularken, ÇSY faaliyetlerinin etkisinin ekonomik politika ortamına bağlı olarak değerlendirilmesi gerektiğini de ortaya koymaktadır.

Hasan vd. (2017), 1990-2012 yılları için sosyal sermayenin ABD'deki firmaların borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Sonuçlara göre sosyal sermayesi yüksek ilçelerdeki firmalar, daha düşük kredi faizine ve tahvil ihraç maliyetlerine sahiptirler. Bu firmalar, borç finansmanında özel banka kredileri yerine kamu tahvillerini tercih etme eğilimindedirler. Ayrıca bankalar ve yatırımcılar, sosyal sermayesi yüksek olan firmalara daha düşük teminat ve sözleşme koşulları uygulamıştır. Bulgular, sosyal sermayenin fırsatçı davranışlara kısıtlayıcı bir mekanizma olarak algılandığını ve bu nedenle borçlanma maliyetini azalttığını ortaya koymuştur.

Huang ve Shang (2019) 1985-2015 yılları arası firmaların kaldıraç oranı ve kısa vadeli borç oranlarının sosyal sermaye üzerindeki etkisini incelemiştir. Bulgulara göre firma kaldıraç oranlarının ve kısa vadeli borç oranlarının sosyal sermaye ile negatif ilişkili olduğu belirtilmiştir. Sonuçlar, sosyal sermayenin, şirketlerin vekalet problemlerini hafifletmek için borçlanma mekanizmalarına duyduğu ihtiyacı azalttığını göstermektedir. Sosyal sermayesi yüksek olan topluluklardaki firmalar, daha düşük kaldıraç ve kısa vadeli borç oranlarına sahiptir. Bu sonuçlar, sosyal sermayenin güven ve iş birliğini artırarak vekalet problemlerini doğal olarak azaltabileceğini ve bu nedenle borç finansmanına olan ihtiyacı düşürdüğünü ortaya koymaktadır.

Hamrouni vd. (2020), 2010-2015 yıllar arası Fransa'daki firmalarda KSS açıklamalarının borçlanma maliyetleri ile ilişkisini incelemiştir. Bulgulara göre sosyal performans açıklamaları, borçlanma maliyetini pozitif yönde etkileyerek borçlanma maliyetini artırmıştır.

Şirketlerin sosyal projelere yatırım yapması, sadece toplumla değil, aynı zamanda diğer paydaşlarla da güçlü ve sürdürülebilir ilişkiler kurmasına olanak tanır. Bu ilişkiler, şirketin piyasa değeri üzerinde olumlu bir etki yaratabilir. Paydaş teorisi ve sosyal performans arasındaki ilişki, şirketin paydaşlarıyla sağlıklı ve güvene dayalı ilişkiler kurmasına olanak tanır. Bu ilişkiler, şirketin algılanan risklerini azaltarak borçlanma maliyetlerini düşürür. KSS uygulamaları, şirketlerin paydaşlar nezdinde meşruiyet kazanmalarına yardımcı olurken, aynı zamanda alacaklıların da risk ve güven algılarını etkileyerek finansal göstergelerde, özellikle borçlanma maliyeti üzerinde etki yaratmaktadır. Literatürde yapılan çalışmalardan yola çıkılarak ve paydaş teorisini dikkate alarak H2 hipotezi oluşturulmuştur.

H2: Sosyal performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.

4.1.3. Kurumsal Yönetişim ve Borçlanma Maliyeti

Desender vd. (2020), 2005-2015 yılları arasında 1.500' ün üzerinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki büyük ölçekli şirketlerin KSS ile finansman maliyetleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bulgular KSS uygulamalarının güçlü kurumsal yönetim sistemlerine sahip şirketlerde finansman maliyetlerini azalttığını göstermiştir. Uluslararası düzeyde yüksek yönetim standartlarına sahip şirketler, KSS uygulamalarını daha verimli şekilde benimseyerek daha düşük borçlanma maliyetleri elde etmişlerdir. Bulgulara göre, hissedar odaklı sistemlerde KSS uygulamaları şirketin öz sermaye maliyetini düşürmekte, ancak paydaş odaklı sistemlerde bunun tersine KSS uygulamaları öz sermaye maliyetini arttırmaktadır. Ayrıca, KSS uygulamalarının borçlanma maliyeti üzerindeki etkisi, iflas riski taşıyan firmalar için her iki sistemde de daha düşük olmuştur.

Ghouma vd. (2018), Kanadalı bir firma örneği üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmada, dört kurumsal yönetim bileşeninin (yönetim kurulu yapısı ve bileşimi, yönetim kurulu ücretleri, hissedar hakları ve açıklama politikalarının) borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini incelemiştir. Sonuçlar, güçlü kurumsal yönetime sahip şirketlerin daha düşük borçlanma maliyetlerine sahip olduğunu ve kurumsal yönetimin bilgi asimetrisini azalttığını ve yatırımcı güvenini artırdığını göstermektedir.

Aksoy ve Yılmaz (2023), Borsa İstanbul'da işlem gören 211 finansal olmayan şirketten oluşan bir örneklem üzerinde yaptıkları araştırmada, kadın yönetim kurulu başkanı ve kadın yönetim kurulu üyelerinin varlığının borçlanma maliyetini azalttığı ve fon sağlayıcıların temerrüt riski algısını düşürdüğü sonucuna varmışlardır. Bununla birlikte, yönetim kurulunun bağımsızlığı ve büyüklüğünün borçlanma maliyeti üzerinde kayda değer bir etkisi

olmadığını belirtmişlerdir. Bu bulgular, kadın liderlerin yönetim süreçlerine katkılarının, şirketlerin finansal maliyetlerini olumlu yönde etkileyebileceğini göstermektedir.

Özer vd. (2023b), çalışmalarında Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık ve finansal olmayan şirketlerin 2009-2019 yılları arasındaki döneme ait verileri kullanarak, işletmelerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının yükselmesinin borçlanma maliyetlerini azalttığını açıklamışlardır. Araştırma, kurumsal yönetimin güçlendirilmesine yönelik yapılan yatırımların, borçlanma maliyetlerini düşürerek firmaların kâr marjlarının artmasına, nakit akışlarının güçlenmesine ve finansal esnekliklerinin artmasına katkıda bulunabileceğini vurgulamaktadır.

Jantadej ve Wattanatorn (2020), 2007-2016 yılları arasında Tayland Borsa'sında işlem gören şirketleri kapsayarak kurumsal yönetimin borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini araştırmıştır. Tayland gibi gelişmekte olan piyasalarda işlem gören firmaların eksik piyasa yapısı, politik ve ekonomik belirsizlikler, zayıf düzenlemeler ve düşük kaliteli denetim sistemleri nedeniyle, yönetimin etkinliğinin borçlanma maliyeti üzerinde pozitif bir etki yarattığını açıklamışlardır. Ayrıca yönetim kurulu büyüklüğü, toplantı sıklığı ve denetim komitesindeki bağımsız üyelerin oranı gibi faktörlerin, borçlanma maliyetiyle pozitif ilişkili olduğu belirtilmiştir.

Schauten ve Blom (2006) çalışmalarında 2000 yılına ait kurumsal yönetim kalitesinin bir göstergesi olarak, Deminor derecelendirme kuruluşu verilerini kullanmışlardır. Bu veri, Avrupa'nın en büyük 300 firması (FTSE Eurotop 300) için yaklaşık 300 kritere dayanan bir puanlama sistemine sahiptir. Çalışmada kurumsal yönetim kriterlerinden olan: hissedarların hakları ve yükümlülükleri, kurumsal yönetim şeffaflığı ve yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi gibi faktörler ele alınarak borçlanma maliyeti üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bulgular güçlü kurumsal yönetime sahip firmaların daha düşük borçlanma maliyetlerine sahip olduğunu, nispeten zayıf kurumsal yönetime sahip firmaların ise daha yüksek borçlanma maliyetleriyle ilişkilendirildiğini göstermektedir; bu fark yaklaşık %1,4'tür. Ayrıca güçlü yönetimin, borç verenler için algılanan riski azaltarak vekalet sorunlarını hafiflettiği ve finansal kaynakların daha iyi yönetilmesine olanak sağladığı belirtilmiştir.

Nguyen vd. (2023), çalışmalarında, 1991-2016 yılları arasına ait MSCI ESG KLD veri tabanından elde edilen KSS verilerini kullanarak şirket birleşmelerinde hissedarlar ile alacaklılar arasındaki çıkar çatışmalarını ve bu çatışmalar üzerinde KSS uygulamalarının

rolünü analiz etmektedir. Araştırma sonuçlarına göre, yüksek KSS performansına sahip şirketler, birleşme süreçlerinde hissedarlar ve alacaklılar arasındaki çıkar çatışmalarını azaltmıştır. Özellikle, KSS uygulamaları alacaklıların çıkarlarını koruma konusunda etkili olup, bu da daha düşük finansal risk ve artan kurumsal değerle ilişkilendirilmiştir.

Piot ve Missonier-Piera (2007) 1999-2001 yılları arasındaki, Fransa borsasında işlem gören ve finansal olmayan şirketlerin kurumsal yönetim kalitesinin borçlanma maliyetini anlamlı bir şekilde azalttığını, ancak denetim kalitesinin borçlanma maliyeti üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını tespit etmiştir.

Aman ve Nguyen (2013), Tokyo Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 437 finansal olmayan işletme üzerinde gerçekleştirdikleri çalışmada, kurumsal yönetim ile kredi oranları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma sonuçları, iyi kurumsal yönetimin fırsatçı davranışları sınırladığı ve bilgi asimetrisini azalttığı için işletmelerin daha yüksek kredi notuna sahip olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca, düşük bilgi asimetrisi, vekalet çatışmalarını hafifleterek borç verenler için riski azalttığını öne sürmüştür.

Cortes ve Arenas (2014) Kolombiya Borsası'nda işlem gören 43 işletme üzerinde kurumsal yönetim ve borçlanma maliyeti ilişkisini incelemiş ve kurumsal yönetim uygulamaları ile borçlanma maliyeti arasında ters bir ilişki olduğunu gözlemlemişlerdir. Bu bulgu, etkili kurumsal yönetimin finansman maliyetlerini düşürebileceğini ve dolayısıyla şirketlerin borçlanma koşullarını iyileştirebileceğini göstermektedir.

Byun (2007) 2001-2004 yılları için Kore'de kurumsal yönetim uygulamalarının temsil maliyetlerini düşürüp düşürmediği ve şirketin temerrüt riski ile borçlanma maliyetini azaltıp azaltmadığını araştırmıştır. Bulgular kurumsal yönetim uygulamalarına sahip firmaların daha düşük borçlanma maliyetine sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Özellikle, temettü politikaları, hissedar haklarının korunması ve denetim komitesi gibi kurumsal yönetim uygulamaları, borçlanma maliyetini anlamlı ölçüde düşürmektedir. Ayrıca, bu kurumsal yönetim etkilerinin, Kore'deki büyük firmalarda küçük firmalara kıyasla daha güçlü olduğu belirtilmiştir.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sayısı, şirketin sahiplik yapısı ve finansal raporlama şeffaflığı gibi faktörler, borç verenlerin risk algısını iyileştirerek borçlanma maliyetlerini düşürmektedir (Li vd., 2016; Palea ve Drogo, 2020). Düşük yönetim performansı, şirketin şeffaflık, hesap verebilirlik ve etkin denetim mekanizmalarındaki eksikliklerini ortaya koyarak, yatırımcılar ve kredi verenler nezdinde risk algısını arttırmaktadır. Yönetişim

performansı zayıf olan şirketler, kaynakları etkin bir şekilde yönetmekte zorlanabilir, karar alma süreçlerinde tutarsızlıklar veya çıkar çatışmaları yaşayabilirler. Bu durum, yatırımcılar ve borç verenlerin sağladıkları finansmanın geri dönüşüyle ilgili kaygılarını arttırabilir. Bu risk algısını telafi etmek isteyen borç verenler, şirketten daha yüksek faiz oranları talep edebilir, bu da borçlanma maliyetlerini yükseltir. Ayrıca, düşük yönetim performansı, yöneticilerin kendi çıkarlarını önceliklendirdiği durumlarda "temsil maliyeti" olarak bilinen bir soruna yol açabilir. Öte yandan güçlü yönetime sahip şirketler, riskli veya kısa vadeli kararlar almak yerine uzun vadeli değer yaratmaya odaklanır. Bu tür şirketler, borç verenler tarafından daha düşük riskli olarak görülür, bu da daha uygun borçlanma koşulları sağlar. Vekalet teorisi kurumsal yönetim uygulamalarının, yöneticilerin ve hissedarların çıkarlarını uyumlu hale getirmekteki önemini vurgulamaktadır. Yönetim, vekalet problemlerini azaltarak şirketin risk profilini iyileştirir, bu da borç verenlerin daha düşük faiz oranları sunmalarına yol açabilir. Bu düşünceden yola çıkarak ve vekalet teorisini dikkate alarak H3 hipotezi oluşturulmuştur.

H3: Kurumsal yönetim performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.

4.2. Kovid-19 Döneminde Çevresel, Sosyal, Yönetişim Performansı ve Borçlanma Maliyeti

Yadav ve Srivastava (2023), 2019-2021 yılları arasında Hindistan'da faaliyet gösteren ve Bombay Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 250 firmanın kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarını ve Kovid-19 dönemindeki etkilerini incelemişlerdir. Araştırma bulgularına göre, KSS yatırımları, şirketlerin paydaşlar nezdindeki meşruiyetini artırmış ve pandemi dönemlerinde finansal sürdürülebilirliği desteklemiştir. Ancak denetim maliyetleri yüksek olduğunda, firma performansı üzerinde olumsuz bir etki oluşturmuştur. Bu durum, KSS'nin etkin bir şekilde uygulanabilmesi için maliyet yönetiminin önemini vurgulamaktadır. Çalışma, kriz zamanlarında KSS stratejilerinin etkili bir araç olarak kullanılabileceğini, ancak temsil maliyetlerinin dikkatle yönetilmesi gerektiğini açıklamıştır.

Halling vd. (2020) Kovid-19 dönemi kapsamında ABD firmaları ile yaptıkları analizlerde, 286 tahvil ve 123 hisse senedi ihracını örneklem olarak, finansal olmayan halka açık firmaların kriz dönemindeki borçlanma maliyetleri üzerindeki firma özelliklerinin etkisini incelemişlerdir. Sonuçlarda A veya daha yüksek notlu tahvillerin ihracı önemli ölçüde artarken, şaşırtıcı bir şekilde BBB veya daha düşük notlu tahvillerde de artış gözlemlenmiştir.

Ayrıca, hisse senedi ihracı pandemi başında yavaşlarken, pandeminin ilerleyen dönemlerinde hız kazanmıştır. Ayrıca, firmaların hisse senedi ihracıyla sağladığı sermaye, toplamda kurumsal tahvil piyasaları aracılığıyla elde edilen sermayenin yalnızca %5'ini oluşturmuştur.

Yoshino vd. (2021), Kovid-19 pandemisi ve küresel ekonomik durgunluk nedeniyle küresel enerji talebinin azalması ve fosil yakıt fiyatlarının düşmesi sonucu yenilenebilir enerji projelerinin rekabet gücünü kaybetmeye başladığını belirtmiştir. Çalışmada, temiz enerji ve çevreyle ilgili sürdürülebilir kalkınma hedeflerine ulaşmak için bazı politika değişiklikleri önerilmiştir. İlk olarak, uluslararası sera gazı ve plastik vergilendirme sistemlerinin benimsenmesi önerilmektedir; böylece yatırımcılar, getiri oranına ve risklere (vergi sonrası) odaklanmaya teşvik edilecektir. İkinci olarak, çevreyi kirleten şirketlere emisyon vergisi getirilmesi ve bu vergiden elde edilen gelirlerin yeşil projelere aktarılması, bu projelerin getiri oranlarını artırarak özel yatırımcıların çevre dostu varlıklara yatırım yapma isteğini artıracaktır. Bu uluslararası vergilendirme sisteminin, optimum varlık tahsis ve sürdürülebilir büyümeye katkı sağlayacağı saptanmıştır.

Bai ve Ho (2022), 2002-2020 yılları arasında 31 ülkeden oluşan bir kamu kuruluşu örneğini ele alarak KSP ve borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi Kovid-19 döneminde ve öncesinde incelemiştir. Sonuçlar Kovid-19 öncesi ekonomik koşullarda, KSP'nin finansal kısıtlamaları azaltarak ve paydaş katılımını artırarak firma borç seviyeleri üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Ancak, pandemi sırasında KSP daha maliyetli hale gelmiş ve bu tür ilişkileri zayıflatan daha fazla yönetimsel vekalet sorunlarını ortaya çıkarmıştır.

Ali vd. (2023), S&P 500 şirketlerinde iklim değişikliği eylemleri ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemiş ve bu eylemlerin borçlanma maliyetini düşürdüğünü, ancak Kovid-19'un bu ilişkiyi etkilemediğini belirtmiştir. Çalışma, çevresel performansın kredi değerlendirmelerinde önemli hale geldiğini ve iklim değişikliği eylemlerinin finansman maliyetlerinde avantaj sağladığını göstermektedir. Ancak, çalışmada bulguların yalnızca büyük firmalar için geçerli olduğu ve küçük firmalar için daha fazla araştırma yapılması gerektiği vurgulanmaktadır.

Piechocka-Kałużna vd. (2021), ABD'deki şirketlerin verilerini kullanarak ÇSY ve bileşenlerinin öz sermaye ve borçlanma maliyeti üzerindeki etkilerini Kovid-19 döneminde incelemiştir. Bulgular, pandemi sürecinde pek çok şirketin sorunları nedeniyle maliyetlerini azaltma ve tasarruf etme çabasına yöneldiği ve bu dönemde, ÇSY'nin bileşenlerinin sermaye

maliyetini etkilediğini göstermektedir. Çalışmada ÇSY uygulamalarının açıklanmasının, şirketlerin daha düşük maliyetle finansman erişimi sağlamalarına olanak tanıyacağı ve bu yolla finansal performanslarını iyileştirebileceği sonucuna varılmıştır.

Agustina ve Murwaningsari (2022), 2019-2020 yılları arası Endonezya Borsası'nda işlem gören 193 şirketin üzerinde yaptıkları çalışmada, KSS faaliyetlerinin, firmaların finansal performansı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu ve bu etkinin, firmaların topluma ve çevreye yönelik uygulamalarının, yatırımcılar ve diğer paydaşlar nezdinde değer kazandığını açıklamışlardır. Ayrıca daha düşük borçlanma maliyetine sahip firmaların finansal performanslarının daha iyi olduğunu belirtmişlerdir. Bu durum, borçlanma maliyetlerinin şirketlerin kârlılığı üzerinde doğrudan bir etki yarattığını ortaya koymaktadır. Özellikle Kovid-19 gibi kriz dönemlerinde, artan borçlanmanın şirketler için ek bir yük oluşturduğunu ve bu durumun artan finansal yükümlülükler nedeniyle kârlılığı azalttığını tespit etmişlerdir. Ancak, siyasi bağlantılar, KSS ve borçlanma maliyetinin finansal performans üzerindeki etkisini düzenlemede başarısız olmuştur. Bu durum, siyasi bağlantıların iki yönlü etkisine bağlanabilir: Siyasi bağlantılar kolaylık sağlasa da bu durum şirketin borç yapısını artırarak kârın düşmesine ve borç yükünü ödeme zorunluluğuna yol açabilmektedir.

Gajdosikova ve Valaskova (2023), 2018-2020 yılları arası Polonya, Macaristan, Slovakya ve Çekya ülkelerinin 35 halka açık büyük firmasının ÇSY performanslarını örneklem olarak KSS ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Sonuçlar, KSS'nin şirket borç yönetimi ve toplumsal algı üzerindeki etkisini incelemek için önemli bir araç olduğunu göstermiştir. Çalışma KSS' nin şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim risklerini etkin bir şekilde yönetmede kritik bir rol oynadığını ve pandemi döneminde KSS girişimlerinin öneminin arttığını ortaya koymaktadır.

Acharya ve Steffen (2020), ABD'deki şirketlere odaklanarak 2008 küresel finansal krizi ve 2020 Kovid-19 pandemisi dönemine ait verileri incelemiştir. Örneklem, çoğunlukla yatırım yapılabilir ve spekülâtif kredi notlarına sahip şirketlerden oluşmaktadır. Bulgulara göre, pandemi döneminde yatırım yapılabilir kredi notuna sahip şirketlerin spekülâtif seviyedeki tahvil kategorisine düşme olasılığı artmıştır. Ekonomik belirsizlikler nedeniyle, şirketler nakit rezervlerini artırmak amacıyla yoğun bir şekilde borçlanma piyasalarına yönelmişlerdir. Artan borçlanma maliyetleri, tahvil faizlerinde de bir yükselmeye neden olmuş ve bu etki, özellikle borç yükü yüksek ve kredi notu düşük şirketlerde daha belirgin hale gelmiştir. Sonuç olarak, bankaların kredi verme kararlarında daha temkinli davranmasına ve kredi imkanlarını kısıtlamasına yol açmıştır.

Broadstock vd. (2021), Kovid-19 küresel pandemisi nedeniyle piyasa genelindeki kriz sırasında ÇSY performansının rolünü incelemiştir. Çalışmada yatırımcıların ÇSY performansını gelecekteki hisse senedi performansı ve risk hafifletme sinyali olarak yorumladığı açıklanmıştır. Araştırma, Çin firmalarında yüksek ÇSY portföylerinin genellikle düşük ÇSY portföylerinden daha iyi performans gösterdiğini, ayrıca ÇSY performansının finansal kriz sırasında finansal riski azalttığını ve kriz dönemlerinde ÇSY'nin rolünün artan önemini doğruladığını saptamıştır.

Martins vd. (2023), tarafından yapılan çalışma, Kovid-19 pandemisinin Portekiz'deki şirketlerin sürdürülebilirlik borç politikaları üzerindeki etkilerini incelemiştir. Sonuçlar, pandemi sırasında şirketlerin borç politikalarının önemli ölçüde etkilendiğini ortaya koymuştur. Şirketlerin yalnızca kısa vadeli ihtiyaçlarını değil, uzun vadeli finansal istikrarlarını da göz önünde bulundurarak sürdürülebilir finansal stratejiler benimsemeleri gerektiğini ortaya koymaktadır. Pandemiden en çok etkilenen sektörlerdeki şirketler, dış finansmana daha fazla yönelmiş ve hükümet destekli kredilerle borçlarını artırmışlardır. Bu durum, özellikle pandemiden önce düşük borç seviyelerine sahip olan şirketlerde pandemi sonrası borç-öz sermaye oranlarının yükselmesine yol açmıştır. Ancak, bazı küçük şirketler, özellikle konaklama ve yemek sektörlerinde, finansal likidite sıkıntıları yaşamışlardır.

Huang ve Ye (2021) Kovid-19 pandemisi sırasında sermaye yapısı ve kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin şirket riski üzerindeki ortak etkisini incelemiştir. 1.000'den fazla halka açık şirketin verilerini değerlendirerek bu şirketlerin verilerini, finansal raporlarını, çevresel, sosyal ve yönetim performansı ve sermaye yapısı kararları gibi bilgileri incelemiştir. Araştırma sonuçları göre optimal seviyenin üzerinde aşırı borca sahip firmaların pandemi sırasında yüksek firma riski taşıdığını ve bu etkinin özellikle, zayıf ÇSY performansına sahip firmalar arasında daha belirgin olduğunu göstermiştir. Buna karşın, borç seviyeleri optimalin altında olan firmalar, ÇSY uygulamalarına bakılmaksızın daha fazla korunmuşlardır.

Stojanovic vd. (2023) tarafından yapılan çalışmada, paydaş katılımının Kovid-19 pandemisi sırasında firmaların borç finansmanına erişimini etkileyip etkilemediği incelenmiştir. 51 ülkeden alınan firma düzeyinde veriler kullanılarak yapılan analizde, daha fazla paydaş katılımına sahip firmaların pandemide daha yüksek borç finansmanı elde ettikleri açıklanmıştır. Bu etkinin daha riskli firmalar için daha belirgin olduğu ve paydaşlarla ilişkilerin sürdürülmesinin önemi vurgulanmıştır. Ayrıca, paydaş katılımının, daha az varlık yoğunluğu olan firmalar ve gelişmekte olan ekonomilerdeki firmalar için daha yüksek borç

finansmanına yardımcı olduğu bulunmuştur. Ayrıca çalışma, ekonomik şokların olumsuz etkilerini hafifletmede firmalar için paydaş katılımının rolünü vurgulamaktadır.

Ferriani ve Pericoli (2024), 2014-2022 yılları arasında Avrupa'daki finansal olmayan şirketlerin iflas olasılıkları üzerinde ÇSY risklerinin etkisini incelemektedir. Bulgulara göre, yüksek ÇSY performansına sahip bir şirketin iflas olasılığı azalmaktadır. ÇSY risklerinin kurumsal sürdürülebilirlik üzerindeki etkisi, sürdürülebilirlikle ilgili önemli olaylardan sonra (örneğin Paris Anlaşması veya Kovid-19 pandemisi) artmaktadır. Ayrıca, ÇSY faktörlerinin yalnızca iflas olasılığını değil, yatırımcıların talep ettiği kredi risk primini de etkilediği belirtilmiştir.

Ferriani (2023) Kovid-19 pandemisi sırasında ÇSY performansı ile firmaların borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Bulgular iyi derecelendirilmiş şirketlerin daha düşük maliyetle borç temin ettiklerini belirtmiştir. ÇSY performansında kurumlar arasında bazı farklılıklar olsa da (MSCI, Refinitiv, Robeco ve Sustainalytics), bu sonuç, ihracçının kredi durumu ve çeşitli tahvil ve ihracçı özellikleri için yapılan ek kontrollerle sağlam bir şekilde geçerlidir.

Almaghrabi (2021), 2019-2021 yılları arasında Thomson ONE Banker veri tabanında yer alan tüm ABD firmaları tarafından ihraç edilen 7997 tahvili örneklem olarak kullanmış ve Kovid-19 pandemisinin tahvil borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini ve kurumsal çeşitlenmenin bu süreçteki rolünü incelemiştir. Özellikle, çeşitlenmiş firmaların pandemi sırasında borçlanma maliyetlerinde daha az artış gösterdiği ve çeşitlenme stratejisinin firmaların borçlanma koşullarını iyileştirdiğini belirtmiştir.

Arora ve Sharma (2022), örneklem olarak Hindistan'da Kovid-19 salgını sırasında en büyük 500 şirketin verilerini Bloomberg veri tabanından elde ederek, ÇSY performansının finansal kararlar üzerindeki etkisini araştırmıştır. Sonuçlar yüksek ÇSY performansına sahip firmaların daha düşük borçlanma maliyetleriyle karşılaştığını göstermektedir. Bu durum, yatırımcıların sürdürülebilir ve sosyal açıdan sorumlu şirketlere olan ilgisinin, bu firmaların borçlanma koşullarını iyileştirdiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca Hindistan'daki firmalar için gelecekte çevresel koruma, şeffaflık, kurumsal sosyal sorumluluk ve yönetimle ilgili düzenlemelerin daha da sıkılaşacağı ve bunun firmaları daha iyi etik uygulamalara, adil çalışan politikalarına ve çevre dostu politikalara yönlendireceği öngörülmüştür.

Taghizadeh-Hesary vd. (2021) Kovid-19 pandemisi ve küresel durgunluğun yeşil projelere yapılan yatırımları azalttığını, ancak pandemi sonrasında sürdürülebilir altyapı projelerini

finans etmek amacıyla kullanılan yeşil tahvillerin popülaritesinin arttığını gözlemlemiştir. Çalışmada, Asya'daki yeşil tahvillerin genellikle yüksek getiri ve risk eğilimi gösterdiği ve Asya yeşil tahvil piyasasında tüm ihraçların %60'ını temsil eden bankacılık sektörünün hâkim olduğu belirtilmiştir. Bankacılık sektörü tarafından ihraç edilen tahvillerin ortalamanın altında getiri sağlaması nedeniyle, araştırmada, bu tahvillerin getiri oranını artırmak için vergi teşvikleri kullanmayı öneren politikalar sunulmuştur.

Liu vd. (2021), Amerika'daki halka açık firmaların borç yenileme riski ve kredi temerrüt takası faizlerinin Kovid-19 krizi sırasında hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Yüksek borç yenileme riski ve geniş kredi temerrüt takası faizlerine sahip firmalar, daha zayıf hisse senedi performansı sergilemiştir. Bu durum, borç yönetimi ve kredi riskinin izlenmesinin, ekonomik krizler sırasında finansal etkileri hafifletmedeki önemini vurgulamaktadır. Bulgular, firmaların kriz zamanlarında hisse senedi fiyatlarındaki düşüşlerden kaçınmak için borç yapılarını etkin bir şekilde yönetmeleri gerektiğini önermektedir.

Shen vd. (2020), Çin'deki farklı sektörlerden 1.386 firma verisini inceleyerek KSS'nin firma performansı üzerindeki etkisini Kovid-19 döneminde incelemiştir. Araştırmanın sonuçlarına göre, Kovid-19'un firma performansı üzerinde olumsuz etkiler yarattığını, ancak bu etkinin sektörlere ve firmaların mali yapısına göre değişiklik gösterdiğini belirtmiştir. Teknoloji ve sağlık sektörleri gibi bazı sektörler pandemi sırasında daha dirençli bir performans sergilerken, turizm ve perakende sektörleri ciddi zararlar görmüştür. Ayrıca, mali açıdan güçlü firmaların pandemi şoklarına daha iyi uyum sağladıkları, finansal kısıtlamalar yaşayan firmaların ise daha büyük performans kayıpları yaşadıkları vurgulanmıştır.

Jin vd. (2023), 2020-2022 yılları arasında Kovid-19 pandemisinden doğrudan etkilenen Çin'deki halka açık 112 turizm firmasını incelemiştir. Araştırma bulgularına göre, KSS uygulamalarının pandemi sürecinde şirket performansı üzerinde olumlu bir etkisi olduğu ortaya çıkmıştır. Özellikle, sosyal boyutta yapılan KSS faaliyetlerinin firmaların hisse fiyatlarını ve kârlılıklarını desteklediği belirlenmiştir. Ayrıca, küçük ve orta ölçekli turizm firmalarının KSS uygulamalarından daha fazla fayda sağladığı, büyük firmalarda ise etkilerin sınırlı kaldığı gözlemlenmiştir. Çalışma, kriz dönemlerinde KSS'nin şirketlerin finansal dayanıklılığını artırmada önemli bir rol oynadığını vurgulamaktadır.

Amiraslani vd. (2023), 2006-2019 dönemi için sosyal sermaye ile tahvil faiz oranları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmalarında, şirketlerin çevresel ve sosyal

faaliyetlerine yaptıkları yatırımları sosyal sermaye olarak ele almışlardır. Araştırma, 2006-2019 yıllarında sosyal sermaye ile tahvil faizi arasında bir ilişki bulamazken, 2008-2009 finansal krizi sırasında piyasa ve ekonominin genel güven kaybı yaşadığı dönemde, yüksek çevresel ve sosyal performansa sahip şirketlerin tahvil faizlerinin, düşük performanslı şirketlere kıyasla önemli ölçüde daha düşük olduğunu tespit etmiştir. Ayrıca, kriz sırasında bu şirketler daha fazla borçlanarak, daha uzun vadeli ve düşük faizli finansman avantajı sağlamışlardır. Çalışma, ÇSY'nin yönetim bileşeninin ise tahvil faiziyle herhangi bir ilişki göstermediğini ortaya koymuştur.

Son araştırmalar KSS'nin negatif şoklar sırasında firma değerinin korunmasında ve riskin azaltılmasında önemini vurgulamakta olup onun sigorta rolünü doğrulamaktadır. Ayrıca çalışmalarda KSS'nin Kovid-19 pandemisi sürecinde, kurumsal sosyal sorumluluk firmalarının borç seviyelerinin belirlenmesinde önemli bir role sahip olduğu da belirtilmiştir (Ding vd. 2021; Fahlenbrach vd. 2021; Ramelli ve Wagner 2020; Liu vd. 2021). Paydaş teorisi ve Kovid-19 döneminde ÇSY ile ilgili olarak literatürdeki çalışmalardan yola çıkılarak aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

H4a: Kovid-19 döneminde çevresel performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.

H4b: Kovid-19 döneminde sosyal performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.

H4c: Kovid-19 döneminde yönetim performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.

5. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK PERFORMANSI VE BORÇLANMA MALİYETİ İLİŞKİSİ

5.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Bu çalışmanın amacı Borsa İstanbul 100 (BIST100) endeksinde yer alan ve finansal olmayan şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansının borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini incelemektir. BIST100 endeksinde faaliyet gösteren ve finansal olmayan firmaların 2014-2022 yılları arası verileri kullanılarak panel veri analizi yöntemi ile analizler yapılmıştır. Kurumsal sürdürülebilirliğin çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) boyutlarının borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla Thomson Reuters Asset4 veri tabanından firmaların sürdürülebilirlik performans notlarına ulaşılmıştır. Çalışmanın örnekleme ise ÇSY performansına sahip 58 firma ve 316 gözlemden oluşmuştur. Şirketler için finansman kaynaklarının daha uygun koşullarda sağlanması büyük öneme sahiptir. Kurumsal sürdürülebilirlik performansı bu koşulların sağlanmasında önemli bir araç olarak görülmektedir. Analizlerin yapıldığı dönem aralığında Kovid-19 kaynaklı bir kriz yaşanmıştır. Bu kriz şirketlerin borçlanma maliyetlerini etkilemiştir. Dolayısıyla Kovid-19 döneminde ÇSY ve borçlanma maliyeti ilişkisinin uygulamalı çalışmalarla ortaya konulması önem arz etmektedir. Bu konuda gelişmekte olan piyasalarda yapılmış çalışmaların sayısının az olması ve Türkiye’de konuya ilişkin çalışmaya rastlanmaması bu çalışmanın literatüre katkısı açısından önemlidir.

5.2. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE VERİ SETİ

Bu çalışmada STATA programı ile panel veri analizi yöntemi kullanılarak analizler yapılmıştır. Öncelikle verilerin uç değerleri elimine edilmiştir. Daha sonra, değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri, korelasyon değerleri ve değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi olup olmadığı test edilmiştir. Tesadüfi veya sabit etkiler modelini belirlemek için Hausman testi uygulanmış ve uygun model seçildikten sonra temel varsayımların ihlal edilip edilmediği test edilmiştir. Sabit etkiler modelinde, bağımlı değişken için, kalıntılardaki birimlere göre değişen varyansın varlığı Değiştirilmiş Wald testi ile sınanmıştır. Tesadüfi etkiler modelinde bağımlı değişken için, değişen varyansın varlığı Brown ve Forsythe (1974) Levene (1960) ’nin testleri kullanılarak test edilmiştir.

Sabit ve tesadüfi etkiler modellerinde otokorelasyon, Bhargava, Franzini ve Narendranathan (1982)’in Durbin-Watson ve Baltagi-Wu’nun testleri ile sınanmıştır. Tesadüfi etkiler modelinde değişen varyansın sınanması için Levene (1960), Brown ve Forsythe (1974) testi

uygulanmıştır. Seçilen modelde birimler arası korelasyonun varlığı LM testine alternatif olarak Pesaran testi ile sınanmıştır. Son olarak çalışmada değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonu hesaba katan Driscoll-Kraay tahmincisi kullanılmıştır.

BIST100 endeksinde faaliyet gösteren ve finansal olmayan firmaların 2014-2022 yılları arası mali tablo verileri kullanılarak analizler yapılmıştır. Kurumsal sürdürülebilirliğin ÇSY boyutlarının borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla Thomson Reuters Asset4 veri tabanından firmaların sürdürülebilirlik performans notlarına ulaşılmıştır. Çalışmanın örneklemini ÇSY performansına sahip 58 firma ve 316 gözleminden oluşmuştur. Kovid-19 kaynaklı krizin firmaların borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini analiz etmek amacıyla 2020 yılı için bir kukla değişken tanımlanmıştır. Veriler Borsa İstanbul, Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK), Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), Thomson Reuters Asset4 veri tabanı ve şirketlerin yıllık faaliyet raporlarından elde edilmiştir. Ek A.1’de araştırmada yer alan firmaların sektörlere göre dağılımı ve unvanları listelenmiştir.

5.3. ARAŞTIRMANIN DEĞİŞKENLERİ

Kurumsal sürdürülebilirlik performansı ve borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi analiz etmek için kullanılan bağımlı değişken, bağımsız değişkenler ve kontrol değişkenleri Tablo 5.1’de gösterilmiştir. Firmaların ilgili yıldaki borçlanma maliyeti (BM) olarak Aksoy ve Yılmaz (2023) tarafından yapılan çalışmadan yola çıkılarak Worldscope veri tabanında yer alan yıllık faiz oranı verisi (tahmini faiz oranı ortalaması) kullanılmıştır. Bu alternatif ölçütün seçilmesinin nedeni, banka kredilerinin faiz oranı ve ödenmemiş tahvillerin getirisi ile ilgili verilerin mevcut olmamasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca firma bazında ilgili yıl için Worldscope veri tabanından elde edilen ve analizlerde kullanılan faiz oranının hesaplanış şekli Tablo 5.1’de formüle edilmiştir.

Tablo 5.1. Değişkenler ve Hesaplanış Şekilleri

	Değişken	Sembol	Hesaplanış Şekli
Bağımlı Değişken	Borçlanma Maliyeti	BM	$\text{Tahmini Ortalama Faiz Oranı} = \text{Borç Faiz Gideri} / (\text{Kısa Vadeli Borç ve Uzun Vadeli Borcun Kısa Vadeli Kısım} + \text{Uzun Vadeli Borç}) * 100$
Bağımsız Değişkenler	Çevresel Performansı	CP	Refinitiv Eikon Veritabanı
	Sosyal Performansı	SP	
	Yönetişim Performansı	YP	
Düzenleyici değişken (Moderatör)	Kovid-19	Kovid	Kukla Değişken, 2020 yılı için 1, diğer yıllar için 0 değerini almıştır.
Kontrol Değişkenler	Firma Büyüklüğü	FB	Toplam Varlıkların Doğal Logaritması
	Finansal Kaldıraç	FK	Yabancı Kaynaklar / Toplam Varlıklar
	Aktif Kârlılığı	AKAR	Net Kar / Toplam Varlıklar
	Cari Oran	CO	Dönen Varlıklar/ Kısa Vadeli Borçlar
	Duran Varlıklar Oranı	DVO	Duran varlıklar / Toplam Varlıklar
	Sektör	SEK	Kukla Değişken, Hizmet sektörü için 1, Sanayi sektörü için 0 değerini almıştır.

Bu çalışmada kullanılan kontrol değişkenleri, aşağıda belirtilen çalışmalardan temel alınarak belirlenmiştir.

Firma Büyüklüğü

Büyük firmalar, daha istikrarlı ve çeşitlendirilmiş operasyonlara sahip olmaları nedeniyle genellikle daha az riskli olarak değerlendirilir. Bu algı, kredi verenlerin onlara daha düşük faiz oranlarıyla borç verme eğiliminde olmasını sağlar (Frank ve Goyal, 2009). Ayrıca, bu firmalar sermaye piyasalarına daha kolay erişebilir, bu da daha avantajlı borçlanma koşullarından yararlanmalarına olanak tanır. Geniş bir teminat gösterme kapasitesine sahip olduklarından, uzun vadeli borçları genellikle daha düşük faiz oranlarıyla temin edebilirler (Ferri ve Jones, 1979). Büyük firmalar, daha düşük bilgi asimetrisi ve güçlü piyasa sinyalleri sayesinde daha düşük borçlanma maliyetlerinden yararlanırken, borcu daha verimli yönetebildikleri için küçük firmalara kıyasla daha az temsil sorununa maruz kalmaktadırlar (Fama ve French, 2002). Daskalakis ve Psillaki (2008), küçük firmalar, daha yüksek algılanan riskleri, sınırlı piyasa varlıkları ve kısa finansal geçmişleri nedeniyle daha yüksek borçlanma maliyetleriyle karşılaşır. Firma büyüklüğü, borç yapısını etkilemektedir. Büyük firmalar, genellikle daha düşük maliyetler sunan kamu borçlanma piyasalarını kullanırken,

küçük firmalar daha çok banka kredilerine bağımlıdır. Banka kredileri, izleme ve idari maliyetler nedeniyle daha yüksek faiz oranlarına sahiptir (Barclay ve Smith, 1995). Degryse vd., (2012) büyük firmaların farklı finansman yöntemleri hakkında daha fazla bilgiye sahip olduklarını ve bu konularda uzmanlaşmış daha fazla personel istihdam ettikleri için borç verenlerle daha etkili şekilde pazarlık yapabildiklerini belirtmektedir

Finansal Kaldıraç

Finansal kaldıraç, bir firmanın sermaye yapısındaki borç ve özsermaye oranı olarak tanımlanmakta olup, borçlanma maliyeti üzerinde önemli bir etkiye sahiptir. Kaldıraç oranı arttıkça, borç verenler firma için daha yüksek bir temerrüt riski algılar ve bu durum borçlanma faiz oranlarının yükselmesine yol açabilir (Modigliani & Miller, 1963). Frank ve Goyal (2009), kaldıraç ile kredi risk primi arasında pozitif bir ilişki olduğunu belirleyerek, borç kullanımının artmasının daha yüksek borçlanma maliyetlerine yol açtığını göstermektedir. Yüksek kaldıraç oranına sahip firmaların temsil maliyetlerinin artması ve firma risklerinin yükselmesi sonucunda, borç verenlerin daha yüksek faiz oranları talep ettiği belirtilmiştir (Jensen ve Meckling , 1976). Orta düzeyde borç, vergi avantajı sağlayarak borçlanma maliyetini düşürebilirken, çok yüksek borç seviyesi iflas riskini artırarak borçlanma maliyetini yükseltmektedir. Literatürdeki çalışmalar daha yüksek iflas riski taşıyan firmaların daha yüksek borçlanma maliyeti ödediğini, ayrıca, kredi sözleşmeleri ve diğer kısıtlamaların, kaldıraç seviyesini artırarak borçlanma maliyetini yükselttiğini göstermiştir (Hennessy ve Whited, 2007).

Aktif Karlılığı

Daha yüksek aktif karlılığına sahip firmalar, genellikle daha düşük borçlanma maliyetlerinden faydalanır. Bu durum, işletme verimliliğinin ve daha düşük risk algısının borç verenlere olumlu bir sinyal göndermesiyle ilişkilidir (Graham, 2000). Ghouma vd. (2018) güçlü kurumsal yönetim ve yüksek aktif karlılığına sahip firmaların daha düşük temsil maliyetleri yaşadıklarını ve bu durumun borçlanma maliyetlerini olumlu etkilediğini belirtmiştir. Aktif karlılığı yüksek olan firmalar, güçlü nakit akışlarından dolayı kredi verenler tarafından daha düşük riskli olarak görünmekte daha avantajlı şartlarla borç almakta ve borçlanma maliyetlerini düşürmektedir (Frank ve Goyal, 2009). Ayrıca yüksek cari orana sahip şirketler, borç verenler tarafından daha düşük riskli görülmektedir, çünkü bu şirketlerin

kısa vadeli yükümlölüklerini yerine getirme olasılıkları daha yüksektir. Böylece bu şirketlerin borçlanma maliyetleri daha düşüktür (Deesomsak vd., 2004).

Duran Varlık Oranı

Daha yüksek oranlarda duran varlığa sahip firmalar, bilgi asimetrisinden kaynaklanan riskleri azaltarak daha uygun finansman koşullarına erişim elde etmektedir. Duran varlık oranı bir firmanın borçlanma maliyetini azaltmada önemli bir role sahiptir. Firmalar, duran varlıklarını teminat olarak sunarak kredi verenlerin algıladığı riski azaltabilir ve böylece daha düşük faiz oranı ile borçlanabilirler (Dasilas ve Papasyriopoulos, 2015; Frank ve Goyal, 2009; Korteweg, 2010).

Sektör

Nakit akışlarının istikrarlı ve öngörülebilir olması nedeniyle, kamu hizmetleri, sağlık hizmetleri ve enerji gibi daha az riskli sektörler daha düşük maliyetlerle borçlanabilmektedir. Buna karşılık, gelir dalgalanmalarının yüksek olduğu veya daha riskli sektörlerde borçlanma maliyetleri artış göstermektedir (Fama ve French, 1997; Molina ve Preve, 2009; Titman ve Wessels, 1988). Sıkı düzenlemelere tabi sektörler, daha esnek düzenlemelere sahip sektörlerden farklı borçlanma koşullarıyla karşılaşabilirler. Düzenlemelerdeki değişiklikler veya politikalar, gelecekteki kazançları etkileyebilir, bu da kredi verenlerin risk algısını değiştirebilir (Frank ve Goyal, 2009).

Kovid-19

Pandemi döneminde firmaların kredi riski artarak, özellikle zor durumdaki sektörlerin borçlanma maliyetleri hızla yükselmiştir (Banerjee vd., 2020; Goodell, 2020). Düşük kredi notuna sahip firmalar pandemi döneminde daha yüksek borçlanma maliyeti ile karşılaşmıştır (Acharya ve Steffen, 2020). Finansal esnekliği yüksek olan firmalar ise (düşük kaldıraç oranına sahip firmalar) pandemi döneminde daha düşük borçlanma maliyeti ile finansmana erişebilmiştir. Buna karşın, finansal esnekliği zayıf olan firmaların borçlanma maliyetleri artmıştır (Fahlenbrach, 2021). Özellikle, Kovid-19 döneminde artan kredi risk primleri ve değişen borç verme politikalarından dolayı, firmaların borçlanma maliyetleri yükselmiştir (Goodell, 2020).

5.4. ARAŞTIRMANIN MODELİ

Çalışmanın veri seti panel verilere uygun yatay kesit ve zaman serisi gözlemlerini içermektedir. Analizler STATA programı ile yapılmıştır. Literatürde yer alan çalışmalar dikkate alınarak hipotezleri test etmek için aşağıdaki modeller kullanılmıştır. Modellerde borçlanma maliyeti (BM) bağımlı değişken, çevresel performans (CP), sosyal performans (SP) ve yönetim performansı (YP) bağımsız değişkenler, firma büyüklüğü (FB), finansal kaldıraç (FK), aktif kârlılığı (AKAR), cari oran (CO), duran varlıklar oranı (DVO) ve sektör (SEK) kontrol değişkenleri, Kovid-19 (Kovid) ise düzenleyici değişken (moderatör) olarak kullanılmıştır. Ayrıca şekil 5.1’de çalışmanın teorik modeline yer verilmiştir.

$$BM_{i,t} = a + X_1CP_{i,t} + X_2Kovid_{i,t} + X_3FB_{i,t} + X_4FK_{i,t} + X_5AKAR_{i,t} + X_6CO_{i,t} + X_7DVO_{i,t} + X_8SEK + X_9 \sum_{k=1}^9 Yil_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{Model 1a})$$

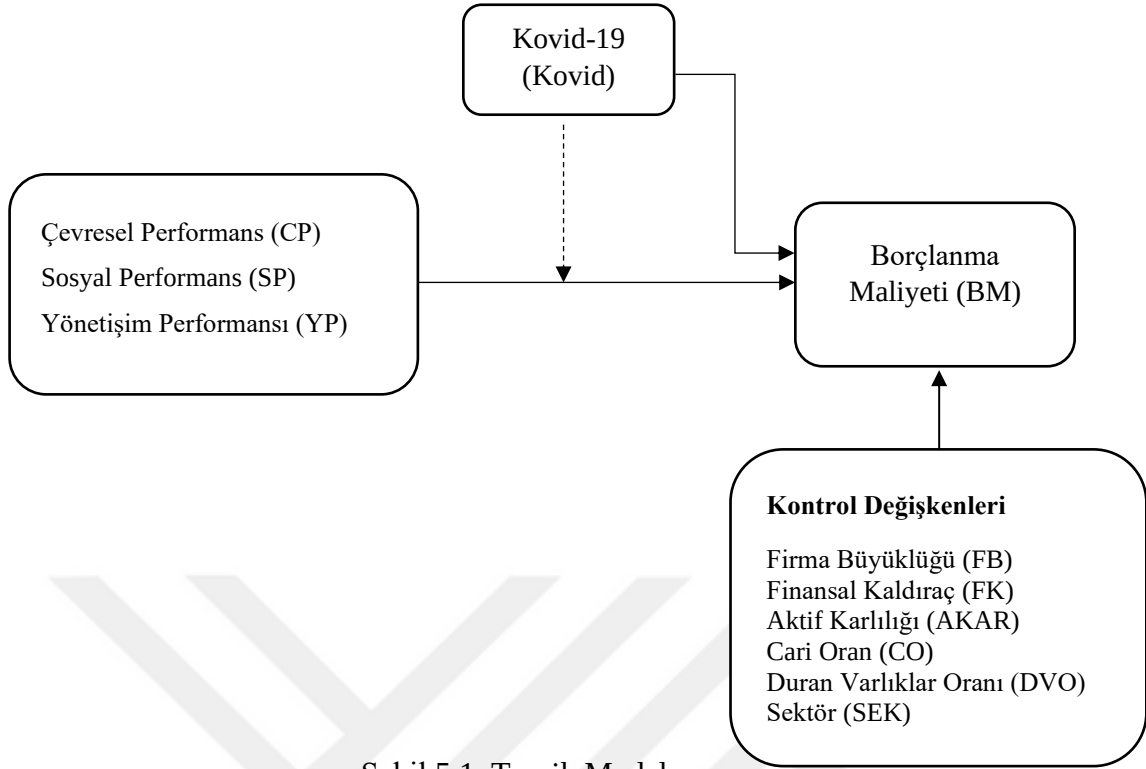
$$BM_{i,t} = a + X_1SP_{i,t} + X_2Kovid_{i,t} + X_3FB_{i,t} + X_4FK_{i,t} + X_5AKAR_{i,t} + X_6CO_{i,t} + X_7DVO_{i,t} + X_8SEK + X_9 \sum_{k=1}^9 Yil_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{Model 2a})$$

$$BM_{i,t} = a + X_1YP_{i,t} + X_2Kovid_{i,t} + X_3FB_{i,t} + X_4FK_{i,t} + X_5AKAR_{i,t} + X_6CO_{i,t} + X_7DVO_{i,t} + X_8SEK + X_9 \sum_{k=1}^9 Yil_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{Model 3a})$$

$$BM_{i,t} = a + X_1CP_{i,t} + X_2Kovid_{i,t} + X_3CP \times Kovid_{i,t} + X_4FB_{i,t} + X_5FK_{i,t} + X_6AKAR_{i,t} + X_7CO_{i,t} + X_8DVO_{i,t} + X_9SEK + X_{10} \sum_{k=1}^9 Yil_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{Model 1b})$$

$$BM_{i,t} = a + X_1SP_{i,t} + X_2Kovid_{i,t} + X_3SP \times Kovid_{i,t} + X_4FB_{i,t} + X_5FK_{i,t} + X_6AKAR_{i,t} + X_7CO_{i,t} + X_8DVO_{i,t} + X_9SEK + X_{10} \sum_{k=1}^9 Yil_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{Model 2b})$$

$$BM_{i,t} = a + X_1YP_{i,t} + X_2Kovid_{i,t} + X_3YP \times Kovid_{i,t} + X_4FB_{i,t} + X_5FK_{i,t} + X_6AKAR_{i,t} + X_7CO_{i,t} + X_8DVO_{i,t} + X_9SEK + X_{10} \sum_{k=1}^9 Yil_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (\text{Model 3b})$$



Şekil 5.1. Teorik Model

5.5. ARAŞTIRMANIN AMPİRİK BULGULARI

Çalışmada ÇSY performansı ile borçlanma maliyeti ilişkini incelemek için kullanılan değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 5.2’de gösterilmiştir. Değişkenlere ilişkin aritmetik ortalamalar sırasıyla borçlanma maliyeti için 8,466 çevresel performansı için 63,081 sosyal performans için 67,515 yönetim performansı için 56,435, Kovid için 0,358, firma büyüklüğü için 16,704, finansal kaldıraç için 0,623, aktif karlılık için 0,0732, cari oran için 1,40, duran varlıklar oranı için 0,412 olarak görülmektedir. Değişkenlere ilişkin standart sapma, minimum ve maksimum değerleri ile ilgili bilgiler Tablo 5.2’ de görülmektedir. Tablo 5.2’de SEK ve Yıl kukla değişkenleri (0,1) değerlerini aldıkları için bu değişkenlere yer verilmemiştir.

Tablo 5.2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standard Sapma	Minimum Değer	Maksimum Değer
BM	8,446	8,658	0	68,8
CP	63,081	22,877	0	98,88
SP	67,515	21,541	10,21	97,21
YP	56,435	19,940	2,5	93,2
Kovid	0,358	0,480	0	1
FB	16,704	1,355	13,746	21,169
FK	0,623	0,182	0,416	1,019
AKAR	0,732	0,812	-0,192	0,475
CO	1,409	0,806	0,433	8,464
DVO	0,412	0,179	0,503	0,930

Tablo 5.3'te değişkenler arasındaki ilişkinin yönü ve şiddetini gösteren korelasyon katsayılarına yer verilmiştir. Korelasyon analizi sonuçları incelendiğinde çevresel performans (CP) ile borçlanma maliyeti (BM) arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki ($-0,080$, $p>0,05$), sosyal performans (SP) ile BM arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki ($0,031$, $p>0,05$), yönetim performansı (YP) ile BM arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki ($-0,098$, $p>0,05$), Kovid ile BM arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki ($0,038$, $p>0,05$) görülmektedir. Kontrol değişkenlerinden FB ile BM arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ($-0,361$, $p<0,05$), FK ile BM arasındaki ilişki ise istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bulunmuştur ($0,166$, $p<0,05$). CO ve DVO değişkenleri ile BM arasındaki ilişki negatif yönlü ve anlamlı ($-0,143$, $p<0,05$; $-0,157$, $p<0,05$) bulunmuştur. SEK ile BM arasındaki pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir ($0,155<0,05$). Ayrıca AKAR ile BM arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur.

Tablo 5.3. Korelasyon Tablosu

	BM	CP	SP	YP	Kovid	FB	FK.	AKAR	CO	DVO	SEK
BM	1,000										
CP	-0,080	1,000									
SP	0,031	0,774*	1,000								
YP	-0,098	0,424*	0,352*	1,000							
Kovid	0,038	0,111*	0,182*	-0,012	1,000						
FB	-0,361*	0,358*	0,328*	0,299*	-0,115*	1,000					
FK	0,166*	0,135*	0,186*	-0,015	0,043	0,059	1,000				
AKAR	0,038	0,023	0,042	0,116*	-0,096	-0,126*	-0,393*	1,000			
CO	-0,143*	0,015	-0,080	0,010	-0,037	-0,057	-0,605*	0,276*	1,000		
DVO	-0,157*	-0,235*	-0,210*	-0,111*	-0,041	0,212*	-0,173*	-0,156*	-0,100	1,000	
SEK	0,155*	-0,111*	-0,630	-0,077	-0,008	0,146*	0,277*	-0,209*	-0,180*	0,366*	1,000

* %5 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Bağımsız değişkenler arasında çoklu bağlantı sorunu olup olmadığı VIF değerleri ile incelenmiştir. Çalışmadaki analizler sonucunda VIF değerlerinin 1,10-2,81 arasında olduğu görülmektedir (Ek. A.2, A.3, A4). VIF değerinin 5'in altında olduğu için değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunun olmadığı söylenebilir.

Çevresel Performans ve Borçlanma Maliyeti

Çalışmada regresyon modelini tahmin etmeden önce, F testi yapılmıştır. F testi, panel veri analizinde modelin uyumunu, değişkenlerin anlamlılığını ve model seçimini değerlendirirken önemli bir araçtır. Tablo 5.4 sonuçlarına bakıldığında Model 1a ve 1b'de F testi sonucunda H0 hipotezi reddedilerek birim ve/veya zaman etkilerinin var olduğu kabul edilmektedir ($p<0,05$).

Tablo 5.4. Çevresel Performans ve BM İlişkisi F-Testi sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	Serbestlik Derecesi	R ²	F	Olasılık Değeri
Model 1a	BM	316	8	0,228	11,38	0,000***
Model 1b	BM	316	9	0,236	10,51	0,000***

* $p<0,10$ ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Klasik modelin geçerliliği; yani birim ve/veya zaman etkilerinin olup olmadığı olabilirlik oranı LR (iki yönlü model) testi ile sınanmıştır. Olabilirlik Oranı (LR) testinde, birim ve zaman etkilerinin standart hatalarının sıfıra eşit olduğu, bir başka ifade ile iki yönlü modelin uygun olmadığı temel hipotezi sınanmaktadır. Bu test birleşik bir testtir. H0 hipotezinin reddi için birim veya zaman etkilerinden birisinin sıfırdan farklı olması yeterli olmaktadır. Ayrıca çalışmada zaman etkilerini elimine etmek için Yıl değişkeni modele eklenmiştir. Tablo 5.5'e göre LR testi sonuçları her iki modelde de bize birim ve zaman etkisinin olduğunu göstermektedir ($p<0,05$).

Tablo 5.5. Çevresel Performans ve BM İlişkisi LR Testi Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	LR (Chi2)	Olasılık Değeri
Model 1a	BM	316	22,39	0,004***
Model 1b	BM	316	23,30	0,005***

* $p<0,10$ ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Panel veri analizinde, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler olmak üzere iki temel model bulunmaktadır. Yerdelen Tatoğlu (2020), panel modelleri arasında seçim yaparken şu

noktaların göz önünde bulundurulması gerektiğini ifade etmektedir: Eğer yatay kesit boyutu büyük bir ana kütlede tesadüfi olarak seçilmişse, tesadüfi etkiler modelini; daha spesifik bir veri seti kullanılıyorsa sabit etkiler modelini tercih etmek mantıklıdır. Ayrıca, tesadüfi etkiler modelinde birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyonun sıfır olduğu varsayılırken, sabit etkiler modelinde bu korelasyonun sıfırdan farklı olmasına izin verilir. Bunun yanında, tesadüfi etkiler modelinde zaman değişmezi değişkenlerin kullanımına izin verilirken, sabit etkiler modelinde bu tür değişkenlerin kullanımı kısıtlanmıştır.

Çalışmada çevresel performansın borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini araştırmak için ilk olarak Hausman testi yapılmıştır. Bu test sabit etkiler tahminleyicisi ile tesadüfi etkiler tahminleyicisi arasında tercih yapmak için kullanılmaktadır. Tablo 5.6’da yer alan her iki modelde Hausman testi sonuçlarına göre H_0 hipotezi kabul edilerek tesadüfi etkiler modeli tercih edilmiştir ($p>0,05$).

Tablo 5.6. Çevresel Performans ve BM İlişkisi Hausman Testi Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	Hausman Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 1a	BM	316	5,78	0,971
Model 1b	BM	316	6,59	0,968

* $p<0,10$ ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Tesadüfi etkiler modelinde BM bağımlı değişkeni için, değişen varyansın varlığı Levene (1960), Brown ve Forsythe (1974) testi ile araştırılmıştır. Testin sonuçlarına göre her iki modelde de H_0 hipotezi reddedilerek Tablo 5.7’de görüldüğü gibi tesadüfi etkiler modelleri için değişen varyansın var olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 5.7. Çevresel Performans ve BM İlişkisi Değişen Varyans Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	W0	W50	W10	Olasılık Değeri
Model 1a	BM	316	4,875	1,978	4,875	0,000***
Model 1b	BM	316	4,891	1,986	4,891	0,000***

* $p<0,10$ ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Tesadüfi etkiler modellerinde otokorelasyon, Bhargava, Franzini ve Narendranathan (1982)’ın Durbin-Watson ve Baltagi-Wu’nun testleri ile sınanmıştır. Tablo 5.8’de gösterildiği gibi her iki modelde de DW istatistik değeri 2’den küçük olduğu için otokorelasyonun varlığına işaret etmektedir.

Tablo 5.8. Çevresel Performans ve BM İlişkisi Otokorelasyon Testleri Sonuçları

Model	Değişken	Durbin-Watson	Baltagi-Wu LBI
Model 1a	BM	1,925	2,306
Model 1b	BM	1,919	2,308

Birimler arası korelasyonun varlığı LM testine alternatif olarak Pesaran test ile sınanmıştır. Tablo 5.9’da görüldüğü gibi analiz sonuçlarına göre Model 1a’da H0 hipotezi kabul edilerek birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna varılmıştır ($p>0,05$). Model 1b’ye göre birimler arasındaki korelasyonun varlığı belirlenmiştir ($p<0,05$).

Tablo 5.9. Çevresel Performans ve BM İlişkisi Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları

Model	CD	Anlamlılık Düzeyi
Model 1a	1,55	0,121
Model 1b	3,17	0,002***

* $p<0,10$ ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Çalışmada değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonu hesaba katan Driscoll-Kraay tahminleyicisi kullanılmıştır. Driscoll-Kraay tahmincisi kullanılarak elde edilen analiz sonuçları Tablo 5.10’da yer verilmiştir.

Tablo 5.10’da yer alan Driscoll-Kraay tahmincisi sonuçlarına göre, Model 1a’nın istatistiksel olarak anlamlı olduğu ($F = 0.000$, $p<0,01$) ve R^2 değerinin 0,293 olduğu görülmektedir. Benzer şekilde, Model 1b de istatistiksel olarak anlamlıdır ($F = 0,000$, $p<0,01$) ve R^2 değeri 0,296 olduğu görülmektedir.

Tablo 5.10’da yer alan sonuçlar dikkate alındığında Model 1a ve Model 1b’de çevresel performans ile borçlanma maliyeti arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu görülmektedir ($p>0,10$). Çevresel performansın şirketlerin borçlanma maliyetleri üzerinde bir etkisi yoktur ve H1 hipotezi desteklenmemektedir. Bu sonuç literatürdeki Li vd. (2014) ve Jung vd. (2018) ile tutarlıdır. Kovid ile borçlanma maliyeti arasında Model 1a’da pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir ($p<0,01$). Bu durum pandemi döneminde firmaların borçlanma maliyetlerinin arttığını göstermektedir. Bu artış, genellikle ekonomik belirsizlik ve yüksek riskler nedeniyle borç verenlerin daha yüksek faiz oranları talep etmelerinden kaynaklanmıştır (Bai ve Ho, 2022). Analiz sonuçlarına göre, Model 1b’de CPxKovid ile borçlanma maliyeti arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir ($p>0,10$). Kovid-19 döneminde

Çevresel performansın borçlanma maliyetleri üzerinde negatif ancak istatistiksel olarak anlamsız bir etkisi olmuştur. Bu sonuca göre, Modelin H4a hipotezi desteklenmemektedir.

Kontrol değişkenlerine ait analiz sonuçları dikkate alındığında Model 1a ve Model 1b’de firma büyüklüğü ile borçlanma maliyeti arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir ($p < 0,01$). Bu durum büyük firmaların daha düşük faiz oranından yararlandıklarını göstermektedir (Aksoy, 2022). Finansal kaldıraç ile borçlanma maliyeti arasında Model 1a’da ve Model 1b’de pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu görülmektedir. Ayrıca Model 1a ve Model 1b’de aktif kârlılığı ile borçlanma maliyeti arasında, cari oran ile borçlanma maliyeti arasında pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki görülmektedir. DVO ile borçlanma maliyeti arasında Model 1a ve Model 1b’de negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmektedir ($p < 0,10$). Bu durum duran varlık oranı arttıkça borçlanma maliyetlerinin azaldığını göstermektedir. SEK ile BM arasında Model 1a ve Model 1b’de pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmektedir ($p < 0,01$). Bu bulgu literatür ile tutarlıdır (Daskalakis ve Psillaki, 2008; Lins vd., 2017; Frank ve Goyal, 2003). Bu durum hizmet sektörünün daha yüksek borçlanma maliyetleriyle karşılaştığını göstermektedir.

Tablo 5.10. Çevresel Performans ile BM İlişkisi Driscoll-Kraay Dirençli Tahminleyici Sonuçları

Modeldeki Değişkenler	Model 1a	Model 1b
CP	0,003 (0,018)	0,007 (0,014)
Kovid	3,035 (0,585)***	0 (omitted)
CPxKovid		-0,022 (0,018)
FB	-2,379 (0,406)***	-2,330 (0,460)***
FK	1,798 (2,010)	2,411 (2,020)
AKAR	0,183 (4,325)	0,926 (4,734)
CO	0,193 (0,679)	0,222 (0,067)
DVO	-7,224 (3,645)*	-6,994 (3,660)*
SEK	4,924 (0,770)***	4,874 (0,775)***
Sabit (C)	44,820 (7,709)***	43,268 (9,017)***
F istatistiği	0,000***	0,000***
R ²	0,293	0,296
Gözlem Sayısı	316	316
Firma Sayısı	58	58

Not: *p<0,10 **p<0,05, ***p<0,01

Parantez içerisinde standart hatalar gösterilmiştir.

Yıl kukla değişkeni olarak modele dâhil edilmiştir ancak raporlanmamıştır.

Sosyal Performans ve Borçlanma Maliyeti

Tablo 5.11 sonuçlarına göre, Model 2a ve Model 2b'de F testi sonucunda H0 hipotezi reddedilmiş ve birim ve/veya zaman etkilerinin var olduğu kabul edilmiştir (p<0,05).

Tablo 5.11. Sosyal Performans ile BM İlişkisi F-Testi Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	Serbestlik Derecesi	R ²	F	Olasılık Değeri
Model 2a	BM	316	8	0,245	12,49	0,000***
Model 2b	BM	316	9	0,255	11,69	0,000***

*p<0,10 **p<0,05, ***p<0,01

Tablo 5.12'ye göre LR testi sonuçları her iki modelde de bize birim ve zaman etkisinin olduğunu göstermektedir (p<0,05).

Tablo 5.12. Sosyal Performans ile BM İlişkisi LR Testi Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	LR (Chi2)	Olasılık Değeri
Model 2a	BM	316	25,89	0,001***
Model 2b	BM	316	29,38	0,006***

*p<0,10 **p<0,05, ***p<0,01

Çalışmada sosyal performansın borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini incelemek için öncelikle Hausman testi yapılmıştır ve Tablo 5.13'te sonuçlar listelenmiştir. Hausman testinin sonucuna göre her iki modelde de H0 sıfır hipotezi kabul edilerek tesadüfi etkiler modeli tercih edilmiştir (p>0,05).

Tablo 5.13. Sosyal Performans ile BM İlişkisi Hausman Testi Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	Hausman Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 2a	BM	316	5,67	0,974
Model 2b	BM	316	5,54	0,986

*p<0,10 **p<0,05, ***p<0,01

Tesadüfi etkiler modelinde BM bağımlı değişkeni için, değişen varyansın varlığı Levene (1960), Brown ve Forsythe (1974) testi ile araştırılmıştır. Her iki modelde de testin sonuçlarına göre H0 hipotezi reddedilerek Tablo 5.14'te görüldüğü gibi tesadüfi etkiler modelleri için değişen varyans var olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Tablo 5.14. Sosyal Performans ile BM İlişkisi Değişen Varyans Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	W0	W50	W10	Olasılık Değeri
Model 2a	BM	316	4,875	1,978	4,875	0,000***
Model 2b	BM	316	4,936	1,986	4,936	0,000***

*p<0,10 **p<0,05, ***p<0,01

Otokorelasyon testi için tesadüfi etkiler modellerinde Baltagi-Wu LBI ve Durbin-Watson testleri yapılmıştır. Bu testlerin değeri 2'den küçük ise otokorelasyon varlığına işaret eder. Tablo 5.15'te ki gibi her iki modelde de otokorelasyon varlığı sonucu ulaşılmaktadır.

Tablo 5.15. Sosyal Performans ile BM İlişkisi Otokorelasyon Testleri Sonuçları

Model	Değişken	Durbin-Watson	Baltagi-Wu LBI
Model 2a	BM	1,929	2,314
Model 2b	BM	1,928	2,311

Birimler arası korelasyonun varlığı LM testine alternatif olarak Pesaran test ile sınanmıştır. Analiz sonucunda, Tablo 5.16’da görüldüğü gibi, Model 2a’da birimler arası korelasyon olmadığı sonucuna varılmıştır ($p>0,05$). Model 2b’de ise birimler arası korelasyon olduğu sonucuna ulaşılmıştır ($p<0,05$).

Tablo 5.16. Sosyal Performans ile BM İlişkisi Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları

Model	CD	Anlamlılık Düzeyi
Model 2a	1,55	0,121
Model 2b	3,17	0,002***

* $p<0,10$ ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Çalışmada sosyal performans ile borçlanma maliyeti ilişkisini incelemek için Driscoll-Kraay tahminleyicisi kullanılarak analizler yapılmış ve sonuçlar Tablo 5.17’de özetlenmiştir. Tablo 5.17’de yer alan sonuçlara göre, Model 2a’nın istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir ($F = 0,000$, $p<0,01$) ve R^2 değeri 0,296 olarak hesaplanmıştır. Benzer şekilde, Model 2b de istatistiksel olarak anlamlıdır ($F = 0,000$, $p<0,01$) ve R^2 değeri 0,297 olarak belirlenmiştir.

Tablo 5.17’de yer alan sonuçlar dikkate alındığında, Model 2a ve Model 2b de sosyal performans ile borçlanma maliyeti arasında pozitif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu görülmektedir ($p>0,10$). Bu sonuçlara göre, sosyal performansın şirketlerin borçlanma maliyetleri üzerinde bir etkisi yoktur ve H2 hipotezi desteklenmemektedir. Model 2a’da Kovid ile borçlanma maliyeti arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir ($p<0,10$). Pandemi dönemi, firmaların finansal yapıları ve kredi verenlerin risk algıları üzerinde etkiler yaratmış; bu durum, borçlanma maliyetlerinde bir artışa yol açmıştır. Söz konusu maliyet artışı, büyük ölçüde ekonomik belirsizliklerin ve artan risk seviyelerinin etkisiyle borç verenlerin daha yüksek faiz oranları talep etmesinden kaynaklanmıştır (Bai ve Ho, 2022). Model 2b’de SPxKovid ile borçlanma maliyeti arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir ($p<0,05$). Bu durum, pandemi döneminde diğer dönemlere göre yüksek sosyal performansa sahip firmaların daha

düşük faiz oranlarıyla borçlanabildiklerini göstermektedir. Analiz sonuçları H4b hipotezini desteklemektedir. Kovid-19 döneminde sosyal performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahip olmuşlardır. Ayrıca bu sonuç literatür (Li vd.2022; Chen vd.2024; Li vd.2024) ile tutarlıdır.

Firma büyüklüğü ile borçlanma maliyeti arasında Model 2a ve 2b’de negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır ($p<0,01$). Bu sonuç, büyük firmaların daha düşük faiz oranlarından faydalandıklarını göstermektedir ve literatür ile tutarlıdır (Ding vd.2021; Aksoy,2022). Dengeleme teorisi ’ne dayanarak, büyük firmaların düşük iflas riski nedeniyle daha fazla borçlanmaları beklenir. Bu teoriye göre, büyüme ile borçlanma arasında negatif bir ilişki vardır. Bunun nedeni, büyüyen firmaların, borçlanarak vergi kalkını etkisinden daha fazla yararlanmak istemeleridir. Model 2a ve Model 2b’de finansal kaldıraç ile borçlanma maliyeti arasında pozitif yönde, ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu, ayrıca cari oran ile borçlanma maliyeti ve aktif kârlılığı ile borçlanma maliyeti arasında pozitif yönde ve anlamsız bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Model 2a ve Model 2b’de DVO ile borçlanma maliyeti arasında negatif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki ($p<0,10$) olduğu görülmektedir (Ding vd. 2021). Firmaların duran varlık oranı borçlanma maliyetinde bir azalmaya yol açmaktadır. Model 2a ve Model 2b’de SEK ile BM arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki görülmektedir ($p<0,01$). Bu durum hizmet sektöründe faaliyet gösteren firmaların, sanayi sektöründeki firmalara kıyasla daha yüksek faiz oranı ile borçlanabildiğini göstermektedir (Kose vd., 2021).

Analiz sonuçlarının en önemli bulgusu Kovid-19 kaynaklı kriz döneminde sosyal performansları yüksek olan firmaların daha düşük faiz oranlarıyla borçlanabilmiş olmasıdır.

Tablo 5.17. Sosyal Performans ile BM İlişkisi Driscoll -Kraay Dirençli Tahminleyicisi Sonuçları

Modeldeki Değişkenler	Model 2a	Model 2b
SP	0,028 (0,032)	0,038 (0,250)
Kovid	2,206 (1,018)*	0 (omitted)
SPxKovid		-0,037 (0,014)**
FB	-2,499 (0,442)***	-2,427 (0,483)***
FK	2,138 (2,056)	2,932 (2,151)
AKAR	0,842 (3,454)	1,892 (3,781)
CO	0,174 0,665	0,269 (0,641)
DVO	-6,883 (3,420)*	-6,634 (3,354)*
SEK	4,960 (0,681)***	4,866 (0,674)***
Sabit (C)	45,299 (7,536)***	42,931 (8,736)***
F istatistiği	0,000 ***	0,000***
R ²	0,296	0,297
Gözlem Sayısı	316	316
Firma Sayısı	58	58

Not: *p<0,10 **p<0,05, ***p<0,01

Parantez içerisinde standart hatalar gösterilmiştir.

Yıl kukla değişkeni olarak modele dâhil edilmiştir ancak raporlanmamıştır.

Yönetişim Performansı ve Borçlanma Maliyeti

Tablo 5.18 sonuçlarına bakıldığında Model 3a ve 3b’de F testi sonucunda H0 hipotezi reddedilerek birim ve/veya zaman etkilerinin var olduğu kabul edilmektedir (p<0,05).

Tablo 5.18. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi F-Testi Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	Serbestlik Derecesi	R ²	F	P
Model 3a	BM	316	8	0,227	12,92	0,000***
Model 3b	BM	316	9	0,231	10,24	0,000***

*p<0,10 **p<0,05, ***p<0,01

Tablo 5.19'a göre LR testi sonuçları her iki modelde de bize birim ve zaman etkisinin olduğunu göstermektedir ($p<0,05$).

Tablo 5.19. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi LR Testi Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	LR (Chi2)	P
Model 3a	BM	316	191,14	0,000***
Model 3b	BM	316	191,84	0,000***

* $p<0,10$ ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Yönetişim performansının borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini incelemek için Hausman testi yapılmıştır ve Tablo 5.20'de sonuçlar raporlanmıştır. Hausman testinin sonucuna göre her iki modelde de H_0 sıfır hipotezi kabul edilerek tesadüfi etkiler modeli tercih edilmiştir ($p>0,05$).

Tablo 5.20. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi Hausman Testi Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	Hausman Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Model 3a	BM	316	3,71	0,997
Model 3b	BM	316	4,59	0,995

* $p<0,10$ ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Tesadüfi etkiler modelinde BM bağımlı değişkeni için, değişen varyansın varlığı Levene (1960), Brown ve Forsythe (1974) testi ile araştırılmıştır. Testin sonuçlarına göre her iki modelde de H_0 hipotezi reddedilerek Tablo 5.21'de görüldüğü gibi tesadüfi etkiler modelleri için değişen varyansın var olduğu sonucuna ulaşılmaktadır ($p<0,05$).

Tablo 5.21. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi Değişen Varyans Sonuçları

Model	Değişken	Gözlem Sayısı	W0	W50	W10	Olasılık Değeri
Model 3a	BM	316	4,875	1,978	4,875	0,000***
Model 3b	BM	316	4,936	1,986	4,936	0,000***

* $p<0,10$ ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Otokorelasyon testi için tesadüfi etkiler modellerinde Baltagi-Wu LBI ve Durbin-Watson testleri yapılmıştır. Bu testlerin değeri 2'den küçük ise otokorelasyon varlığına işaret eder. Tablo 5.22'de testlerin sonucu görülmektedir.

Tablo 5.22. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi Otokorelasyon Testleri Sonuçları

Model	Değişken	Durbin-Watson	Baltagi-Wu LBI
Model 3a	BM	1,913	2,307
Model 3b	BM	1,902	2,290

Birimler arası korelasyonun varlığı LM testine alternatif olarak Pesaran test ile sınanmıştır. Analiz sonucunda, Tablo 5.23'te görüldüğü gibi her iki modelde de birimler arası korelasyon olduğu sonucuna varılmıştır ($p < 0,05$).

Tablo 5.23. Yönetişim Performansı ile BM İlişkisi Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları

Model	CD	Anlamlılık Düzeyi
Model 3a	3.17	0,002***
Model 3b	3,17	0,002***

* $p < 0,10$ ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Bu çalışmada, değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyonu dikkate alan Driscoll-Kraay tahmincisi kullanılmıştır. Yönetişim performansı ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla Driscoll-Kraay tahmincisi kullanılarak elde edilen analiz sonuçları Tablo 5.24'te sunulmuştur.

Tablo 5.24'te yer alan Driscoll-Kraay tahminleyicisi sonuçlarına göre, Model 3a'nın istatistiksel olarak anlamlı olduğu ($F = 0,000$, $p < 0,01$) ve R^2 değerinin 0,292 olduğu görülmektedir. Ayrıca Model 3b'nin istatistiksel olarak anlamlı olduğu ($F = 0,000$, $p < 0,01$) ve R^2 değerinin 0,295 olduğu görülmektedir.

Tablo 5.24'te yer alan sonuçlar dikkate alındığında Model 3a'da yönetim performansı ile borçlanma maliyeti arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu görülmektedir ($p < 0,10$). Model 3a'ya ait analiz sonuçları H3 hipotezini desteklememektedir. Kurumsal yönetim performansının şirketlerin borçlanma maliyetleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamaktadır. Model 3b' de ise yönetim performansı ile borçlanma maliyeti arasında pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir ($p < 0,05$). Kovid ile borçlanma maliyeti arasında Model 3a ve Model 3b'de pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir ($p < 0,01$). Bu durum pandemi döneminde diğer dönemlere göre firmaların finansal durumlarına ve risk algılarına etki ederek, borçlanma maliyetlerinin arttığı bir dönemi işaret etmektedir. Bu artış, genellikle ekonomik belirsizlik ve yüksek riskler nedeniyle borç verenlerin daha yüksek faiz oranları

talep etmelerinden kaynaklanmıştır (Bai ve Ho, 2022). Model 3b’de YP_{Kovid} ile borçlanma maliyeti arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir ($p<0,10$). Bu durum, pandemi döneminde yüksek yönetim performansına sahip firmaların diğer dönemlere göre daha düşük faiz oranlarıyla borçlanabildiklerini göstermektedir. Bu sonuç H4c hipotezini desteklemektedir. Ayrıca bu sonuç literatür ile tutarlıdır (Desender vd.,2020; Palea ve Drogo, 2020).

Firma büyüklüğü ile borçlanma maliyeti arasında Model 3a ve 3b’de negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır ($p<0,01$). Bu sonuç literatür (Ding vd. 2021; Aksoy, 2022) ile tutarlıdır. Finansal kaldıraç ile borçlanma maliyeti arasında, her iki modelde de pozitif yönde ancak istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki bulunmaktadır. Benzer şekilde, cari oran ile borçlanma maliyeti arasında da her iki modelde pozitif yönde ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki görülmektedir. Öte yandan, aktif kârlılığı ile borçlanma maliyeti arasında her iki modelde de negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki gözlemlenmiştir. Model 3a sonucuna göre DVO ile borçlanma maliyeti arasında negatif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişki görülmektedir ($p<0,10$). Bu bulgu bize DVO arttıkça borçlanma maliyetinde bir azalma olduğunu göstermektedir (Ding vd .2021). Ancak Model 3b sonuçlarına göre bu ilişki negatif ve istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. SEK ile BM arasında, her iki modelde de pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir ($p<0,01$). Bu durum, hizmet sektöründe faaliyet gösteren firmaların, sanayi sektöründeki firmalara kıyasla daha yüksek borçlanma maliyetiyle finansman sağladığını göstermektedir (Kose vd., 2021).

Özet olarak Model 3b’ye göre, Kovid-19 döneminde firmalar, artan yönetim performansları sayesinde daha düşük borçlanma maliyetlerinden faydalanmıştır. Bu sonuç literatür (Ding vd.2021; Aksoy,2022) ile tutarlıdır. Bu bulgu, vekalet teorisi (yöneticilerin etkin performansının alacaklılar için düşük risk sinyali oluşturması) ve paydaş teorisi (yönetişim performansının paydaşlara değer sağladığı için borçlanma maliyetlerini düşürmesi) ile desteklenmektedir.

Tablo 5.24. Yönetişim Performansı ile Borçlanma Maliyeti İlişkisi Driscoll-Kraay Dirençli Tahminleyicisi Sonuçları

Modeldeki Değişkenler	Model 3a	Model 3b
YP	0,017 (0,020)	0,031 (0,011)**
Kovid	2,998 (0,592)***	5,471 (1,320)***
YPx Kovid		-0.043 (0,020)*
FB	-2,431 (0,396)***	-2,381 (0,457)***
FK	1,994 (1,858)	2,458 (1,700)
AKAR	-0,164 (4,599)	-0,373 (4,438)
CO	0,226 (0,675)	0,329 (0,604)
DVO	-7,096 (3,688)*	-6,664 (3,776)
SEK	4,961 (0,844)***	4,800 (0,899)***
Sabit (C)	44,715 (7,229)***	42,562 (8,684)***
F istatistiği	0,000***	0,000***
R ²	0,292	0,295
Gözlem Sayısı	316	316
Firma Sayısı	58	58

Not: *p<0,10 **p<0,05, ***p<0,01

Parantez içerisinde standart hatalar gösterilmiştir.

Yıl kukla değişkeni olarak modele dâhil edilmiştir ancak raporlanmamıştır.

Çalışmada yer alan hipotezlerin kabul edilip edilmediğine dair özet bilgiler Tablo 5.25'te gösterilmiştir.

Tablo 5.25. Hipotez Testlerinin Sonuçları

Hipotez	Kabul/Red
<i>H1: Çevresel performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.</i>	Red
<i>H2: Sosyal performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.</i>	Red
<i>H3: Kurumsal yönetim performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.</i>	Red
<i>H4a: Kovid-19 döneminde çevresel performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.</i>	Red
<i>H4b: Kovid-19 döneminde sosyal performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.</i>	Kabul
<i>H4c: Kovid-19 döneminde yönetim performansı yüksek olan şirketler daha düşük borçlanma maliyetine sahiptirler.</i>	Kabul



6. SONUÇ VE ÖNERİLER

Meşruiyet teorisine göre hissedarların ve paydaşların menfaatlerinin korunması, bir firmanın meşruiyet kazanmasında önem arz etmektedir. KSS uygulamaları, şirketlerin paydaşlar nezdinde meşruiyet kazanmalarına yardımcı olurken, aynı zamanda alacaklıların da risk ve güven algılarını etkileyerek finansal göstergelerde, özellikle borçlanma maliyeti üzerinde etki yaratmaktadır. KSS yoluyla paydaş ilişkilerinin etkin bir şekilde yönetilmesi kurumsal meşruiyeti güçlendirecek, çatışmaları azaltacak ve alacaklılar arasında olumlu bir algı yaratarak, borçlanma maliyetlerini etkileyecektir.

Paydaş teorisi açısından KSS, bir şirketin etik uygulamalara ve uzun vadeli istikrara olan bağlılığını gösterir, bu da alacaklılarla güven ilişkisi oluşturur. Bu güven, risk primlerini (kredi riski) düşürerek borçlanma maliyetlerini azaltır. Borçlanma maliyetlerinin iyi yönetilmemesi, uzun vadede işletmenin faaliyetlerini ve paydaşlarına sağladığı faydaları olumsuz etkileyebilir. Borç finansmanı, öz sermaye sahiplerinin (hissedarların) çıkarları açısından avantajlı olabilir, çünkü borç faizleri ödenirken hissedar getirisini artırabilecek kaldıraç etkisi yaratır. Bu nedenle işletmeler, borçlanma stratejilerini tasarlarırken finansal riskleri, operasyonel etkileri ve sosyal sorumlulukları göz önünde bulundurmalıdır.

Sinyal teorisi çerçevesinde işletmelerin KSS faaliyetleri, borç verenlere güven ve şeffaflık mesajı göndererek hem itibarlarını hem de finansal performanslarını olumlu etkilemektedir. Borçlanma, işletmenin finansal gücü ve büyüme potansiyeline dair piyasaya olumlu bir sinyal gönderebilir. İşletmelerde borçlanmanın öz sermayeye göre tercih edilmesinin bir başka önemli nedeni, vergi avantajıdır. Borçlanma yoluyla sağlanan fonlar, faiz ödemeleri üzerinden vergiden düşebilirler. Bu avantaj, işletmenin maliyetlerini düşürerek borç finansmanının, öz sermayeye kıyasla daha cazip bir seçenek olmasını sağlamaktadır. Sermaye maliyeti, şirketin finansal stratejisini belirlemede, finansman kararlarında ve yatırımcıların şirketin gelecekteki potansiyelini değerlendirmelerinde önemli bir faktördür. Sermaye maliyetinin düşmesi, genellikle şirketin daha düşük risk taşıdığı ve daha fazla kâr elde edecekleri anlamına gelir, bu da şirketin piyasa değerini artırabilir.

Vekalet teorisine göre, bilgi asimetrisi arttıkça borçlanma maliyeti de yükselir, çünkü borç verenler, işletmenin gerçek durumunu tam olarak bilemedikleri için risk primini artırırlar. Ancak, iyi yönetilen ve şeffaf KSS çabaları bilgi asimetrisini azaltır, paydaş güvenini artırarak ve kredi riskini düşürerek borçlanma maliyetlerini azaltır (Flammer, 2015).

Firmaların sermaye yapısı kararlarında etkili olan faktörlerden biri de firma büyüklüğüdür. Büyük firmalar, küçük firmalara göre uzun vadeli borçların maliyetini daha düşük seviyelerde karşılama imkânına sahiptir. Ayrıca, büyük firmaların küçük firmalara kıyasla uzun vadeli borçlara daha kolay erişebileceği beklenir. Borcun sunduğu vergi avantajından faydalanabilmek adına, büyük firmaların daha yüksek oranlarda borçlanması öngörülmektedir.

Bu çalışmada Borsa İstanbul 100 (BIST100) endeksinde yer alan ve finansal olmayan şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansının borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Çalışmada BIST100 endeksinde yer alan ve finansal olmayan firmaların 2014-2022 yılları arası verileri kullanılarak panel veri analizi yöntemi ile analizler yapılmıştır. Çalışmanın örneklemi ise ÇSY performansına sahip 58 firma ve 316 gözlemden oluşturulmuştur.

ÇSY performansına sahip firmalar için yapılan analizlerde ilk önce çevresel performansın borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisi incelenmiştir ve borçlanma maliyetini düşüren istatistiksel olarak anlamlı bir etki tespit edilmemiştir. Ayrıca Kovid-19 döneminde de çevresel performansın borçlanma maliyeti üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmamıştır. Türkiye’de pandemi sürecinde firmalar, çevresel yatırımlar yerine kısa vadeli finansal sürdürülebilirlik ve nakit akışı yönetimine odaklanmışlardır. Benzer şekilde, kredi verenler ve yatırımcılar da çevresel performanstan ziyade şirketlerin finansal sağlamlığı, likiditesi ve ödeme kapasitesini önceliklendirmiştir. Bu durum, çevresel sürdürülebilirliğin borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini zayıflatmış ve gölgede bırakmıştır.

Şirketlerin sosyal performansının borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisi de istatistiksel olarak anlamsız bulunmuştur. Ancak Kovid-19 kriz döneminde sosyal performansın şirketlerin borçlanma maliyetlerini diğer dönemlere göre daha fazla azalttığı tespit edilmiştir. Son olarak şirketlerin kurumsal yönetim performansını gösteren notun borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Analiz sonuçları şirketlerin kurumsal yönetim performansının sosyal performans ile tutarlı bir şekilde Kovid-19 döneminde şirketlerin borçlanma maliyetlerini azalttığını göstermiştir. Bu sonuçlar literatür ile tutarlıdır (Ferriani, 2023; Arora ve Sharma, 2022).

Sonuç olarak Kovid-19 kaynaklı kriz döneminde, firmaların borçlanma maliyetleri artmıştır. Sosyal ve yönetim (SY) performansı yüksek olan firmaların borçlanma maliyetleri ise Kovid-19 döneminde daha düşük olmuştur. Paydaş teorisi çerçevesinde sosyal performans,

bir şirketin topluma ve çevreye duyarlı olduğunu gösterir. Bu tür şirketler, paydaşları olan yatırımcılar ve kredi verenler tarafından daha güvenilir ve sorumlu olarak görülür. Bu güven, şirketlerin borçlanma maliyetlerini düşürür. Analiz sonuçları paydaş teorisini destekler niteliktedir. İşletmeler, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ile piyasaya ve borç verenlere güvenilirlik ve sürdürülebilirlik mesajı vermektedir. İşletmenin çevresel ve sosyal risklerini iyi yönettiğini göstererek, borç verenlerin risk primlerini düşürmesine imkân sağlamaktadır. Kovid-19 döneminde sosyal ve yönetim performansı iyi olan firmaların borçlanma maliyetlerinin daha düşük olması sinyal ve vekâlet teorileri ile de tutarlıdır. İşletmeler, KSS faaliyetleri aracılığıyla toplumun beklentilerine uyum sağlayarak meşruiyetlerini koruyabilir, itibarlarını artırabilir ve uzun vadeli sürdürülebilirliklerini sağlayabilirler. Bu süreçte şeffaflık, iletişim ve etkin stratejiler kritik öneme sahiptir. Bu durum, alacaklıların işletmeye ilişkin risk algısını düşürerek finansal güveni artırır. Sosyal ve yönetim performansı kapsamındaki analiz sonuçları meşruiyet teorisini de destekler niteliktedir.

ÇSY performansı kullanılarak yapılan tüm analiz sonuçları büyük ölçekli ve duran varlık oranı yüksek olan firmalarda borçlanma maliyetlerinin daha düşük olduğunu göstermiştir. Büyük firmalar, zamanla piyasa içinde güçlü bir itibar kazanır ve bu durum kredi değerliliklerini artırır. Kredi verenler, büyük firmaları daha az belirsizlikle değerlendirerek borçlanma maliyetlerini düşürme eğilimindedir (Cheng vd., 2014). Buna karşılık, küçük firmalar, daha yüksek algılanan riskleri, sınırlı piyasa varlıkları ve kısa finansal geçmişleri nedeniyle daha yüksek borçlanma maliyetleriyle karşılaşır. Bu firmalar, genellikle büyük firmalar kadar avantajlı borçlanma koşullarına erişemez ve bu durum, borçlanma maliyetlerinin artmasına yol açar (Kim ve Sorensen, 1986). Küçük firmalar, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, resmi kredi piyasalarına sınırlı erişimleri nedeniyle daha yüksek borçlanma maliyetleriyle karşı karşıyadır (Beck vd., 2005). Firma büyüklüğü ile ilgili analiz sonuçları literatür ile tutarlıdır. Daha yüksek oranlarda duran varlığa sahip firmalar, bilgi asimetrisinden kaynaklanan riskleri azaltarak daha uygun finansman koşullarına erişim elde etmektedir (Rajan ve Zingales, 1995). Duran varlık oranı bir firmanın borçlanma maliyetini azaltmada önemli bir role sahiptir. Firmalar, duran varlıklarını teminat olarak sunarak kredi verenlerin algıladığı riski azaltabilir ve böylece daha düşük faiz oranı ile borçlanabilirler. Duran varlık oranı ile ilgili analiz sonuçları literatür (Campello ve Giambona, 2013; Dasilas ve Papasyriopoulos, 2015; Harris ve Raviv, 1991) ile tutarlıdır. Analiz sonuçları hizmet sektöründe faaliyet gösteren firmaların, borçlanma maliyetlerinin

daha yüksek olduğunu göstermiştir. Reel sektörde makineler, araçlar, fabrikalar gibi duran varlık oranı daha yüksektir ve bu varlıklar borç verenlere teminat sağlar. Borç verenler, teminatları kolayca satıp alacaklarını tahsil edebilirler. Hizmet sektöründe ise teminat sunmak zor olabilir. Bu da borçlanma maliyetlerini artırabilir. Hizmet sektörü, genellikle müşteri talepleri, piyasa koşulları ve ekonomik durgunluk gibi dışsal faktörlere daha duyarlıdır. Bu sektördeki işletmelerin gelirleri, üretim sektöründeki gibi sabit ve öngörülebilir olmayabilir. Bu da borç verenlerin risk algısını yükseltir ve daha yüksek faiz oranlarına yol açar.

Çalışmanın sonuçları, farklı paydaşlar için çeşitli çıkarımlar sunmaktadır: İlk olarak, bu bulgular hissedarlar ve yöneticiler için, ÇSY uygulamalarının (daha düşük borç maliyeti ve daha yüksek değer gibi) potansiyel avantajları hakkında farkındalık sağlamaktadır. İkinci olarak, alacaklıların borçluların kredi değerliliğini ölçmek için ÇSY uygulamalarına önem verdiklerini göstermektedir. Üçüncü olarak, bu bulgular düzenleyicilere, borç piyasasının ÇSY açıklamalarına değer verdiği ve şirketlerin ÇSY taahhütlerini daha fazla destekleyen veya zorunlu kılan politikaları teşvik etme gerekliliğini işaret etmektedir.

Pek çok araştırmada olduğu gibi, bu çalışmanın da bazı kısıtları bulunmaktadır. İlk olarak bu çalışmada sürdürülebilirlik performans göstergesi olarak Refinitiv veri tabanından ulaşılan ÇSY notları kullanılmıştır. Sürdürülebilirlik performans göstergesi olarak alternatif ölçütlerin kullanılması, borç sahipleri için hangi sürdürülebilirlik performansı unsurlarının önemli olduğunu daha fazla aydınlayabilir. İkinci olarak borçlanma maliyeti için muhasebe temelli bir ölçüt kullanılmıştır. Gelecekteki araştırmalarda, kredi derecelendirme notları, özel sektör tahvil faiz oranları gibi alternatif ölçütler kullanılabilir. Üçüncü olarak çalışmanın örneklemini Türkiye ile sınırlı kalmıştır. Bu çalışma farklı ülke grupları için yapılabilir. Özellikle Kovid-19 kaynaklı kriz esnasında farklı ülkeler farklı politikalar uygulamış olabilir.

KAYNAKLAR

- Acharya, V. V., & Steffen, S. (2020). The risk of being a fallen angel and the corporate dash for cash in the midst of COVID. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 430-471. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa013>
- Agustina, L., Murwaningsari, E. (2022). The Influence of Corporate Social Responsibility (CSR) and Cost of Debt on Corporate Financial Performance during the Covid-19 Pandemic with Political Connections as a Moderating Variable. *Accounting Research Journal of Sutaatmadja (ACCRUALS)*, 06(01), 15-30. <https://doi.org/10.35310/accruals.v6i01.903>
- Akkaynak, B. (2022). Sermaye Yapısı Teorileri ve Türk Bankacılık Sisteminin Sermaye Yapısı Belirleyicileri. *Akdeniz İİBF Dergisi*, 22(1), 57-68. <https://doi.org/10.25294/auibfd.1033601>
- Akmeşe, K. A. (2019). Konaklama İşletmelerinde Stratejik Yönetim Muhasebesi Uygulamaları ve Bütünleşik Bilgi Sistemlerinin İşletme Performansına Etkisi. *International Journal of Social and Humanities Sciences Research (JSHSR)*, 6(33), 321-338. <https://doi.org/10.26450/jshsr.1021>
- Aksoy, Ç. (2013). *Sürdürülebilirlik performansının değerlendirilmesine yönelik ölçek önerisi ve Türkiye'deki işletmelerde uygulaması*. [Yayınlanmamış Doktora Tezi]. Marmara Üniversitesi.
- Aksoy, M. (2022). Does Firm Size Influence the Relationship Between CSR and Capital Structure?. *European Proceedings of Social and Behavioural Sciences*. <https://doi.org/10.15405/epsbs.2022.12.02.1>
- Aksoy, M., & Yılmaz, M. K. (2023). Does board diversity affect the cost of debt financing? Empirical evidence from Turkey. *Gender in Management: An International Journal*, 38(4), 504-524. <https://doi.org/10.1108/GM-01-2022-0021>
- Aktan, C. C. (2007). *Kurumsal Sosyal Sorumluluk*. İstanbul: İGİAD yayınevi.
- Albu, N., Albu, C. N., Dumitru, M., & Dumitru, V. F. (2013). Plurality or convergence in sustainability reporting standards? *Amfiteatru Economic Journal*, 15(7), 729-742. <https://hdl.handle.net/10419/168809>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management science*, 65(10), 4451-4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
- Aleknevičienė, V., & Stralkutė, S. (2023). Impact of corporate social responsibility on cost of debt in Scandinavian public companies. *Oeconomia Copernicana*, 14(2), 585-608. <https://doi.org/10.24136/oc.2023.016>
- Alesina, A., & Perotti, R. (1996). Income distribution, political instability, and investment. *European Economic Review*, 40(6), 1203-1228. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00030-5](https://doi.org/10.1016/0014-2921(95)00030-5)

- Alfarra, H. M. A. (2016). *Sermaye yapısı kararlarının şirket performansı üzerindeki etkisi: Borsa İstanbul üzerine bir araştırma*. Yayınlanmamış. [Yüksek Lisans Tezi]. İstanbul Üniversitesi.
- Al-Hadi, A. Chatterjee, B. Yaftian, A. Taylor, G. & Monzur Hasan, M. (2017). Corporate Social Responsibility Performance, Financial Distress And Firm Life Cycle: Evidence From Australia. *Accounting & Finance*, 59(2), 961-989. <https://doi.org/10.1111/acfi.12277>
- Ali, K., Nadeem, M., Pandey, R., & Bhabra, G. S. (2023). Do capital markets reward corporate climate change actions? Evidence from the cost of debt. *Business Strategy and the Environment*, 32(6), 3417–3431. <https://doi.org/10.1002/bse.3308>
- Almaghrabi, K.S. (2021). COVID-19 and the cost of bond debt: The role of corporate diversification. *Finance Res. Lett.* 102454. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102454>
- Almeida, H., & Philippon, T. (2007). The risk-adjusted cost of financial distress. *The Journal of Finance*, 62(6), 2557-2586. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01286.x>
- Alp, A. Kılıç, S. (2014). *Kurumsal Yönetim: Nasıl Yönetilmeli?* İstanbul: Doğan Kitap.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.02.002>
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Amiraslani, H., Lins, K., Servaes, H., & Tamayo, A. (2023). Trust, social capital, and the bond market benefits of ESG performance, *Review of Accounting Studies*, 28, 421–462. <https://doi.org/10.1007/s11142-021-09646-0>
- Anis, I. & Utama, S. (2016). The Effect of Conditional Conservatism on Cost of Debt and Mediation Role of CSR Disclosure: Empirical Evidences from IDX. *OIDA International Journal of Sustainable Development*, 9(9), 19-34. <https://ssrn.com/abstract=2879697>
- Apergis, N., Poufinas, T., & Antonopoulos, A. (2022). ESG scores and cost of debt. *Energy Economics*, 112, 106186. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106186>
- Ar, L. Sakur, R. (2021). Modern Sermaye Yapısı Teorilerinin Geçerliliğinin Test Edilmesi: BİST 30 Endeksi Firmaları Üzerine Bir Araştırma. *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 6(3): 748-773
- Arora, A. Sharma, D. (2022). Do Environmental, Social and Governance (ESG) Performance Scores Reduce the Cost of Debt? Evidence from Indian firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(5), 4-18. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v16i5.02>

- Aruga, K., Islam, M. M., & Jannat, A. (2024). Assessing the CO2 emissions and energy source consumption nexus in Japan. *Sustainability*, 16(13), 5742. <https://doi.org/10.3390/su16135742>
- Ata, H. A., & Ağ, A. G. Y. (2010). Firma karakteristiğinin sermaye yapisi üzerindeki etkisinin analizi. *Istanbul University Econometrics and Statistics e-Journal*, 11, 45-60. <https://dergipark.org.tr/en/pub/iuekois/issue/8984/112081>
- Atasel, O. Y., & Güneysu, Y. (2023). ESG Performansı ile Borç Maliyeti Arasındaki İlişki Üzerine Bir Araştırma. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 16(2), 185-202. <https://doi.org/10.29067/muvu.1196945>
- Ateş, S. (2021). Kurumsal sosyal performansın borçlanma maliyetlerine etkisi. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 20(62), 191-206. <https://dergipark.org.tr/tr/pub/mdbakis/issue/59563/778661>
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., Suh, J. (2013). Corporate social responsibility and credit ratings. *J. Bus. Ethics*, 117(4), 679 –694. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1714-2>
- Bacha, S. Ajina , A. Ben Saad, S. (2021). CSR Performance and The Cost Of Debt: Does Audit Quality Matter? *Emerald Publishing Limited Corporate Governance*, 21(1), 37-158. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0335>
- Bae, K., Ghoul, S.E., Guedhami, O., Kwok, C.Y. & Zheng, Y. (2019). Does Corporate Social Responsibility Reduce The Costs Of High Leverage? Evidence From Capital Structure And Produce Market Interactions. *Journal Of Banking And Finance*, 100, 135-150. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.007>
- Bai, M., & Ho, L. (2022). Corporate social performance and firm debt levels: Impacts of the Covid-19 pandemic and institutional environments. *Finance Research Letters*, 47, 102968. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102968>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The journal of Finance*, 61(4), 1645-1680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>
- Banerjee, R. N., Cornelli, G., & Zakrajšek, E. (2020). *The outlook for business bankruptcies* (No. 30). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bisbull30.pdf>
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, 50(2), 609-631. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04797.x>
- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of business ethics*, 97, 71-86. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- Bayındır, A. B., & Aksoy, M. (2024). Kovid-19 Pandemi Döneminde Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı ile Finansal Performans Arasındaki İlişki. *Anadolu*

Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 25(1), 453-478.
<https://doi.org/10.53443/anadoluibfd.1333132>

- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. S. L. I., & Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to growth: does firm size matter? *The journal of finance*, 60(1), 137-177.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00727.x>
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Mac-Millan.
- Bhargava, A., Franzini, L., & Narendranathan, W. (1982). Serial correlation and the fixed effects model. *The review of economic studies*, 49(4), 533-549.
<https://doi.org/10.2307/2297285>
- Bhattacharya, C. B., Sen, S., & Korschun, D. (2011). *Leveraging corporate responsibility: The stakeholder route to maximizing business and social value*. Cambridge University Press.
- Boffo, R., C. Marshall and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Environmental Pillar Scoring and Reporting”, *OECD Paris*, www.oecd.org/finance/ESG-investing-environmental-pillar-scoring-and-reporting.pdf
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
<https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., Saeed, A. (2020). Does Corporate Social Responsibility Reduce Financial Distress Risk? *Econ. Model.* 91, 835–851.
<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.05.012>
- Bowen, H. R. (1953). *Social responsibilities of the businessman*. Harper & Row.
- Broadstock, D.C., Chan, K., Cheng, L., & Wang, X. (2021). The Role Of ESG Performance During Times Of Financial Crisis: Evidence From Covid-19 in China. *Finance Res. Lett.* 38, 101716. . <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Burak, E., & Öztaş, S. (2015). Kurumsal Yönetim İlkelerinin Muhasebenin Temel Kavramları Açısından Değerlendirilmesi. *Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1), 1-17.
<https://dergipark.org.tr/tr/pub/klujeas/issue/26887/283304>
- Burlea, A. S., & Popa, I. (2013). Legitimacy Theory. *Encyclopedia of corporate social responsibility*, 21, 1579-1584. https://doi.org/10.1007/978-3-642-28036-8_471
- Byun, H. (2007). The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36(5), 765-806. <https://www.researchgate.net>
- Caballero, R. J., & Krishnamurthy, A. (2008). Collective risk management in a flight to quality episode. *The Journal of Finance*, 63(5), 2195-2230. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2008.01394.x

- Campello, M., & Giambona, E. (2013). Real assets and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(5), 1333-1370. <https://doi.org/10.1017/S0022109013000525>
- Canikli, S. (2022). Sürdürülebilir finans mekanizmaları, araçları ve sürdürülebilir kalkınma ilişkisi. *Akdeniz İİBF Dergisi*, 22(1), 26-39. <https://doi.org/10.25294/auibfd.903364>
- Cansız, S., Sayılğan, G. (2017) Sermaye Yapısı Teorilerinin Reel Sektör Firmaları Özelinde Test Edilmesi. *Verimlilik Dergisi*, 2, 1-20. <https://dergipark.org.tr/>
- Cantino, V., Devalle, A., & Fiandrino, S. (2017). ESG sustainability and financial capital structure: Where they stand nowadays. *International Journal of Business and Social Science*, 8(5), 116-126. <https://www.researchgate.net/publication>
- Caragnano, A., Mariani, M., Pizzutilo, F., & Zito, M. (2020). Is it worth reducing GHG emissions? Exploring the effect on the cost of debt financing. *Journal of Environmental Management*, 270, 110860. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2020.110860>
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business horizons*, 34(4), 39-48. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-G](https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G)
- Carroll, A. B. (2021). Corporate social responsibility (CSR) and the COVID-19 pandemic: organizational and managerial implications. *Journal of Strategy and Management*, 14(3), 315-330. <https://doi.org/10.1108/JSMA-07-2021-0145>
- Ceylan, A., ve Korkmaz, T., (2013), *Finansal Yönetim Temel Konular*. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Chava, S. (2014). Environmental externalities and cost of capital. *Management science*, 60(9), 2223-2247. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1677653>
- Chen, L. H., & Gao, L. S. (2012). The pricing of climate risk. *Journal of Financial and Economic Practice*, 12(2), 115–131. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1940727>
- Chen, Y., Shan, Y. G., Wang, J., Yang, X., & Zhang, J. (2024). Social capital and cost of debt: Evidence from Chinese CEO network centrality. *Emerging Markets Review*, 60, 101131. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2024.101131>
- Cheng, B., Ioannou, L., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23. <https://doi.org/10.1002/smj.2131>
- Chowdhury, E. K., Khan, I. I., & Dhar, B. K. (2022). Catastrophic impact of Covid-19 on the global stock markets and economic activities. *Business and Society Review*, 127(2), 437-460. <https://doi.org/10.1111/basr.12219>
- Cooper, E. W., & Uzun, H. (2015). Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt. *Journal of Accounting & Finance*. 15(8), 2158-3625. http://www.na-businesspress.com/JAF/CooperEW_Web15_8_.pdf

- Cortes, D. L., & Arenas, C. E. V. (2014). Influencia del gobierno corporativo en el costo de capital proveniente de la emisión de deuda. *Estudios gerenciales*, 30(130), 73-84. <https://doi.org/10.1016/j.estger.2014.02.010>
- Dasilas, A., & Papasyriopoulos, N. (2015). Corporate governance, credit ratings and the capital structure of Greek SME and large listed firms. *Small Business Economics*, 45(1), 215-244. <https://doi.org/10.1007/s11187-015-9648-y>
- Daskalakis, N., & Psillaki, M. (2008). Do country or firm factors explain capital structure? Evidence from SMEs in France and Greece. *Applied Financial Economics*, 18(2), 87-97. <https://doi.org/10.1080/09603100601018864>
- De Greiff, K., Delis, M. D., & Ongena, S. (2018). Being stranded on the carbon bubble? climate policy risk and the pricing of bank loans. *Climate Policy Risk and the Pricing of Bank Loans (May 2018)*. CEPR Discussion Paper, No. DP12928. <https://ssrn.com/abstract=3178099>
- De la Fuente, G., & Velasco, P. (2022). Bank debt signalling and corporate sustainability: Does incongruence blur the message? *Finance Research Letters*, 46, 102288. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102288>
- De Villiers, C., & Marques, A. (2016). Corporate social responsibility, country-level predispositions, and the consequences of choosing a level of disclosure. *Accounting and business research*, 46(2), 167-195. <https://doi.org/10.1080/00014788.2015.1039476>
- De Villiers, C., & Van Staden, C. J. (2006). Can less environmental disclosure have a legitimising effect? Evidence from Africa. *Accounting, organizations and society*, 31(8), 763-781. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2006.03.001>
- Deesomsak, R., Paudyal, K., & Pescetto, G. (2004). The determinants of capital structure: evidence from the Asia Pacific region. *Journal of multinational financial management*, 14(4-5), 387-405. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2004.03.001>
- Demirhan, D. (2009). Sermaye yapisini etkileyen firmaya ozgu faktorlerin analizi: IMKB hizmet firmalari uzerine bir uygulama. *Ege Academic Review*, 9(2), 677-697. <https://ideas.repec.org/a/ege/journal/v9y2009i2p677-697.html>
- Desender, K. A., Lópezpuertas-Lamy, M., Pattitoni, P., & Petracci, B. (2020). Corporate Social Responsibility And Cost Of Financing: The Importance Of The International Corporate Governance System. *Corporate Governance: An International Review*, 28(3), 207-234. <https://doi.org/10.1111/corg.12312>
- Degryse, H., De Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small business economics*, 38(4), 431-447. <https://doi.org/10.1007/s11187-010-9281-8>
- Diamond, D. W. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689-721. <http://dx.doi.org/10.1086/261775>

- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of financial economics*, 141(2), 802-830. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.03.005>
- Ding, X., Appolloni, A., & Shahzad, M. (2022). Environmental administrative penalty, corporate environmental disclosures and the cost of debt. *Journal of Cleaner Production*, 332, 129919. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.129919>
- Doğan, M. (2018). Kurumsal Yönetimin Teorik Temelleri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 1(1), 84-96. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/464258>
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Pacific sociological review*, 18(1), 122-136. <https://doi.org/10.2307/1388226>
- Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and The Environment*, 11(2), 130-141. <https://doi.org/10.1002/bse.323>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14(1), 57-74. . <https://doi.org/10.2307/258191>
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of banking & finance*, 35(9), 2388-2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2021). ÇSY practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- Ergün, S. (2013). *Stratejik İşbirliklerinde Kurumsal Yönetimin Önemi ve Bir Araştırma*. [Yayımlanmamış Doktora Tezi]. Marmara Üniversitesi. <https://acikbilim.yok.gov.tr/>
- Ertan, Y. (2018). Türkiye’de sürdürülebilirlik raporlaması (2005-2017). *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 11(3), 463-478. <https://doi.org/10.29067/muvu.410926>
- Ertuğrul, F. (2008), Paydaş teorisi ve işletmelerin paydaşları ile ilişkilerinin yönetimi, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31, 199-223. <https://dergipark.org.tr/en/pub/erciyesiibd/issue/5888/77885>
- Fabozzi, F. J. (2007). *Fixed income analysis* (Vol. 6). New Jersey: John Wiley & Sons.
- Fahlenbrach, R., Rageth, K., & Stulz, R. M. (2021). How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the Covid-19 crisis. *The Review of Financial Studies*, 34(11), 5474-5521. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa134>
- Fama, E. F. (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *American Economic Review*. 71(4), 545-565. <https://www.jstor.org/stable/1806180>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1997). Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*, 43(2), 153-193. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96\)00896-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)00896-3)

- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1–33. <http://www.jstor.org/stable/2696797> <http://www.jstor.org/stable/2696797>
- Fandella, P., Sergi, B., Sironi, E. (2023). Corporate Social Responsibility Performance and The Cost Of Capital In BRICS Countries. The Problem Of Selectivity Using Environmental, Social And Governance Scores . *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, 1–11. <https://doi.org/10.1002/csr.2447>
- Ferriani, F. (2023). Issuing bonds during the Covid-19 pandemic: Was there an ESG premium? *International Review of Financial Analysis*, 88(2023), 102653. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102653>
- Ferriani, F., & Pericoli, M. (2024). ESG risks and corporate viability: insights from default probability term structure analysis. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4978>
- Ferri, M., & Jones, W. (1979) Determinants of financial structure: a new methodological approach, *Journal of Finance*, 34, 631–44. Retrieved November 07, 2022, from <https://www.jstor.org/stable/2327431>
- Fisher, I. (1930) *The Theory of Interest, as Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It*. New York: Macmillan.
- Flammer, C. (2015). Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management science*, 61(11), 2549-2568. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.2038>
- Fonseka, M., Rajapakse, T., Richardson, G. (2019). The effect of environmental information disclosure and energy product type on the cost of debt: Evidence from energy firms in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 54, 159-182. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.05.001>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*: Boston
- Gajdosikova, D., & Valaskova, K. (2023). Association between CSR performance and debt level of Visegrad publicly-listed enterprises in the context of economic changes caused by COVID-19. International Scientific Conference, Vilnius, Lithuania. <https://doi.org/10.3846/bm.2023.977>
- Galbreath, J. (2013), ESG in Focus: The Australian Evidence, *Journal of Business Ethics*, 118(3): 529- 541. [10.1007/s10551-012-1607-9](https://doi.org/10.1007/s10551-012-1607-9)
- Gangi, F., D'Angelo, E., Daniele, L. M., & Varrone, N. (2021). Assessing the impact of socially responsible human resources management on company environmental

- performance and cost of debt. *Corporate social responsibility and environmental management*, 28(5), 1511-1527. <https://doi.org/10.1002/csr.2179>
- Gao, F., Dong, Y., Ni, C., & Fu, R. (2016). Determinants and economic consequences of non-financial disclosure quality. *European Accounting Review*, 25(2), 287-317. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1013049>
- Garriga, E., & Melé, D. (2004). Corporate social responsibility theories: Mapping the territory. *Journal of business ethics*, 53(1), 51-71. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000039399.90587.34>
- Garzón-Jiménez, R. Zorio-Grima, A. (2020), Corporate Social Responsibility and Cost of Equity: *Literature Review and Suggestions for Future Research*. JBAFP (2), 15. <https://doi.org/10.35995/jbafp2030015>
- Ge, W. & Liu, M. (2015). Corporate social responsibility and the cost of corporate bonds. *Journal of Accounting Public Policy*, 34, 597-624. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.05.008>
- Gerwanski, J. (2020). Does it pay off? Integrated reporting and cost of debt: European evidence. *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, 27(5), 2299-2319. <https://doi.org/10.1002/csr.1965>
- Ghouma, H., Ben-Nasr, H., & Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.06.004>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and csr research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Gong, G., Xu, S., & Gong, X. (2018). On the value of corporate social responsibility disclosure: An empirical investigation of corporate bond issues in China. *Journal of Business Ethics*, 150, 227-258. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3193-8>
- Goodell, J. W. (2020). COVID-19 and finance: Agendas for future research. *Finance research letters*, 35, 101512. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101512>
- Gorley, A. (2022). What is ESG and why it's important for risk management. *Retrieved from sustainalytics*: <https://www.sustainalytics.com/esgresearch/resource/corporate-esg-blog/what-is-esg-why-important-riskmanagement>.
- Gracia, O., & Siregar, S. V. (2021). Sustainability practices and the cost of debt: Evidence from ASEAN countries. *Journal of Cleaner Production*, 300, 126942. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126942>
- Graham, J. R. (2000). How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, 55(5), 1901-1941. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00277>
- Gramlich, D., & Finster, N. (2013). Corporate sustainability and risk. *Journal of Business economics*, 83, 631-664. <https://doi.org/10.1007/s11573-013-0666-4>

- Gülşen, A. Z., & Ülkütaş, Ö. (2012). Sermaye yapısının belirlenmesinde finansman hiyerarşisi teorisi ve ödünleşme teorisi: İMKB sanayi endeksinde yer alan firmalar üzerine bir uygulama. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(15), 49-59. <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/1145903>
- Gündüz, Ç. (2018). Sürdürülebilirlik endeksi kapsamına alınmanın hisse senedi değerine etkisi: BİST uygulaması. *Bankacılar Dergisi*, 106, 1-25. <https://www.researchgate.net/publication/>
- Güneş, A. (2012). Uluslararası Çevre Hukuku Üzerine Bir İnceleme. *Journal of Istanbul University Law Faculty*, 70(1), 83-114. <https://www.researchgate.net/publication/>
- Halling, M., Yu, J., & Zechner, J. (2020). How did Covid-19 affect firms' access to public capital markets? *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 501-533. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa008>
- Hamrouni, A., Uyar, A., & Boussaada, R. (2020). Are corporate social responsibility disclosures relevant for lenders? Empirical evidence from France. *Management Decision*, 58(2), 267-279. <https://doi.org/10.1108/MD-06-2019-0757>
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 46(1), 297-355. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Harris, M., & Raviv, A. (2010). Control of corporate decisions: Shareholders vs. management. *The Review of Financial Studies*, 23(11), 4115-4147. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>
- Hasan, I., Hoi, C. K., Wu, Q., & Zhang, H. (2017). Social capital and debt contracting: Evidence from bank loans and public bonds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(3), 1017-1047. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000205>
- Hauptmann, C. (2017). Corporate sustainability performance and bank loan pricing: It pays to be good, but only when banks are too. *Saïd Business School WP*, 20. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3067422>
- Hennessy, C. A., & Whited, T. M. (2007). How costly is external financing? Evidence from a structural estimation. *The Journal of Finance*, 62(4), 1705-1745. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01255.x>
- Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, B., & Schröder, M. (2016). The effects of corporate and country sustainability characteristics on the cost of debt: An international investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 158-190. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12183>
- Hohnen, P., & Potts, J. (2007). Corporate social responsibility: An implementation guide for business. *International Institute for Sustainable Development*. http://www.iisd.org/pdf/2007/csr_guide.pdf
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of financial economics*, 93(1), 15-36. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.001>

- Hopkins, M. (2017). Labour, employment and CSR: The need for a planetary bargain 1. *In CSR and Sustainability* (pp. 250-278). Routledge. <https://www.taylorfrancis.com/>
- Houqe, M. N., Ahmed, K., & Richardson, G. (2020). The effect of environmental, social, and governance performance factors on firms' cost of debt: International evidence. *The International Journal of Accounting*, 55(03), 2050014. <https://doi.org/10.1142/S1094406020500146>
- Huang, H., & Ye, Y. (2021). Rethinking capital structure decision and corporate social responsibility in response to Covid-19. *Accounting & Finance*, 61(3), 4757-4788. <https://doi.org/10.1111/acfi.12740>
- Huang, K., & Shang, C. (2019). Leverage, debt maturity, and social capital. *Journal of Corporate Finance*, 54, 26-46. <https://doi.org/10.1111/acfi.12740>
- ISO 26000, Guidance on Social Responsibility, Discovering ISO 26000. <https://www.iso.org/publication/PUB100258.html>
- İlter, B. (2022). Örgütsel Meşruiyet Aracı Olarak Kurumsal Sosyal Sorumluluk Uygulamaları: Koza Maden İşletmesi Örneği. *Odüsobiad*, 12 (3), 1777-1814. <https://doi.org/10.48146/odusobiad.110174>
- Jamali, D. (2006). Insights into triple bottom line integration from a learning organization perspective. *Business Process Management Journal*, 12(6), 809-821. <https://doi.org/10.1108/14637150610710945>
- Jantadej, K., Wattanatorn, W. (2020). The Effect of Corporate Governance on the Cost of Debt: Evidence from Thailand. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(9), 283–291. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no9.283>
- Jeriji, M. (2022). CSR performance and the cost of financial debt in emerging mena economies. *The Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, 28(4), 1334-1356. <https://cibgp.com/au/index.php/1323-6903/article/view/2671>
- Jiao, Y. (2010). Stakeholder welfare and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2549-2561. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.04.013>
- Jiménez, R. G., & Grima, A. Z. (2020). Corporate social responsibility and cost of equity: literature review and suggestions for future research. *Journal of Business, Accounting and Finance Perspectives*, 2(3), 15. <https://jbafp.archive.jams.pub/article/2/3/57>
- Jin, C., Cong, Z., Dan, Z., & Zhang, T. (2023). COVID-19, CSR, and performance of listed tourism companies. *Finance Research Letters*, 57, 104217. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104217>
- Johnson, R. (2020). The Link Between Environmental, Social and Corporate Governance Disclosure And The Cost Of Capital in South Africa, *Journal Of Economic and Financial Sciences*, 13(1), 1-12. <https://doi.org/10.4102/jef.v13i1.543>
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of management review*, 20(2), 404-437. <https://doi.org/10.2307/258852>

- Jung, J., Herbohn, K., & Clarkson, P. (2018). Carbon risk, carbon risk awareness and the cost of debt financing. *Journal of Business Ethics*, 150, 1151-1171. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3207-6>
- Kadıoğlu, E. Özbay, E. (2021). *Kurumsal Yönetim: Gelişimi, Teorileri ve Uygulamaları*, Ankara: Gazi Kitap Evi.
- Karabulut, R., & Şeker, K. (2020). *İşletmelerde sermaye yapısı ve borçlanma araçları sermaye maliyeti ve sermaye yapısı*: Ankara: İksad yayınevi.
- Kaypak, Ş. (2011). Küreselleşme sürecinde sürdürülebilir bir kalkınma için sürdürülebilir bir çevre. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2011(1), 19-33. <https://hdl.handle.net/11492/292>
- Kılıç, E. Kaya, E. (2023). *Para ve Sermaye Piyasalarında Teorik ve Ampirik Çalışmalar*. Gaziantep: Özgür Yayınları.
- Kılıç, M., & Sakalsız, S. A. (2023). Analysis Of The Validity Of Trade-Off And Pecking Order Theories In Capital Structure Decisions Of Sustainable Companies. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 13(2), 29-46. <https://doi.org/10.47147/ksuiibf.1379933>
- Kılıç, Y., Buğan, M. F., & Özbezek, B. D. (2016). Asimetrik bilgi ve sinyal teorisi: Temettü ve kazanç ilişkisinde panel nedensellik yaklaşımı. *Sciences*, 15(4), 1132-1145. <https://doi.org/10.21547/jss.265502>
- Kim, W. S., & Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *Journal of Financial and quantitative analysis*, 21(2), 131-144. <https://doi.org/10.2307/2330733>
- Koch, N. Bassen, A. (2013). Valuing the carbon exposure of European utilities. The role of fuel mix, permit allocation and replacement investments. *Energy Economics*, 36, 431-441. <https://ssrn.com/abstract=2176152>
- Koçyiğit, S. Gök, G. (2019). *Kurumsal Sosyal Sorumluluk*, Ankara: İksad Yayın Evi.
- Korteweg, A. (2010). The net benefits to leverage. *The Journal of Finance*, 65(6), 2137-2170. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01612.x>
- Kordsachia, O. (2021). A risk management perspective on CSR and the marginal cost of debt: empirical evidence from Europe. *Review of Managerial Science*, 15, 1611-1643. <https://doi.org/10.1007/s11846-020-00392-2>
- Kose, M. A., Nagle, P. S. O., Ohnsorge, F., & Sugawara, N. (2021). What has been the impact of COVID-19 on debt? Turning a wave into a tsunami. Policy Research Working Paper. 9871. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3980291>
- Kotler, P. (2000). *Marketing in the twenty-first century. Marketing Management*, 10th Edition, New Jersey: Millenium.
- Kweh, Q. L., Alrazi, B., Chan, Y. C., Abdullah, W. M. T. W., & Lee, R. M. A. (2017). Environmental, social and governance and the efficiency of government-linked

- companies in Malaysia. *Institutions and Economies*, 9(2), 55-74. <https://tamilperaivu.um.edu.my/index.php/ijie/article/view/4904>
- La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). The impact of corporate social performance on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms. *European Management Journal*, 36(4), 519-529. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.09.007>
- Latvala, S. (2022). *ESG Practices and Cost of Debt: The Moderating Role of Board Gender Diversity Evidence from Nordic Countries* [Unpublished master dissertation]. University of Vasa. <https://urn.fi/URN:NBN:fi-fe2022052338266>
- Lavin, J. F., & Montecinos-Pearce, A. A. (2022). Heterogeneous firms and benefits of ESG disclosure: Cost of debt financing in an emerging market. *Sustainability*, 14(23), 15760. <https://doi.org/10.3390/su142315760>
- Li, Y., Eddie, I., & Liu, J. (2014). Carbon emissions and the cost of capital: Australian evidence. *Review of Accounting and Finance*, 13(4), 400-420. <https://doi.org/10.1108/RAF-08-2012-0074>
- Li, L., Dong, F., Liu, Y., Huang, H., & Wang, S. (2016). The effect of corporate governance on debt financing cost of listed companies. *Journal of Systems Science and Complexity*, 29, 772-788. <https://doi.org/10.1007/s11424-016-5192-3>
- Li, Y., Chen, R., & Xiang, E. (2022). Corporate social responsibility, green financial system guidelines, and cost of debt financing: Evidence from pollution-intensive industries in China. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(3), 593-608. <https://doi.org/10.1002/csr.2222>
- Li, W., Padmanabhan, P., & Huang, C. H. (2024). ESG and debt structure: Is the nature of this relationship nonlinear? *International Review of Financial Analysis*, 91, 103027. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103027>
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Liu, Y., Qiu, B., & Wang, T. (2021). Debt rollover risk, credit default swap spread and stock returns: Evidence from the COVID-19 crisis. *Journal of financial stability*, 53, 100855. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100855>
- Maaloul, A. (2018). The effect of greenhouse gas emissions on cost of debt: Evidence from Canadian firms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(6), 1407-1415. <https://doi.org/10.1002/csr.1662>
- Maaloul, A., Zéghal, D., Ben Amar, W., & Mansour, S. (2023). The effect of environmental, social, and governance (ESG) performance and disclosure on cost of debt: The mediating effect of corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, 26(1), 1-18. <https://doi.org/10.1057/s41299-021-00130-8>

- Magnanelli, B.S. & Izzo, M.F. (2017). Corporate social performance and cost of debt: the relationship. *Social Responsibility Journal*, 13(2), 250-265. <https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2016-0103>
- Mahmoudian, F. Yu, D.& Lu, J. Nazari, J.A. Herremans, I. (2023). Does cost of debt reflect the value of quality greenhouse gas emissions reduction efforts and disclosure?. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 25(100563), 1-47. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2023.100563>
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Rethinking social initiatives by business. *Administrative science quarterly*, 48(2), 268-305. <https://doi.org/10.2307/3556659>
- Martins, A., Couto, G., & Pimentel, P. (2023). Pandemic Effect on Company Sustainability and Debt Policy: The Case of Portugal. doi: 10.20944/preprints202310.0562.v1
- Matsumura, E. M., Prakash, R., & Vera-Muñoz, S. C. (2014). Firm-value effects of carbon emissions and carbon disclosures. *The accounting review*, 89(2), 695-724. <https://doi.org/10.2308/accr-50629>
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Profit maximizing corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 26(4), 504-505. <http://www.jstor.org/stable/3560237> .
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H (1976). Theory of the Firm. Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American economic review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Mohr, L. A., Webb, D. J., & Harris, K. E. (2001). Do consumers expect companies to be socially responsible? The impact of corporate social responsibility on buying behavior. *Journal of Consumer affairs*, 35(1), 45-72. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6606.2001.tb00102.x>
- Molina, C. A., & Preve, L. A. (2009). Trade Receivables Policy of Distressed Firms and Its Effect on the Cost of Financial Distress. *Financial Management*, 38(3), 663–686. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01051.x>
- Mosca, F., & Civera, C. (2017). The evolution of CSR: An integrated approach. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, (1), 16-35. <https://doi.org/10.4468/2017.1.03mosca.civera>
- Myers, S. (1984), The Capital Structure Puzzle. Working Paper 1393. <https://doi.org/10.3386/w1393>

- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Nandy, M., & Lodh, S. (2012). Do banks value the eco-friendliness of firms in their corporate lending decision? Some empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 25, 83-93. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2012.06.008>
- Nguyen, H. T., Phan, H. V., & Vo, H. (2023). Agency problems and corporate social responsibility: Evidence from shareholder-creditor mergers. *International Review of Financial Analysis*, 90, 102937. [10.1016/j.irfa.2023.102937](https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102937)
- Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). The intertemporal approach to the current account. *Handbook of international economics*, 3, 1731-1799. [https://doi.org/10.1016/S1573-4404\(05\)80014-0](https://doi.org/10.1016/S1573-4404(05)80014-0)
- OECD (2015), OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015 Edition, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264244160-en>
- OECD (2011), OECD Guidelines for Multinational Enterprises, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264115415-en>
- Oikonomou, I., Brooks, C. and Pavelin, S. (2014), The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings. *Financial Review*, 49(1), 49-75. <https://doi.org/10.1111/fire.12025>
- Özer, G., Aktaş, N. ve Çam, İ., (2023a). Environmental, Social, and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Publicly Listed Companies in Turkey, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 18(2), 337–353. Doi: 10.17153/oguiibf.1239759. <https://doi.org/10.17153/oguiibf.1239759>
- Özer, G., Çam, İ., & Çerez, S. (2023b). Kurumsal Yönetimin Borç Maliyetine Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. *Business and Economics Research Journal*, 14(2), 217-226. <https://doi.org/10.20409/berj.2023.412>
- Palea, V., Drogo, F., (2020) Carbon Emissions And The Cost Of Debt In The Eurozone: The Role Of Public Policies, Climate-Related Disclosure And Corporate Governance. *Business Strategy And The Environmental*, 29(8), 2953-2972. <https://doi.org/10.1002/bse.2550>
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of financial economics*, 142(2), 572-597. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001>
- Piechocka-Kałużna, A., Thuczak, A., & Łopatka, P. (2021). The impact of CSR/ESG on the cost of capital : a case study of US companies. *European Research Studies Journal*, 24(3), 536-546. <https://doi.org/10.35808/ersj/2510>
- Piot, C., & Missonier-Piera, F. (2007). Corporate governance, audit quality and the cost of debt financing of French listed companies. *Communication présentée au 28ème Congrès de l'Association Francophone de Comptabilité, Poitiers*. Available At <https://www.Researchgate.Net/Publication/228618891>.

- Pizzutilo, F. Mariani, M. Caragnano, A. & Zito, M. (2020). Dealing with Carbon Risk and the Cost of Debt: Evidence from the European Market. *International Journal Of Financial Studies*, 8(4), 61. <https://doi.org/10.3390/ijfs8040061>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Ramelli, S., Wagner, A.F. (2020). Feverish stock price reactions to COVID-19. *The Rev. Corporate Finance Stud.* 9(3), 622–655. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>
- Ratajczak, P., & Mikołajewicz, G. (2021). The impact of environmental, social and corporate governance responsibility on the cost of short-and long-term debt. *Economics and Business Review*, 7(2), 74-96. <https://doi.org/10.18559/ebr.2021.2.6>
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The Incentive-Signalling Approach. *The bell journal of economics*, 23-40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Saraç, M. (2012). *Finansal yönetim*. İstanbul Üniversitesi, A. V. U. E. Fakültesi. <https://avys.omu.edu.tr>
- Saydam, A. (2016). *Sürdürülebilirlik-İletişimin derin mavisi*. İstanbul: Boyut Yayın Grubu.
- Schauten, M., & Blom, J. (2006). Corporate Governance and the Cost of Debt , Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=933615> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.933615>.
- Schneider, T. E. (2011). Is environmental performance a determinant of bond pricing? Evidence from the US pulp and paper and chemical industries. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1537-1561. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01064.x>
- Schoenmaker, D. (2017). *Investing for the common good: A sustainable finance framework*: Brussels: Bruegel Press.
- Senadheera, S. S., Withana, P. A., Dissanayake, P. D., Sarkar, B., Chopra, S. S., Rhee, J. H., & Ok, Y. S. (2021). Scoring environment pillar in environmental, social, and governance (ESG) assessment. *Sustainable Environment*, 7(1), 1960097. <https://doi.org/10.1080/27658511.2021.1960097>
- Shad, M. K., Lai, F. W., Shamim, A., & McShane, M. (2020). The efficacy of sustainability reporting towards cost of debt and equity reduction. *Environmental Science and Pollution Research*, 27, 22511-22522. <https://doi.org/10.1007/s11356-020-08398-9>
- Sharfman, M. P. & Fernando, C. S. (2008). Environmental Risk Management And The Cost Of Capital. *Strategic Management Journal*, 29, 569–592. <https://doi.org/10.1002/smj.678>
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213-2230. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785863>
- SPK. (2023). Sermaye Piyasası Araçları (Erişim tarihi: 20 Haziran 2023). <https://spk.gov.tr/>

- Sroufe, R., & Gopalakrishna Remani, V. (2018). The mediating effects of social sustainability on employee engagement practices and performance. *In Academy of Management Proceedings*, 2018(1) p .12155). <https://doi.org/10.1177/1086026618756611>
- Stojanovic, I., Puška, A., Ozbalci, S., & Bolek, M. (2023). The Effects of the Covid-19 Pandemic on Corporate Social Responsibility and Business Performance in Companies Listed on the Warsaw Stock Exchange. *Economics: Innovative & Economic Research Journal/Casopis za Ekonomsku Teoriju i Analizu*, 11(2). <https://doi.org/10.2478/eoik-2023-0059>
- Suchman, L. (1995). Making work visible. *Communications of the ACM*, 38(9), 56-64. <https://doi.org/10.1145/223248.223263>
- Sufi, A. (2009). Bank Lines of Credit in Corporate Finance. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1057-1088. <https://doi.org/10.1093/revfin/hhm007>
- Sun, H., Wang, G., Bai, J., Shen, J., Zheng, X., Dan, E., Chen, F. & Zhang, L. (2022). Corporate sustainable development, corporate environmental performance and cost of debt. *Sustainability*, 15(1), 228. <https://doi.org/10.3390/su15010228>
- Söker, F. (2021). Sermaye Yapısı ve Sermaye Maliyeti. *Güncel Finansal Yönetim Yaklaşımları*, 145. <https://Books.Google.Com.Tr>
- T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı. (2019). On birinci kalkınma planı 2019-2023. <https://Www.Sbb.Gov.Tr>
- TCMB. (2023). *Para politikası raporu: 2023-IV*. (Erişim tarihi: 2 Kasım 2023). Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları. <https://www.tcmb.gov.tr>.
- Taggart Jr, R. A. (1989). Consistent valuation and cost of capital expressions with corporate and personal taxes. <https://www.nber.org/system/files/working-papers/w3074/w3074.pdf>
- Taghizadeh-Hesary, F., N. Yoshino, & P. Han. (2021). Analyzing the characteristics of green bond markets to facilitate green finance in the post-COVID-19 world. *Sustainability*, 13(10), 5719. <https://doi.org/10.3390/su13105719>
- Takahashi, K., & Shino, J. (2023). Greenhouse gas emissions and bank lending. Basel: Bank for International Settlements, *Monetary and Economic Department*. <https://esgcenter.eu/wp-content/uploads/2023/03/BIS-working-paper.pdf>
- Tan, J., Chan, K. C., & Chen, Y. (2022). The impact of air pollution on the cost of debt financing: Evidence from the bond market. *Business Strategy and the Environment*, 31(1), 464-482. <https://doi.org/10.1002/bse.2904>
- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195-214. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L)
- Temiz, H. (2022). Environmental performance and cost of finance: evidence from emerging markets. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13(5), 1229-1250. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-12-2021-0537>

- Temiz, H., & Varıcı, İ. (2022). Sürdürülebilirlik, kurumsal sosyal sorumluluk ve finansmana erişim arasındaki ilişkinin incelenmesi: BIST örneği. *Journal of Mehmet Akif Ersoy University Economics and Administrative Sciences Faculty*, 9(1), 406-431. <https://doi.org/10.30798/Makuiibf.912331>.
- Thu, P. A., & Khanh, T. H. T. (2021). Corporate social responsibility, board independence, state ownership and cost of debt in Vietnamese firms. *Pt. 2 J. Legal Ethical & Regul. Isses*, 24, 1. <https://www.abacademies.org>
- Ting, I. W. K., Azizan, N. A., Bhaskaran, R. K., & Sukumaran, S. K. (2019). Corporate Social Performance and Firm Performance: Comparative Study among Developed and Emerging Market Firms. *Sustainability*, 12(1), 26. <https://doi.org/10.3390/su12010026>.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Top, S. ve Öner, A. (2008). İşletme perspektifinden sosyal sorumluluk teorisinin incelenmesi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 4(7), 97-110. <https://dergipark.org.tr/en/pub/ijmeh/issue/54832/750710>
- Top, S., & Öge, E. (2012). İşletmelerde vekalet teorisinin öngörü ve varsayımları bağlamında yönetim olgusuna genel bir bakış. *Anadolu Bil Meslek Yüksekokulu Dergisi*, (27), 62-84. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/747455>
- Turhan, G. D., Özen, T., & Albayrak, R. S. (2018). Kurumsal sürdürülebilirlik kavramı, stratejik önemi ve sürdürülebilirlik performansı ölçümü. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 9(1), 17-37. <http://dx.doi.org/10.18354/esam.304155>
- TÜSİAD (2002). Kurumsal yönetim en İyi uygulama kodu: Yönetim kurulunun yapısı ve İşleyişi. İstanbul: TÜSİAD.
- Wahlström, J., & Carlsson, O. (2020). The relationship between CSR and the interest bearing cost of debt. *UMEA University school of business economics and statistics*. An analysis of Nordic countries. Available at: <https://www.diva-portal.org>
- Weber, J. (2018). Corporate social responsibility disclosure level, external assurance and cost of equity capital. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(4), 694-724. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2017-0112>
- Wijaya, C. A., & Kusuma, E. P. (2021). The Effect of CSR Disclosure to the Firm's the Cost of Debt: Evidence from Indonesian Companies Listed in Sri-Kehati Index from 2010-2019. *iBuss Management*, 9(2). <https://doi.org/10.28992/ijssam.v5i1.325>
- Xu, H., Xu, X., & Yu, J. (2021). The impact of mandatory CSR disclosure on the cost of debt financing: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(8), 2191-2205. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1657401>
- Yadav, S., Srivastava, J. (2023). CSR, Monitoring Cost and Firm Performance During Covid-19: Balancing Organizational Legitimacy and Agency Cost. *Accounting Research Journal*, 36(2/3), 183-200. <https://doi.org/10.1108/ARJ-07-2021-0191>

- Yerdelen Tatoğlu, F. (2020). *Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Yeni, O. (2014). Sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma: bir yazın taraması. *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 16(3), 181-208. <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/287214>
- Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635. Yoon, B., Lee, J. H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635.
- Yoshino, N., Taghizadeh-Hesary, F., & Otsuka, M. (2021). Covid-19 and optimal portfolio selection for investment in sustainable development goals. *Finance research letters*, 38, 101695. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101695>
- Yuan, C. & She, C.H., (2014). Corporate Social Responsibility and Profitability: Cost of Debt as the Mediator. *Taipei Economic Inquiry*, 50(2), 291-357. <https://doi.org/10.1186/s40991-023-00081-9>
- Yükeri, Y. (2009). *İmalat Sanayi İşletmelerinin Sermaye Yapısı Kararlarını Etkileyen Faktörlerin İncelenmesi: Adana Hacı Sabancı Organize Sanayi Bölgesi'nde Bir Uygulama*. [Yayımlanmamış Yüksek lisans Tezi]. Çukurova Üniversitesi.
- Zhang, D., Wang, C., & Dong, Y. (2022). How does firm ESG performance impact financial constraints? An experimental exploration of the COVID-19 pandemic. *The European journal of development research*, 35(1), 219. . <https://doi.org/10.1057/s41287-021-00499-6>
- Zuraida, Z., Houqe, M. N., & Van Zijl, T. (2018). Value relevance of environmental, social and governance disclosure. In *Research handbook of finance and sustainability* (458-483). Edward Elgar Publishing. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2376521>



EKLER

Ek A.1. Analizlere Dahil Edilen Şirketler ve Sektörleri

Sektör	Şirket Ünvanı
Endüstriyel Metaller ve Madencilik	Borusan Yatırım ve Pazarlama A.Ş.
	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A. Ş
	İskenderun Demir ve Çelik A.Ş.
Endüstriyel Taşımacılık	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
Endüstriyel Mühendislik	Tav Havalimanları Holding A. Ş
Elektrik	Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.
	Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.
	Enerjisa Elektrik Dağıtım A.Ş.
	Galata Wind Enerji A. Ş
	Zorlu Osmangazi Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Ev Eşyaları	Arçelik A.Ş.
	Vestel Beyaz Eşya San ve Tic.
	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A. Ş
Finansal Hizmetler (Sektör)	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.
Gıda Üreticileri	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.
	Tat Gıda Sanayi A.Ş.
	Pınar Süt Mamulleri Sanayii A.Ş.
Gıda ve İlaç Perakendecileri	Şok Marketler Ticaret A.Ş.
	Migros Ticaret A.Ş.
	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.
	Bizim Toptan Satış Mağazaları A.Ş.
Genel Perakendeciler	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.
	Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Genel Sanayi	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş
	Anadolu Grubu Holding A
Gaz, Su ve Çoklu Hizmetler	Aygaz A.Ş.
Havacılık ve Savunma	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
İçecekler	Coca-Cola İçecek A.Ş.
	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.
İmalat	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş..
	Sasa Polyester Sanayi A.Ş.
	Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.

	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
	Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.
İnşaat ve Malzemeler	Qua Granite Hayal Yapı ve Ürünleri Sanayi Ticaret A.Ş.
	Enka İnşaat Ve Sanayi A.Ş.
	Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.
	Alarko Holding A.Ş.
Kimyasallar	Hektaş Ticaret T.A.Ş.
	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
	Polisan Holding A.Ş.
Kimya İlaç Petrol Lastik ve Plastik Ürünler	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
Mali Kuruluşlar	Tekfen Holding A.Ş.
	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
Otomobiller ve Parçaları	Ford Otomotiv Sanayi
	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.
	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
Petrol ve Gaz Üreticileri	Koç Holding A.Ş.
Seyahat ve Eğlence	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.
	Türk Hava Yolları A.O.
Sabit Hat Telekomünikasyon	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.
Teknoloji Donanımı ve Ekipmanları	Netaş Telekomünikasyon A.Ş.
Teknoloji	Kontrolmatik Teknoloji Enerji ve Mühendislik A.Ş.
Taş ve Toprağa Dayalı	Akçansa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Yazılım ve Bilgisayar Hizmetleri	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Ek A.2. CP VIF Değerleri

Değişken	VIF	1/VIF
CP	1,36	0,762
Kovid	1,06	0,941
FB	1,34	0,744
FK	2,30	0,435
AKAR	1,31	0,760
CO	1,72	0,581
DVO	1,58	0,632
SEK	1,37	0,730
Mean VIF	1,51	

Ek A.3. SP VIF Değerleri

Değişken	VIF	1/VIF
SP	1,35	0,738
Kovid	1,10	0,907
FB	1,31	0,765
FK	2,30	0,435
AKAR	1,33	0,750
CO	1,72	0,582
DVO	1,57	0,637
SEK	1,36	0,735
Mean VIF	1,50	

Ek A.4. YP VIF Değerleri

Değişken	VIF	1/VIF
YP	1,17	0,854
Kovid	1,03	0,971
FB	1,22	0,818
FK	2,29	0,436
AKAR	1,32	0,757
CO	1,73	0,579
DVO	1,54	0,649
SEK	1,36	0,737
Mean VIF	1,46	

ÖZGEÇMİŞ

Elham Khakipour Dizaj, 2003 yılında İran'ın Tebriz kentinde muhasebe alanında ön lisans eğitimini, 2010 yılında ise muhasebe ve finans alanında lisans eğitimini tamamlamıştır. 2015 yılında Trabzon'daki Karadeniz Teknik Üniversitesi'nde finans alanında yüksek lisansını tamamlamış ve aynı yıl Avrasya Üniversitesi'nde öğretim görevlisi olarak muhasebe ve finans dersleri vermeye başlamıştır. 2019 yılında ise Yalova Üniversitesi'nde işletme doktora programına başlamıştır.

TEZDEN ÜRETİLEN YAYIN VE ESERLER

Dizaj, E. K. (2024). Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı, Borç Finansman Maliyetini Etkiler Mi? Borsa İstanbul Örneği. *International Review of Economics and Management*, 12(1), 45-66. <https://doi.org/10.18825/iremjournal.1481382>