

Alper, Değer ve Ebru Aydoğan (2018). "Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Firma Performansına Etkisi: Türkiye rneği". *Uludağ Üniversitesi Fen-Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi*, C. 19, S. 34, s. 185-214.

DOI: 10.21550/sosbilder.319457

KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUğUN FİRMA PERFORMANSINA ETKİSİ: TÜRKİYE RNEğİ

Değer ALPER*
Ebru AYDOğAN**

Gönderim Tarihi: Haziran 2017

Kabul Tarihi: Eylül 2017

ÖZET

Bu çalışmanın amacı gelişmekte olan bir ülke konumundaki Türkiye’de, 2007-2015 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde işlem gören firmaların finansal performansları ile kurumsal sosyal sorumluluk düzeyleri arasındaki ilişkiyi analiz etmektir. Çalışmada, Türkiye’de yapılan diğer çalışmalardan farklı olarak dinamik bir metot olan Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu (sistem GMM) kullanılmıştır. Çalışmada bağımlı değişken olarak muhasebe temelli ROA ve piyasa temelli Tobin’s Q olmak üzere iki oran, bağımsız değişken firmaların kurumsal sosyal sorumluluk notları kullanılmıştır. Ayrıca finansal kaldıraç ve firma büyüklüğü kullanılan araç değişkenlerdir. Analiz sonucunda, firmaların KSS düzeyleri ile iki performans göstergesi arasında da istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Sözcükler: *Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Firma Performansı, Kurumsal Sosyal Sorumluluk Endeksi, Dinamik Panel Veri Analizi, Sistem GMM*

* Doç. Dr., Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, dalper@uludag.edu.tr

** Araç. Gör., Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü, ebruaydogan@uludag.edu.tr

Impact of Corporate Social Responsibility on Firm's Performance: The Case of Turkey

ABSTRACT

The objective of this study is to examine whether there is a relationship between the performances and corporate social responsibility levels of companies traded in BIST Corporate Governance Index between 2007 and 2015 in Turkey, which is an emerging market. Different from the previous studies conducted in Turkey, the analysis is conducted with a dynamic method, the System Generalized Moments Method (system GMM). Dependent variable in the study is the company performance and as company performance indicator accounting-based ROA and market-based Tobin's Q ratios, as the independent variable corporate social responsibility scores are utilized. Control variables, are determined as company size and financial leverage. Analysis results demonstrated that there is a positive and statistically significant relationship between corporate social responsibility scores and accounting-based ROA and market-based Tobin's Q ratios.

Keywords: *Corporate Social Responsibility, Firm Performance, Corporate Social Responsibility Index, Dynamic Panel Data Analysis, System GMM*

GİRİŞ

İşletmelerin ortakları kadar tüm paydaşlarına karşı da sorumluluğu olduğunu savunan kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) kavramı için dönüm noktasının 1953'de, Howard R. Bowen'ın "Social Responsibilities of the Businessman" kitabı ile gerçekleştiği kabul edilmektedir (Carroll 1999: 269). KSS 1970'lerden bu yana hem yönetim hem ekonomi literatüründe tartışılan önemli konulardan biri olması yanında uygulamada da işletmelerin daha çok önem vermeye başladığı bir alan haline gelmiştir. KSS'yi kendi işletmelerine entegre etmek için giderek daha fazla sayıda işletme çaba sarfetmeye başlamıştır (Ghoul vd. 2011: 2388). İşletmelerin büyük bir kısmı KSS faaliyetlerini günümüz rekabet ortamında stratejik bir zorunluluk olarak görmekte ve farklı paydaşları birbirine bağlayan etkili bir araç olarak kabul etmektedir. Capital Dergisi'nin, "Kurumsal Sosyal Sorumluluk

Liderleri” araştırmasında yer alan şirket liderleri KSS’yi şirket startejiinin bir parçası olarak gördüklerini ve bu alanda gelişen yeni kurallara göre çalıştıklarını belirtmişlerdir (<http://www.capital.com.tr/arastirmalar/yeni-nesil-kss-donemi>).

alışmalar, sosyal içerikli reklamların giderek artış gösterdiğini ve birçok firmanın, sosyal içerikli faaliyetlerini teşvik eden büyük ulusal reklam kampanyalarını fonladıklarını göstermektedir (Luo ve Bhattacharya 2006: 1). Örneğin, CECF Giving in Numbers 2013 raporuna göre, Fortune 500’n en büyük 100 şirketi 2012 yılında 60,95 milyon\$ bağışta bulunmuştur (Bai ve Chang 2015: 505).

Günümüzde işletmeler kadar işletme paydaşlarının da KSS faaliyetleri ile ilgili farkındalığı artmıştır. Artık ulusal ve uluslararası alanda çeşitli menfaat sahipleri artan ticari gücün işletmeler tarafından daha sorumlu kullanılmasını beklemektedir (Turker 2009: 411). Işletmelerin paydaşlarına karşı olan sorumlulukları, Carroll (1979) tarafından ekonomik, etik, hukuki ve ihtiyari sorumluluklar olarak dört gruba ayrılmıştır. Carroll (1979), bu sorumlulukları bir piramit içinde birbirini izleyen seviyeler olarak tanımlamış ve gerçek sosyal sorumluluğun bu seviyelerin hepsinin yerine getirilmesi ile gerçekleştirilebileceğini belirtmiştir (Matten 2006: 6). Paydaşlar, beklentileri ile uyumlu hareket eden işletmelere son derece olumlu yönde tepki vermektedir. Dünyanın en büyük 15 pazarındaki tüketicilerin %73’ KSS faaliyetinde bulunan firmaları tavsiye etmektedir (Kang vd. 2016: 59). Ayrıca paydaşların bu olumlu tepkisi, yalnızca tüketim alanında değil, yatırım ve istihdam alanında da olmakta (Sen vd. 2006: 160) ve nihai olarak da firma performansını ve değerini arttırmaktadır. Luo ve Bhattacharya (2006), KSS faaliyetlerinin firma değerini pozitif olarak etkilediğini ne srmiştir. Ayrıca, ortalama 48 milyar \$ piyasa değerine sahip tipik bir işletme için, bir birimlik KSS derecelendirme artışının izleyen yıllarda ortalama 17 milyon \$’lık daha fazla kar ile sonuçlandığını ortaya koymuşlardır (Luo ve Bhattacharya, 2006: 29).

Sermaye sağlama olanaklarının giderek zorlaşması, hisse senedi piyasalarının KSS faaliyetleri konusunda daha teşvik edici konuma gelmesini sağlamıştır. Analistler ve yatırımcılar artan şekilde işletmelerin etik politikalarını sorgulamaya başlamıştır (Matten 2006: 12). Dünyanın en büyük kurumsal varlık yöneticileri¹, sosyal, ahlaki ve çevresel olarak sorumlu olan şirketlere yatırım yapma konusundaki kararlılıklarını kamuya açıkça göstermişlerdir (Guenster vd. 2011: 680). Ayrıca, hisse senedi analistleri ve medya da KSS alanında iyi işletmeler hakkındaki haberleri analiz etmek ve raporlamak için daha fazla zaman harcama eğilimi göstermektedir. Yatırımcılara ve diğer paydaşlara karşı sorumlu kurumsal vatandaş imajlarını koruyan işletmeler, yüksek sorumluluk sahibi yatırımcıları kendisine çekeabilmekte ve yatırımcı tabanını genişleterek sermaye maliyetini düşürebilmektedir (Ghoul, vd. 2011: 2401). Ayrıca Lee ve Faff (2009), yüksek KSS faaliyetinde bulunan firmaların daha düşük seviyede bir sistematik olmayan riske sahip olduğunu belirtmişlerdir. Bunun yanında, Sun ve Cui (2014) KSS'nin özellikle dinamik çevre koşullarında temerrüt riskini azalttığını ortaya koymuştur.

Yapılan diğer çalışmalar ise, KSS faaliyetlerinin rekabet avantajı sağladığını, firma itibarı, müşteri memnuniyeti, çalışan memnuniyeti, yetenekli çalışanları istihdam etme, yoluyla firma performansını ve değerini arttırdığını, özkaynak maliyetini düşürdüğünü ortaya koymuşlardır (Saeidi 2014: 1; Afsheen 2015: 57; Flammer 2013: 5, Greening ve Turban 2000: 276; Ghoul vd. 2011: 2388).

İşletmeler etik, idari, politik, ekonomik nedenlerle KSS faaliyetlerinde bulunmaktadır (Matten 2006: 39). Ekonomik açıdan; işletme için bir maliyet unsuru olan KSS faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkisinin araştırılması önemlidir. Bu çalışmanın amacı, gelişmekte olan bir ülke konumundaki Türkiye'de, 2007-2015 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde (BIST XKURY)

¹ ABD'de CalPERS, İngiltere'de Universities Super annuation Scheme, Hollanda'da ABP ve PGGM ve İsveç'te AP7 gibi.

yer alan firmaların performansları ile kurumsal sosyal sorumluluk düzeyleri arasındaki ilişkinin analiz edilmesidir. Analiz Türkiye’de yapılan diğer çalışmalardan farklı olarak dinamik bir metot olan Sistem Genelleştirilmiş Momentler Metodu (Sistem GMM) kullanılarak yapılmıştır. Firma performans göstergesi olarak muhasebe temelli ROA ve piyasa temelli Tobin’s Q olmak üzere iki oran kullanılmıştır.

Çalışma şu şekilde düzenlenmiştir: İkinci bölümde kurumsal sosyal sorumluluk kavramının gelişimi ve önemi incelenmiştir. Üçüncü bölümde kurumsal yönetim performans ilişkisine ait literatüre değinilmiştir. Dördüncü bölümde veri, metodoloji açıklanmış ve analiz sonuçlarına ve son bölümde de sonuç kısmına yer verilmiştir.

KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK KAVRAMININ GELİŞİMİ ve ÖNEMİ

KSS kavramı üzerine literatürde kesinleşmiş ve genel kabul görmüş bir tanım bulunmamaktadır. KSS literatüründeki bu karışıklığın büyük kısmının, bu alanda yapılmış net bir tanım ve varsayım olmamasından kaynaklandığı düşünülmektedir. Net bir tanım olmamasına rağmen, KSS üzerine yapılan tüm tanımların ortak noktası, firmaların çevresel yönetim stratejilerini belirlerken toplumun beklentilerini de karşılamaları gerektiği yönündedir (Saeidi 2014: 2). Genel olarak KSS, “firmaların, saf ekonomik çıkarlarının ötesinde, farklı paydaşları olumlu etkilemeyi hedefleyen gönüllü faaliyetleridir” denilebilir (Turker 2009: 413).

KSS kavramından ilk kez, firmaların topluma karşı sorumlulukları olduğunu belirten ve John Maurice Clark tarafından 1926’da yayınlanan monografide bahsedilmiştir. Ancak KSS kavramı için dönüm noktasının 1953’de, Howard R. Bowen’ın “Social Responsibilities of the Businessman” adlı kitabı ile gerçekleştiği kabul edilmektedir (Carroll 1999: 269). 1950’ler ve 1960’lar da KSS araştırmalarının teorik odağı, KSS’yi teşvik edecek makro-sosyal kurumlar üzerine kurulmuştur. Bowen (1953) KSS kavramını, serbest

piyasa ekonomisinin doğasında olan bazı sosyal başarısızlıkların düzeltici ve tamamlayıcı önemi olarak belirtmiştir. Bunun yanında, 1970 yılında Milton Friedman, yayınladığı “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits” makalesi ile şirketler için sosyal sorumluluk kavramına, aksi yönde bir görüş öne sürmüştür. Friedman (1962), KSS’den kaynaklanan maliyetlerin, KSS’nin sağladığı finansal faydaları aşması durumunda bunun hissedarların değer maksimizasyonu ilkesi ile tutarlı olmayacağını, bu nedenle de KSS ile finansal performans arasında negatif bir ilişki olacağını öne sürmüştür. (Aktaran, Fiori vd. 2007: 3). Friedman (1970), KSS faaliyetlerinin geçerliliğine itiraz etmekten ziyade, bu faaliyetlerin firmanın çıkarları için gerçekleştirildiğinde, KSS adı altında kar maksimizasyonu olacağını öne sürmüştür. Friedman (1970)’in ortaya attığı bu görüş, “Hissedar Teorisi-Shareholder Theory” olarak başka araştırmacılar tarafından da desteklenmiştir. Bu görüşü destekleyenlere göre şirketler yürürlükteki yasalara, etik standartlara ve uluslararası normlara uymak yanında sadece hissedarlarına karşı sorumludur ve topluma karşı başka yükümlülükleri bulunmamaktadır (Matten 2006: 10; Zu 2009: 19; Baker ve Nofsinger 2012: 1, Freeman ve Hasnaoui, 2011: 420).

1980’lere gelindiğinde Edward Freeman (1984) tarafından “Paydaş Teorisi-Stakeholder Theory” geliştirilmiştir.² Paydaş teorisinin temel görüşü, şirketin refahını etkileyebilecek veya şirketin refahından etkilenebilecek herkesin çıkarının dikkate alınması gerektiği üzerinedir (Baker ve Nofsinger 2012: 1). Paydaş teorisi, kaynak tabanlı görüş ve işlem maliyeti görüşü olmak üzere iki şekilde karakterize edilmiştir. Kaynak tabanlı görüş; firmanın heterojen ve sabit kaynaklarının sürdürülebilir rekabet avantajı yaratmakta anahtar rol oynadığını öne sürmektedir. Bu şekilde firmalar rakiplerinin taklit edemeyeceği ek beceriler geliştirerek rekabet avantajı elde etmektedir. İşlem maliyeti görüşüne göre ise, paydaşlarının taleplerini karşılayan firmalar, paydaşlarla olası çatışmaları ve hükümet düzenlemeleri, sendika

² Paydaş terimi ilk kez 1960’larda kullanılmasına rağmen, bir teori olarak sunulması 1980’ler de Edward Freeman tarafından yapılmıştır (Matten, 2006: 16).

sözleşmeleri gibi sözleşmeye bağlı uyum mekanizmalarının işlem maliyetini azaltabilmektedir. Bu açıdan KSS, firma itibarının iyileştirilmesinde, tüketici eylemleri ve yasal işlemler konusundaki riskin azaltılmasında etkili bir araç olarak kabul edilmiştir (Becchetti vd. 2012: 1629; Guney ve Schilke 2010: 5; Inoue ve Lee 2011: 793).

Bir şirketin paydaşları/menfaat sahipleri, şirketin faaliyetlerinden etkilenen ya da meşru çıkarı olan çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, yöneticiler, yerel topluluklar gibi kişi ve gruplardan oluşmaktadır. Paydaşlar firmanın varlığını sürdürebilmesi için büyük öneme sahiptir. Nitelikli paydaşlar, firmanın karı ve satışları artırma yanında toplum refahını arttıracak sorumluluklarının olduğunu da bilmektedir. KSS, firmaların tüm bu paydaşlarını ve çevreyi de içine alacak şekilde faaliyetlerini organize etmesine imkân tanımaktadır. Paydaş teorisi, işletme paydaşlarını birincil (çalışanlar ve müşteriler) ve ikincil (toplum ve kar amacı gütmeyen kuruluşlar) paydaşlar olarak ayırmıştır. Birincil paydaşlar firma faaliyetlerine doğrudan ve sıklıkla katılım sağlarken ikincil paydaşlar firmayı dolaylı şekilde etkilemektedir. Bu nedenle müşteri ve çalışanlar, firma performansına en çok katkısı olan paydaşlardır (Afsheen 2015: 55; Freeman 1984: 53; Bai ve Chang 2015: 508).

Müşteriler, KSS faaliyetlerinde bulunan firmalara daha fazla ilgi duymaktadır. Çünkü bu tür firmalar faaliyetlerini karın ötesinde müşteri menfaatini de dikkate alarak sürdürmektedir. Ayrıca, müşteriler firmanın KSS faaliyetlerinin istenen düzeyde ve beklentilerine uygun olduğunu fark ettiğinde, zihinlerinde ürün ve hizmet konumlandırmasının yapılması daha kolay olacaktır. Müşteriler dikkate alınarak yapılan KSS faaliyetleri, müşteriye fayda ve kalite algısı sunarak firmanın pazarlama yeterliliğinin artmasını ve üstün performansa ulaşmasını sağlayacaktır. Luo ve Bhattacharya (2006), müşteri memnuniyetinin KSS ve piyasa değeri arasındaki ilişkiyi ve firmanın uzun dönemli finansal performansını olumlu etkilediğini belirtmişlerdir. Fakat firmanın bu avantajlardan yararlanması için reklam ve pazarlama stratejileri ile KSS girişimleri hakkında müşteri

farkındalığını arttırması gerekmektedir. Müşteri farkındalığı, KSS ve firma değeri arasındaki pozitif ilişkinin geliştirilmesinde önemli katkıları olan bir değişken olarak kabul edilmektedir. Bu tür eylemler yeni müşterilerin de ilgisini çekerek şirketin karlılığına ve rekabet gücüne olumlu etki edebilmektedir(Mujahid ve Abdullah 2014: 182; Bai ve Chang 2015: 511; Flammer 2013:5; Afsheen 2015: 55). Ayrıca (Kavaliauske ve Stancikas 2014: 797), firmanın KSS faaliyetleri hakkındaki farkındalığın, yatırımcı açısından şirkete yatırım yapma niyetini de olumlu yönde etkileyeceğini belirtmişlerdir.

Çalışanlara yönelik KSS faaliyetleri, çalışanların ek eğitimler yoluyla yeteneklerini ve kariyerlerini geliştirmelerine, çalışma ortamının iyileştirilerek iş-yaşam dengelerinin kurulmasına olanak sağlamaktadır. Bu olanaklar işyerinde katılımcı çalışma ortamının ve çalışan bağlılığının oluşmasına, çalışan memnuniyetinin ve refahının artmasına katkıda bulunmaktadır(Turker 2009: 419). Tüm bu etkenler çalışan motivasyonunu arttırırken işletmelerin yüksek kalitede işgücünü istihdam etmelerini kolaylaştırmaktadır. Greening ve Turban (2000), firmaların, kaliteli ürünleri ve hizmetleri, kadınlara ve çevreye olan davranışları ve çeşitlilik yoluyla istihdam açısından cazip hale geleceklerini ve rekabet avantajı elde edeceklerini belirtmiştir. KSS şirket hedefleri ve çalışan motivasyonu arasındaki uyumu geliştirerek, maliyetleri düşürüp verimliliği arttıracak bir kanaldır(Becchetti vd. 2012: 1629). Sonuç olarak ise işletmenin ürün ve hizmetlerinin kalitesi, pazarlama yeteneği, verimliliği artmakta işletmenin performans ve karlılığı yükselmektedir. Bunun yanında çalışanlara yönelik KSS faaliyetleri, uzun vadede yatırım performansını da arttırmaktadır. Edmans (2011), çalışan motivasyonunun uzun vadede hisse senedi getirilerinin yükselmesine neden olduğunu ve çalışan refahının bir dizi fon tarafından dikkate alınan KSS göstergesi olduğunu belirtmiştir(Edmans 2011: 623; Bai ve Chang 2015: 511; Alshammari 2015: 16; Elms and Behaylo 2012: 21). Kısaca, işletmelerin faaliyetlerini sürdürürken, çalışanlarının ve müşterilerinin menfaatlerini gözetmesi, maksimum karlılık ve uzun vadeli sürdürülebilir büyümeyi

yakalamalarını ve hissedar refahının da artmasını sağlayacaktır(Mujahid ve Abdullah 2014: 184). Diğer bir deyişle, paydaşların menfaatleri gözetilerek yapılan faaliyetler nihai olarak hissedar değerinin ve refahının artmasını sağlamaktadır.

LİTERATÜR TARAMASI

Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin firma performansına etkisi üzerine farklı ülkelerde farklı yöntemlerle birçok çalışma yapılmıştır. Kurumsal sosyal sorumluluk firma performansı ilişkisi üzerine yapılan bu çalışmalar farklı sonuçlar ortaya koymuştur. Bu çalışmaların bir kısmı KSS firma performansı arasında negatif ilişki olduğu sonucuna varmıştır(Friedman, 1970; Vance, 1975). Bu çalışmalar, firmaların ek maliyet doğuran sosyal sorumluluk faaliyetleri ile diğer firmalara göre ekonomik açıdan dezavantajlı duruma düştüklerini ileri sürmektedir. Diğer çalışmalar KSS ve firma performansı arasında pozitif ya da negatif herhangi bir ilişki olmadığını ileri sürmektedir. Aupperle vd. (1985), KSS ile karlılık arasında pozitif ya da negatif bir ilişki olmadığını, sosyal açıdan sorumlu davranmanın firmalara fayda ya da zarar getirmeyeceğini öne sürmüşlerdir. Ullman (1985), teorideki ve ampirik veri tabanlarındaki yetersizlikler nedeniyle KSS ile finansal performans arasında belirgin bir eğilimin bulunmadığını belirtmiştir. McWilliams ve Siegel (2001), yöneticilerin fayda maliyet analizi ile belirleyebilecekleri optimum bir KSS seviyesi olduğunu ve KSS ile firma performansı arasında herhangi bir ilişki bulunmadığını belirtmişlerdir. Lee vd. (2013), ABD yiyecek-içecek sektöründe yaptıkları çalışmada, KSS'nin firma performansı üzerine etkisi olmadığını öne sürmüştür. Fiori vd. (2007), KSS faaliyetlerine büyük önem verseler bile İtalyan firmalarının hisse senedi fiyatlarının KSS raporlarından etkilenmediğini belirtmişlerdir. Diğer bir kısım çalışma ise, KSS'nin finansal açıdan sağladığı faydaların, yol açtığı maliyetlerden yüksek olduğunu, bu nedenle firma performansı ile KSS arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne sürmüşlerdir.

Mcguire vd. (1988), sosyal sorumluluk faaliyetleri düşük olan firmaların daha düşük ROA ve hisse senedi getirisine sahip olduklarını belirtmişlerdir. Ayrıca, firmaların geçmiş yıl performanslarının, gelecek yıl performanslarından -iki performans göstergesi için de- KSS ile daha yakından ilgili olduğunu öne sürmüşlerdir.

Orlitzky vd. (2003), sektörler genelinde KSS'nin firma performansını pozitif etkilediğini ve aralarındaki ilişkinin iki yönlü ve eşzamanlı olduğunu belirtmiştir.

Cavaco ve Crifo (2009), 2002-2007 yılları arasında, 15 ülkeye ait verilerle yaptıkları çalışma sonucunda, iyi çevre ve yönetim uygulamalarına dayanan KSS faaliyetlerinin firma performansını (Tobin's Q) pozitif olarak etkilediğini belirtmişlerdir.

Ghoul vd. (2011), 1992-2007 yılları arasında ABD firmalarını kullanarak yaptıkları çalışma ile, daha iyi KSS puanına sahip olan firmaların daha düşük özsermaye maliyetine sahip olduklarını tespit etmişlerdir.

Inoue ve Lee (2011), yaptıkları çalışmada KSS faaliyetlerini, çalışan ilişkileri, ürün kalitesi, toplum ilişkileri, çevre sorunları ve çeşitlilik sorunları olmak üzere beş boyutta tanımlayarak, her boyutun finansal etkisini araştırmışlardır. Çalışma sonucunda, tüm KSS boyutlarının pozitif finansal etkiye sahip olduğunu ancak her boyutun karlılık üzerindeki kısa ve uzun dönemli etkisinin farklı olduğunu öne sürmüşlerdir.

Becchetti vd. (2012), 1990-2004 yılları arasında, bir KSS ölçütü olarak kabul edilen Domini 400 Sosyal Endeksi'ne kurumsal giriş ve çıkışlara piyasanın verdiği tepkiyi ölçmüşlerdir. Çalışma sonucunda, Domini endeksinden çıkış duyurularının, firmaların anormal getirileri üzerinde önemli bir negatif etkisi olduğunu ortaya koymuştur.

Flammer (2013), KSS'nin önemli bir kaynak olduğunu ve KSS faaliyetlerinin firmaların muhasebe temelli performansını arttırdığını

belirtmiştir. Bu artışın ise işgücü verimliliği ve satışlardaki artış vasıtası ile gerçekleştiğini öne sürmüştür.

Saeidi vd. (2014), 10 tane yüksek KSS puanına sahip firma ile 10 tane KSS faaliyetinde bulunmayan firmanın finansal performanslarını karşılaştırmışlar ve KSS ile firma performansı arasında önemli düzeyde pozitif ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Kim ve Kim (2014), 1991-2011 yılları arasında yiyecek-içecek sektöründeki firmalarla yaptıkları çalışma sonucunda, KSS'yi güçlendirici faaliyetlerin Tobin's Q'yu arttırmak vasıtasıyla hissedar değerini arttırdığını belirtmişlerdir.

Jo vd. (2015), 29 ülkeye ait çevresel veri seti kullanarak finansal sektörde yaptıkları çalışmada, kurumsal çevre sorumluluğu yatırımları ile azaltılan çevresel maliyetlerin firma performansını arttırdığını ve bu etkinin Avrupa ve Kuzey Amerika'da, Asya Pasifik Bölgesine göre daha yüksek olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Alshammari (2015), KSS faaliyetlerinden paydaşlar nezdinde iyi bir itibara sahip olan firmaların fayda sağlayacağını belirtmiştir. Bunun yanında, firmaların KSS faaliyetleri ne kadar bütünleştirici ve beklentilere uygun olursa firma performansı üzerine etkisinin de o kadar fazla olacağını öne sürmüştür.

Bai ve Chang (2015), 800 Çin firması ile yaptıkları çalışma sonucunda, KSS firma performansı ilişkisinde pazarlama yetkinliğinin önemli etkisi olduğunu öne sürmüşlerdir. Ayrıca, rekabet yoğunluğunun KSS'nin çalışanlara yönelik olumlu etkisini zayıflatırken, topluma olan olumlu etkisini güçlendirdiğini öne sürmüşlerdir.

KSS ile firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen Türkiye'de yapılan çalışmalar ise aşağıdaki gibidir.

Aras vd. (2010), 2005-2007 yılları için BIST 100 endeksinde işlem gören firmalar ile yaptıkları çalışma sonucunda, KSS ile firma performansı arasında anlamlı bir ilişki olmadığını, KSS ile firma büyüklüğü arasında ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Poroy vd. (2012), Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören 28 firmanın muhasebe temelli performans oranları ile KSS puanları arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışma sonucunda, KSS'nin daha iyi finansal performans sağladığını öne sürmüşlerdir.

Alparslan ve Aygün (2013), İMKB'ye kayıtlı 117 firmanın 2009-2010 yıllarına ilişkin verilerini inceleyerek yaptıkları çalışma sonucunda, KSS ile firma performans göstergeleri arasında pozitif ilişki olduğunu ve bu ilişkinin Tobin's Q ile istatistiksel olarak anlamlı olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Özçelik vd. (2014), 2010-2012 yılları için BIST 100 endeksinde işlem gören firmalar ile yaptıkları çalışma sonucunda, KSS ile finansal performans, risk ve mülkiyet türü arasında anlamlı bir ilişki olmadığını; KSS ile firma büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir.

Erdur ve Kara (2014), BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 33 işletme yaptıkları analiz sonucunda, firmaların KSS düzeyleri ile PD/DD oranı, özsermaye karlılığı oranı, aktif karlılığı oranı, kaldıraç oranı ve net kar arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu diğer yandan KSS düzeyleri ile toplam satışlar ve satış karlılığı arasında anlamlı bir ilişki bulunmadığını ileri sürmüşlerdir.

METODOLOJİ

Çalışmanın amacı, kurumsal yönetim endeksinde işlem gören firmaların finansal performansları ile kurumsal sosyal sorumluluk düzeyleri arasında ilişki olup olmadığının incelenmesidir.

KSS-firma performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların birbiri ile çelişkili sonuçlara ulaşması literatürde çeşitli nedenlerle açıklanmıştır. Bu nedenler, modelin yanlış belirlenmesi (endojenite), bazı önemli değişkenlerin ihmal edilmesi, sınırlı veri, KSS'nin ölçüm hataları, finansal performans ölçüsü olarak kullanılan ölçülerin çeşitliliği olarak belirtilmiştir(Cavaco ve Crifo, 2009: 78 ; Jo vd., 2016: 44).

KSS ve firma performansı üzerine yapılan çalışmalar endojenite probleminin önemli olduğunu ileri sürmüşlerdir. Endojenite problemi³, KSS ve performans arasındaki dinamik ilişkiden kaynaklanmaktadır (Jo ve Harjoto 2011: 352; Wintoki vd. 2012: 582). KSS, firma performansı konusunda endojendir. Diğer bir deyişle, bir firmanın KSS faaliyetlerine girme kararı, firma performansında etkileyebilecek gözlemlenemeyen firma özellikleri ile ilişkilidir (Flammer 2013: 28). Jo ve Harjoto (2011), KSS ve firma değeri ilişkisinin doğru incelenmesi için eşzamanlılık ve endojenite problemlerinin dikkate alınması gerektiğini öne sürmüşlerdir.

Bu çalışmada firma performansı ve KSS arasındaki ilişki ile ilgili tutarlı ve yansız sonuçlar elde etmek için, literetüre paralel olarak (Guney ve Schilke 2010; Cavaco ve Crifo 2009; Cui vd. 2016; Jo vd. 2016) dinamik panel veri yöntemlerinden sistem GMM yöntemi kullanılmıştır. Wintoki vd. (2012), sistem GMM yöntemi ile, zamanla değişmeyen heterojenitenin, eşzamanlılığın ve açıklayıcı değişkenlerin mevcut değeri ile bağımlı değişkenin geçmiş değeri arasındaki dinamik ilişkinin kontrol edilebildiğini belirtmiştir.

GMM yöntemi ilk olarak Arellano ve Bond (1991) tarafından uygulanmış daha sonra Arellano ve Bover (1995) ve Blundell ve Bond (1998) tarafında geliştirilmiştir.

MODEL ve DEĞİŞKENLER

Çalışmanın bağımlı değişkeni firma performansdır. Firma performans göstergesi olarak genellikle muhasebe temelli ve piyasa temelli oranlar kullanılmaktadır. Muhasebe temelli oranlar, firmanın kısa vadeli karlılığını veya yönetim verimliliğini temsil ederken, belirli

³ Endojenlik, hata terimi ve açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyondan kaynaklanmaktadır. Birinci endojenitenin, firmaya özgü olmayan hata terimin bileşeni ile bağlantılı ters nedensellikten, ikinci endojenitenin, zamanla değişmeyen gözlemlenemeyen heterojenite ile açıklayıcı değişkenler arasındaki olası korelasyondan kaynaklandığı ileri sürülmüştür (Barcos vd., 2010: 7; Surraco vd., 2009:477) .

kaynak tahsisatlarının firmanın mevcut karlılığına etkilerine dair doğrudan bilgi sağlamaktadır. Ayrıca yönetsel manipülasyon ve muhasebe uygulamalarındaki farklılıklardan dolayı yanlıdır ve geçmiş performansı inceler. Piyasa temelli oranlar ise, firmanın büyüme beklentileri, kazançlarının sürdürülebilirliği veya gelecekte beklenen performansına bağlıdır. Ayrıca, firmanın gelecekteki kazanç elde etme potansiyeline ilişkin yatırımcıların değerlendirmelerini temsil etmektedir. Ancak firmanın farklı fon sağlayıcılara sahip olması nedeniyle, sadece yatırımcıların sağladığı değerlendirme yeterli olmayacaktır (Inoue ve Lee 2001: 793; McGuire vd. 1988: 859; Luo ve Bhattacharya 2006: 4). Finansal performans ölçümü ile ilgili yapılan açıklamalar dikkate alınarak, firma performans göstergesi olarak muhasebe temelli ROA ve piyasa temelli Tobin's Q oranları kullanılmıştır. ROA net karın aktife oranlanması ile bulunmuştur. Tobin's Q oranı her ne kadar borç ve özkaynakların piyasa değerinin aktiflerin yerine koyma maliyetine oranlanması ile hesaplanırsa yapılan çalışmalar PD/DD oranı ile de oldukça yakın bir tahminde bulunulabileceğini göstermiştir.⁴ Ayrıca Bai vd. (2004) çalışmalarında, Tobin's Q oranı ile PD/DD oranının 0.996 gibi oldukça yüksek korelasyona sahip olduğunu belirtmişlerdir. Bu nedenle Tobin's Q oranı olarak (Kaplan ve Zingales, 1997:177; Gompers vd., 2003:17; Bebchuk vd., 2008:18; Alparslan ve Aygün, 2013:441; Kim ve Kim, 2014:123) çalışmaları da izlenerek firmaların PD/DD oranları kullanılmıştır.

Çalışmanın bağımsız değişkeni firmaların KSS düzeyleridir. KSS düzeyini ölçmek için kullanılan dört yaygın yöntem bulunmaktadır;

⁴ Allayannis ve Weston (2001), ABD'de döviz türevlerinin firma değerine (Tobin's Q) etkisini inceledikleri çalışmalarında, PD/DD oranı ile de sonuçların geçerliliğini koruduğunu öne sürmüşlerdir. Rossi (2009), Brezilya'da KSS-performans ilişkisini incelediği çalışmasında, performans ölçütü olarak Tobin's Q oranını ve geçerlilik testi için PD/DD oranını kullanmıştır. Sonucun kontrol değişkenlerinin dahil edilmesi ile de geçerli olduğunu belirtmiştir.

1. KSS açıklamaları (Yıllık raporların içerik analizi, hissedarlara yazılmış mektuplar, halka açık diğer kurumsal açıklamalar),
2. KSS itibar endeksleri (Fortune, KLD and Domini 400 v.b),
3. Sosyal denetimler, KSS süreçleri ve gözlemlenebilir sonuçlar,
4. Yönetmelik KSS ilke ve değerleri (Orlitzky vd., 2003: 408).

Ancak Türkiye’de, KSS düzeylerinin belirlenmesi için herhangi bir endeks bulunmamaktadır. Arsoy vd. (2012), KLD endeksi ve Kurumsal Yönetim Endeksi paydaş alt bölümüne uyguladıkları içerik analizi sonucunda, paydaş alt bölümünün çoğunlukla KLD endeksini kapsadığı sonucuna ulaşmışlardır. Bu doğrultuda, 2007-2015 yılları arasında Borsa İstanbul XKURY endeksine kote olan 38 şirketin paydaş alt bölüm puanları KSS düzeyleri olarak kullanılmıştır. Ayrıca endeksin hesaplanmaya başladığı ilk yıllarda endekse kote olan şirket sayısı çok az olduğu için örneklem sayısını artırma amaçlı dengesiz panel veri analizinden yararlanılmıştır.

Kontrol değişkenleri, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç olarak belirlenmiştir. Firma büyüklüğü toplam varlıkların doğal logaritması alınarak, finansal kaldıraç ise toplam borcun aktiflere oranlanması ile hesaplanmıştır. Ayrıca küresel krizin etkilerini kontrol etme amaçlı kukla değişken kullanılmıştır.⁵ Kukla değişkene, 2009 yılı için 1 diğer yıllar için 0 değeri verilerek oluşturulmuştur.

Firmaların 2007-2008 mali tablo verileri Borsa İstanbul (BIST) internet sitesinden (www.borsaistanbul.com), 2009-2015 yılları arasındaki veriler ise Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) internet sitesinden (www.kap.org.tr) elde edilmiştir. Firmaların KSS düzeyleri ise Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği’nin web sitesinden (www.tkyd.org) elde edilmiştir.

⁵ Küresel finansal krizin başlangıcı 2008 yılı olsa da, Türkiye’ye etkisi 2009 yılının birinci ve ikinci çeyreğinde olmuştur.

Çalışmada tahmin edilecek modeller aşağıda gösterildiği şekildedir.

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 CSR_{it} + \beta_3 S_{it} + \beta_4 L_{it} + D + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Tobin's Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Tobin's Q_{it-1} + \beta_2 CSR_{it} + \beta_3 S_{it} + \beta_4 L_{it} + D + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

ROA_{it} : i firması için t dönemi aktif karlılığı

ROA_{it-1} : i firması için $t-1$ dönemi aktif karlılığı

$Tobin's Q_{it}$: i firması için t dönemi Tobin's Q oranı

$Tobin's Q_{it-1}$: i firması için $t-1$ dönemi Tobin's Q oranı

CSR_{it} : Kurumsal sosyal sorumluluk düzeyi

S_{it} : Firma büyüklüğü

L_{it} : Finansal kaldıraç oranı

D : Kriz kukla değişkeni

Modeller de i kurumsal yönetim endeksinde yer alan firmaları ve t zaman periyodunu göstermektedir. ROA_{it-1} ve $Tobin's Q_{it-1}$, modelin gecikmeli değişkenleridir.

ANALİZ ve SONUÇLAR

Çalışmada bağımsız değişken olarak kullanılan, şirketlerin KSS düzeylerine ilişkin gözlem sayıları şirket/yıl bazında aşağıdaki tabloda gösterildiği şekildedir.

Tablo 1: Şirket/Yıl Bazında Gözlem Sayıları

YIL	ŞİRKET SAYISI
2007	6
2008	8
2009	16
2010	22
2011	26
2012	30
2013	32
2014	35
2015	38

Bağımlı, bağımsız ve araç değişkenlerin 2007-2015 örneklem dönemine ait tanımlayıcı istatistikleri Tablo 2’de gösterildiği gibidir.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

	<i>Ortalama</i>	<i>Medyan</i>	<i>Maks.</i>	<i>Min.</i>	<i>Std. Sap.</i>
ROA_{it}	0.051	0.055	0.268	-0.180	0.068
$Tobin's Q_{it}$	1.931	1.417	11.51	0.242	1.554
CSR_{it}	90.43	92.28	99.51	66.30	7.474
L_{it}	0.490	0.528	0.910	0.002	0.218
S_{it}	18.80	19.48	23.64	13.73	2.611

Tanımlayıcı istatistiklere göre mean değeri 1.93 olarak gerçekleşen Tobin’s Q oranı, ortalama olarak işletmelerin piyasa değerinin defter değerinden yüksek olduğunu ve işletmelerin hissedarlar için değer yarattığını göstermektedir. Bunun yanında %5.1 ve %5.5 ROA’ya ait %5.1 ve %5.5 olarak gerçekleşen ortalama ve medyan değerleri, işletme varlıklarının kar yaratma potansiyelinin çok yüksek

olmadığını göstermektedir. Kurumsal sosyal sorumluluk notlarının ortalama, medyan ve maksimum değerleri sırasıyla 90.43, 92.28 ve 99.51 olarak gerçekleşmiştir. Bu sonuca göre XKURY endeksinde yer alan şirketlerin KSS notlarının genel olarak iyi olduğu ancak daha fazla geliştirilmesi gerektiği söylenebilir. Varlıkların ne kadarının borçla finanse edildiğini gösteren finansal kaldıraç oranının mean değeri 0.49 olarak gerçekleşmiştir. XKURY endeksinde yer alan şirketlerin ortalama olarak makul düzeyde borçla finanse edildiği söylenebilir.

Tablo 3: Korelasyon Matrisi

	ROA_{it}	$Tobin's Q_{it}$	CSR_{it}	L_{it}	S_{it}
ROA_{it}	1.000				
$Tobin's Q_{it}$	0.396	1.000			
CSR_{it}	0.283	0.319	1.000		
L_{it}	-0.153	0.332	0.247	1.000	
S_{it}	-0.011	-0.019	-0.128	-0.098	1.000

Tablo 3 incelendiğinde kurumsal sosyal sorumluluk notu ile Tobin's Q oranı arasında ROA'ya kıyasla daha yüksek düzeyde pozitif korelasyon olduğu görülmektedir.

Eşitlik (1) ve (2) de verilen modellere ilişkin analiz sonuçları Tablo 4 ve Tablo 5'de sunulmaktadır.

Tablo 4: ROA ile Dinamik Panel Sistem GMM Tahmin Sonuçları

<i>Bağımlı Değişken: ROA_{it}</i>	<i>Katsayı</i>	<i>p-değeri</i>
<i>Sabit</i>	-0.1725	0.000
<i>ROA_{it-1}</i>	0.2156	0.000
<i>CSR_{it}</i>	0.0026	0.000
<i>L_{it}</i>	-0.0748	0.000
<i>S_{it}</i>	0.0005	0.016
<i>Dummy</i>	0.0035	0.072
<i>Gözlem Sayısı</i>	207	
<i>Wald testi</i>	7502.68	(<i>p-value</i> =0.00)
<i>Hansen testi</i>	32.08	(<i>p-value</i> =0.56)
<i>Fark- Hansen testi</i>	2.82	(<i>p-value</i> =0.90)
<i>AR(1)seri korelasyon testi</i>	-2.64	(<i>p-value</i> =0.00)
<i>AR(2) seri korelasyon testi</i>	0.85	(<i>p-value</i> =0.39)

Tablo 4'teki analiz sonuçları incelendiğinde, şirketlerin KSS düzeyleri ile ROA oranları arasında beklentilere uygun olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Bunun yanında şirketlerin bir yıl önceki aktif karlılıklarının cari yıl aktif karlılığını da pozitif ve anlamlı olarak etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Bunun yanında finansal kaldıraç ve ROA arasında anlamlı ve negatif ilişki varken, büyüklük ve ROA arasında pozitif ve anlamlı ilişki olduğu görülmektedir. Kriz değişkeni, 2008 küresel krizinin XKURY endeksinde işlem gören şirketlerin aktif karlılığı üzerine istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmadığını göstermektedir.

Tablo 5: Tobin's Q ile Dinamik Panel Sistem GMM Tahmin Sonuçları

<i>Bağımlı Değişken: Tobin's Q_{it}</i>	<i>Katsayı</i>	<i>p-değeri</i>
<i>Sabit</i>	-1.8368	0.000
<i>Tobin's Q_{it-1}</i>	1.0698	0.000
<i>CRS_{it}</i>	0.0151	0.000
<i>L_{it}</i>	0.2378	0.000
<i>S_{it}</i>	0.0193	0.000
<i>Dummy</i>	-0.2546	0.000
<i>Gözlem Sayısı</i>	207	
<i>Wald testi</i>	1.17e+06	(p-value=0.00)
<i>Hansen testi</i>	32.77	(p-value=0.52)
<i>Fark- Hansen testi</i>	1.50	(p-value=0.82)
<i>AR(1) seri korelasyon testi</i>	-2.12	(p-value=0.03)
<i>AR(2) seri korelasyon testi</i>	0.76	(p-value=0.45)

Tablo 5 incelendiğinde, şirketlerin Tobin's Q oranı ile KSS düzeyleri arasında istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Bunun yanında, KSS ile Tobin's Q arasındaki ilişkinin, KSS ile ROA arasındaki ilişkiye göre 0,0125 birim daha fazla olduğu görülmektedir. Şirketlerin bir yıl önceki Tobin's Q oranları ile cari yıl Tobin's Q oranları arasında da istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Benzer şekilde, geçmiş yıl Tobin's Q'nun cari yıl Tobin's Q'ya etkisi, geçmiş yıl ROA'nın cari yıl ROA'ya etkisinden oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Ayrıca, Tobin's Q ile kaldıraç oranı ve büyüklük arasında da pozitif ve anlamlı ilişki bulunmaktadır. Son olarak istatistiksel olarak anlamlı gözükten kriz kukla değişkeni, 2008 küresel krizinin, XKURY endeksinde işlem gören şirketlerin Tobin's Q oranlarını negatif olarak etkilediğini göstermektedir.

Tahmin sonuçlarının tutarlılığı ile ilgili testler incelendiğinde, modelin bütün olarak anlamlı olup olmadığını sınavan Wald testi sonuçlarına göre iki modelde bütün olarak anlamlıdır. Araç değişkenlerin geçerliliğini ölçmede kullanılan Hansen test sonuçlarının iki model içinde “araç değişkenler geçerlidir” şeklindeki boş hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddetmediği görülmektedir. Diğer bir deyişle iki modelde de, sistem GMM dinamik panel tahminleri için kullanılan araç değişkenler geçerlidir. Modellerdeki otokorelasyonun varlığı Arrelano ve Bond (1991) tarafından önerilen, 1. ve 2. dereceden otokorelasyonu sınavan AR(1) ve AR(2) ile test edilmiştir. Sonuçlara göre 1. dereceden negatif otokorelasyon varken 2. dereceden otokorelasyon yoktur. Tatoğlu (2013), genelleştirilmiş momentler tahmincisinin etkin olabilmesi için 2. dereceden otokorelasyon olmamasının önemli olduğunu belirtmiştir. Buna göre iki modelde uygun görülmektedir. Ayrıca Fark Hansen testinin araç değişkenler dışsaldır şeklindeki boş hipotezi reddedilememektedir.

SONUÇ

Bu çalışma, gelişmekte olan bir ülke konumundaki Türkiye’de BIST XKURY endeksinde işlem gören şirketlerin KSS notları ile finansal performansları arasında ki ilişkinin analiz edilmesini amaçlamaktadır. Analiz Türkiye’de yapılan diğer çalışmalardan (Aras vd., 2010; Poroy vd., 2012; Alparslan ve Aygün, 2013; Özçelik vd., 2014; Erdur ve Kara, 2014) farklı olarak dinamik bir method olan sistem GMM panel veri yöntemi ile yapılmıştır. KSS ve firma performansı arasındaki endojenite problemini dikkate almasından dolayı, sistem GMM yöntemi, bu iki değişken arasındaki ilişkinin analiz edilmesinde son yıllarda sıklıkla kullanılmaktadır. Ayrıca analiz kurumsal yönetim endeksinin hesaplanmaya başladığı yıldan günümüze kadar (2007-2015) nispeten geniş bir örneklem dönemini kapsamaktadır.

Yapılan analiz sonucunda, Ullman (1985), McWilliams ve Siegel (2001), Lee vd. (2013), Aras vd. (2010), Özçelik vd. (2014)

çalışmalarından farklı olarak firmaların KSS notları ile muhasebe temelli ROA ve piyasa temelli Tobin's Q performans oranları arasında istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç, Mcguire vd. (1988), Orlitzky vd. (2003), Cavaco ve Crifo (2009), Flammer (2013), Saeidi vd. (2014) ve Kim ve Kim (2014), Poroy vd. (2012), Erdur ve Kara (2014) çalışmalarının sonuçları ile tutarlılık göstermektedir. Bunun yanında, analiz sonucu Mcguire vd. (1988) ile Orlitzky vd. (2003)'nin bulgularının aksine KSS-Tobin's Q ilişkisinin KSS-ROA ilişkisinden daha kuvvetli olduğunu göstermektedir. ROA, Tobin's Q ve KSS arasındaki pozitif ve anlamlı ilişki, Freeman (1984) Paydaş Teorisini destekler niteliktedir. Diğer bir deyişle işletmelerin KSS faaliyetinde bulunarak mevcut performanslarını ve geleceğe yönelik büyüme potansiyellerini arttırabilecekleri görülmüştür. Bunun yanında finansal kaldıraçın ROA ile negatif ve anlamlı Tobin's Q ile pozitif ve anlamlı ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. ROA ve Tobin's Q firma performansını farklı şekilde ölçmektedir. ROA işletmenin geçmiş muhasebe verileri ile ilgili iken Tobin's Q işletmenin gelecekteki büyüme fırsatlarının bir göstergesidir. Bu sonuca göre, kreditorlerin XKURY endeksinde yer alan işletmelerin geçmiş performanslarına göre sermaye maliyetini yüksek tuttıkları ancak işletmelerin geleceğe yönelik büyüme potansiyellerini olumlu değerlendirdikleri söylenebilir. Diğer bir deyişle işletmelerle ilgili geleceğe yönelik büyüme beklentilerinin mevcut duruma göre daha yüksek olduğu ve kreditorler tarafından daha güvenilir bulunduğu söylenebilir. Firma büyüklüğünün bağımlı değişkenlerin ikisi ile de pozitif olarak anlamlı ilişkisi olduğu görülmektedir. Bu sonuç, firma büyüklüğü arttıkça, firmaların yatırımcılar nezdinde daha güvenilir olduğu ve varlıklarını daha karlı kullandığı sonucuna ulaşılabilir. Son olarak 2008 küresel krizinin, işletmelerin aktif karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisi yokken, işletmelerin Tobin's Q oranlarını negatif olarak etkilediği söylenebilir.

Bu çalışma gelişmekte olan bir ülke konumundaki Türkiye'de firma performansına etkisini analiz etme yoluyla, KSS faaliyetlerinin

önemine değinmiştir. Yaklaşık son 50 yıldır önemi artan KSS faaliyetlerine, son yıllarda Türkiye’de de önem verilmeye başlanması, XKURY endeksinde işlem gören şirketlerin artması sonucunu doğurmuştur. Ancak dünya standartları ile kıyaslandığında, Türkiye için bugünkü düzeyin yeterli olmadığı söylenebilir. KSS faaliyetlerinin daha fazla şirket tarafından uygulanmasının sağlanması ile önce şirketler ve daha sonra şirketlerin tüm paydaşları için ve ülke ekonomisi için katma değer yaratılacaktır.

Türkiye’de hala KSS faaliyetleri ile ilgili endeksin olmaması ve analize dahil edilen şirket sayısının az olması çalışmanın kısıtlarını oluşturmaktadır. KSS endeksinin hesaplanmaya başlaması, ve endekste işlem gören şirketlerin sayısının artması ile ileride daha verimli analizlerin yapılacağı düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

Afsheen, Saima (2015). “Impact of Corporate Social Responsibility on Firm’s Performance”. *Global Journal of Management and Social Science Research*, Vol:4, No.1, pp.54-59

Allayannis, George and Weston, James P. (2001). “The Use of Foreign Derivatives and Firm Market Value”. *The Review of Financial Studies*, Vol.14, No.1, pp.243—276.

Alparslan, Ajar ve Aygün, Mehmet (2013). “Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Firma Performansı”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C.18, S.1, s.435-448

Alshammari, Marwan (2015). “Corporate Social Responsibility and Firm Performance: The Moderating Role of Reputation and Institutional Investors”. *International Journal of Business and Management*, Vol:10, No.6, pp.15-28

Aupperle, Kenneth E. vd. (1985). “An Empirical Examination of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and

Profitability”. *Academy of Management Journal*, Vol:28, No.2, pp.446-463

Aras, Güler vd. (2010). “Managing Corporate Performance: Investigating The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Emerging Markets”. *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol:59, No.3, pp.229–254.

Arellano, Manuel and Bond, Stephen (1991). “Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*, Vol:58, No.2, pp.277-297.

Arellano, Manuel and Bover, Olympia (1995). “Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Component Models”. *Journal of Econometrics*, Vol:68, s.29-51.

Arsoy Poroy, Aylin vd. (2012). “Corporate Social Responsibility and Financial Performance Relationship: The Case of Turkey”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, S:53, s.159-176.

Bai, Xuan and Chang, Jeanine (2015). “Corporate Social Responsibility and Firm Performance: The Mediating Role of Marketing Competence and the Moderating Role of Market Environment”. *Asia Pacific Journal of Management*, Vol:32, pp.505-530

Bai, Chong-En vd. (2004). “Corporate Governance and Market Valuations in China. *Journal of Comparative Economics*, Vol:32, pp.599-616.

Baker, Kent H. and Nofsinger, John R. (2012). “Socially Responsible Finance and Investing: An Overview”. Ed. Baker, Kent. H. and Nofsinger, John. R, *Socially Responsible Finance and Investing Financial Institutions, Corporations, Investors and Activists*, New Jersey, JohnWiley & Sons.

Barcos, Lucia vd. (2010). “Corporate Social Responsibility and Inventory Policy”. *Working Paper, Business Economic Series*, Universidad Carlos III De Madrid

Becchetti, Leonardo vd. (2012). “Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value”. *Journal of Business Research*, Vol:65, pp.1628-1635

Bebchuk, Lucian vd. (2009). “What Matters in Corporate Governance?”, *The Review of Financial Studies*, Vol.22, No.2, pp.783–827.

Blundell, Richard and Bond, Stephen (1998). “Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models”. *Journal of Econometrics*, Vol:87, No.1, pp.115-143.

Bowen, Howard R. (1953). *Social Responsibilities of the Businessman*. New York: Harper&Row

Carroll, Archie B. (1999). “Corporate Social Responsibility Evolution of a Definitional Construct”. *Business&Society*, Vol:38, No.3, pp.268-295.

Cavaco, Sandra and Crifo, Patricia (2009). “Complementarity Between CSR Practices and Corporate Performance: An Emprical Study. <http://www.louisbachelier.org>, (Erişim:10.12.2016)

Cui, Jinhua vd. (2016). “Does Corporate Social Responsibility Reduce Information Asymmetry?”. https://www.researchgate.net/publication/290201278_Does_Corporate_Social_Responsibility_Affect_Information_Asymmetry, (Erişim: 22.12.2016)

Edmans, Alex (2011). “Does the Stock Market Fully Value Intangibles? Employee Satisfaction and Equity Prices”. *Journal of Financial Economics*, Vol:101, No.3, pp.621-640

Elms, Heather and Behaylo, Michelle W. (2012). “Corporate Social Responsibility”, Ed. Baker, Kent. H. and Nofsinger, John. R, *Socially*

Responsible Finance and Investing Financial Institutions, Corporations, Investors and Activists, New Jersey, JohnWiley & Sons

Erdur Acar, Duygu ve Kara, Esen (2014). “Analyzing the Effect of Corporate Social Responsibility Level on the Financial Performance of Companies: An Application on BIST Corporate Governance Index Included Companies”. *Uluslararası Yönetim ve İşletme Dergisi*, C:10, S.23, s.227-242

Fiori, Giovanni vd. (2007). “Corporate Social Responsibility and Firms Performance. An Analysis on Italian Listed Companies”. *Working Papers*, <http://ssrn.com/abstract=1032851> , (Erişim:17.11.2016)

Flammer, Caroline (2013). “Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? A Regression Discontinuity Approach. <https://ssrn.com/abstract=2146282>, (Erişim: 25.11.2016)

Freeman, Ina and Hasnaoui, Amir (2011). “The Meaning of Corporate Social Responsibility: The Vision of Four Nations”. *Journal of Business Ethics*, Vol.100, pp.419-443

Freeman, Edward. R. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Marshfield, MA: Pitman.

Friedman, Milton (1962). *Capitalism and Freedom*. University of Chicago Press, Chicago

Friedman, Milton (1970, September 13). “The social responsibility of business is to increase its profits”. *New York Times Magazine*, pp.32-33.

Ghoul, Sadok El vd. (2011). “Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?”. *Journal of Banking&Finance*, Vol:35, pp.2388-2406

Gompers, Paul A. vd. (2003). “Corporate Governance and Equity Prices”. *Quarterly Journal of Economics*, Vol.118, No.1, pp.107–156.

Guenster, Nadja vd. (2011). “The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency”. *European Financial Management*, Vol:17, No.4, pp.679-704

Guney, Yılmaz and Schilke, Adam R. (2010). “The Relationship Between Corporate Social and Financial Performance: Do Endogeneity, Non-Linearity and Adjustment Issues Matter?”, <http://www.fma.org/Hamburg/Papers/CFPYGFMA.Pdf>, Erişim: 14.11.2016

Greening, Daniel W. and Turban, Daniel B. (2000). “Corporate Social Performance As a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce”. *Business and Society*, Vol:39, No.3, pp.254-280

Inoue, Yuhei and Lee, Seoki (2011). “Effects of Different Dimensions of Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance in Tourism-Related Industries”. *Tourism Management*, Vol:32, pp.790-804

Jo, Hoje vd. (2015). “Corporate Environmental Responsibility and Firm Performance in the Financial Services Sector”. *Journal of Business Ethics*, Vol:131, pp.257-284

Jo, Hoje vd. (2016). “Corporate Social Responsibility and Stakeholder Governance Around the World”. *Global Finance Journal*, Vol:29, pp.42-69

Kang, Charles vd. (2016). “Washing Away Your Sins? Corporate Social Responsibility, Corporate Social Irresponsibility and Firm Performance”. *Journal of Marketing*, Vol:80, pp.59-79

Kaplan, Steven N. and Zingales, Luigi (1997). “Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?”. *Quarterly Journal of Economics*, Vol.112, No.1, pp.169–215.

Kavaliauske, Monika and Stancikas, Aurelijus (2014). “The Importance of Corporate Social Responsibility in Lithuania’s Finance and

Telecommunication Industries. *Social and Behavioral Sciences*, Vol:110, pp.796-804

Kim, MinChung and Kim, YongHee (2014). "Corporate Social Responsibility and Shareholder Value of Restaurant Firms". *International Journal of Hospitality Management*, Vol:40, pp.120-129

Lee, Darren D. and Faff, Robert W. (2009). "Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective", *The Financial Review*, Vol:44, pp.213-237

Lee, Seoki vd. (2013). "The Corporate Social Responsibility-Financial Performance Link in the U.S Restaurant Industry: Do Economic Conditions Matter?". *International Journal of Hospitality Management*, Vol:32, pp.2-10

Luo, Xueming and Bhattacharya, CB (2006). "Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction and Market Value". *Journal of Marketing*, Vol:70, No.4, pp.1-18

Mackey, Alison vd. (2007). "Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies". *The Academy of Management Review*, Vol:32, No:3, pp.817-835

Matten, Dirk (2006). "Why Do Companies Engage in Corporate Social Responsibility? Background, Reasons and Basic Concepts". Ed. Hennigfeld, Judith., Pohl, Manfred and Tolhurst, Nick, *The ICCA Handbook on Corporate Social Responsibility*, England, John Wiley&Sons

McGuire, Jean B. vd. (1988). "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance". *Academy of Management Journal*, Vol:31, No.4, pp.854-872

McWilliams, Abigail and Siegel, Donald (2001). "Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective". *The Academy of Management Review*, Vol:26, No.1, pp.117-127

Mujahid, Mubeen and Abdullah, Arooj (2014). “Impact of Corporate Responsibility on Firms Financial Performance and Shareholder Wealth”. *European Journal of Business and Management*, Vol:6, No.31, pp.181-187

Orlitzky, Marc vd. (2003). “Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis”. *Organization Studies*, Vol:24, No.3, pp.403-441

Özçelik, Funda vd. (2014). “Investigating the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Turkey”. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, C.28, S.3, s.189-203

Rossi, José L. (2009) “What is the Value of Corporate Social Responsibility? An Answer from the Brazilian Sustainability Index”, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1338114(Erişim Tarihi: 29.07.2017)

Saeidi, Sayedeh P. vd. (2014). “How Does Corporate Social Responsibility Contribute to Firm Financial Performance? The Mediating Role of Competitive Advantage, Reputation, and Customer Satisfaction”. *Journal of Business Research*, pp.1-10

Sen, Sankar vd. (2006). “The Role of Corporate Social Responsibility in Strengthening Multiple Stakeholder Relationships: A Field Experiment”. *Journal of the Academy of Marketing Science*, Vol:34, No.2, pp.158-166.

Sun, Wenbin and Cui, Kexiu (2014). “Linking Corporate Social Responsibility to Firm Default Risk”. *European Management Journal*, Vol:32, pp.257-287

Surroca, Jordi vd. (2010). “Corporate Responsibility and Financial Performance: The Role of Intangible Resources”. *Strategic Management Journal*, Vol:31, pp.463-490

Tatoğlu Yerdelen, Ferda (2013). *İleri panel veri analizi*. İstanbul: Beta Yayıncılık.

Turker, Duygu (2009). “Measuring Corporate Social Responsibility: A Scale Development Study”. *Journal of Business Ethics*, Vol:85, pp.411-427

Ullman, Arieh A. (1985). “Data in Search of a Theory: A Critical Examination of the Relationships Among Social Performance, Social Disclosure and Economic Performance of U.S Firms”. *Academy of Management Review*, Vol:10, No.3, pp.540-557

Vance, S. (1975). “Are Socially Responsible Firms Good Investment Risks?”. *Management Review*. Vol.64, pp.18-24

Wintoki, Babajide M. vd. (2012). “Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance”. *Journal of Financial Economics*, Vol:105, pp.581-606

Zu, Liangrong (2009). *Corporate Social Responsibility Corporate Rescrusting and Firm’s Performance Emprical Evidence from Chinese Enterprises*. Chapter 2, Berlin:Springer.

http://www.capital.com.tr/arastirmalar/yeni-nesil-kss-donemi-haberdetay_12272 , Erişim:14.11.2016

www.borsaistanbul.com

www.kap.org.tr

www.tkyd.org