

Kurumsal İtibar Kavramı Ve Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: Türkiye Örneği

İkut Elif KANDİL GÖKER*

Tayfun ARAR**

Bahadır UYSAL***

ÖZET

İçinde bulunduğumuz yüzyılda, firmaların piyasa değerinin en önemli belirleyicilerinden biri sahip oldukları maddi olmayan varlıkları olarak kabul edilmektedir. Söz konusu varlıklar kapsamında değerlendirilebilecek olan kurumsal itibarın finansal performansı, hisse senedi fiyatlarını ne şekilde etkilediği, firmalara ne şekilde değer yarattığına dair literatürde pek çok çalışma yer almaktadır. Bu çalışma ile Türkiye’de 2000 yılından beri Capital Dergisi tarafından yayınlanmakta olan “Türkiye’nin En Beğenilen Şirketleri” listesinde yer alan şirketlerden oluşturulmuş portföyün getirisinin 2008-2014 yılları arasında piyasa getirisinin üzerinde olup olmadığı Fama French Üç Faktör Modeli kullanılarak analiz edilmiş, tek örneklem t testi ile analiz sonucunun istatistiksel olarak anlamlılığı sınanmıştır. Araştırma sonuçları kurumsal itibarın, firmaların finansal performansı pozitif yönlü etkilediği hipotezini ele alınan dönem ve veri seti için doğrulamıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal itibar, hisse senedi fiyatı, Fama French Üç Faktör Modeli

JEL Sınıflandırması: G33, G34

The Concept Of Corporate Reputation And Impacts On Stock Prices: Turkey Case

ABSTRACT

In the recent century, it is assumed that one of the most important indicators of firm’s market value are intangible assets. There is quite a lot research in literature investigating the impact of corporate reputation, which is valued as one of the main intangible asset of a firm, on financial performance, stock price and firm value. In this research, the portfolio return of The Most Admirable Companies of Turkey published by Capital Journal from 2000 is compared to the market return from 2008-2014 and Fama French three factor model is deployed for the analysis. Also one sample t test is deployed to investigate the results’ statistical significance. The findings confirmed the hypothesis that corporate reputation affects the financial performance positively for the given period and data set.

Keywords: Corporate reputation, stock price, Fama French Three Factor Model.

Jel Classification: G33, G34

* Yrd. Doç. Dr., Kırıkkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi ,kandilelif@yahoo.com

** Arş. Gör., Kırıkkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, tayfunarar@kku.edu.tr

*** Arş. Gör., Kırıkkale Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, bahadiruysal@kku.edu.tr

1. GİRİŞ

1. Dünya Savaşı sonrası hızla artan ulusal işletmelerin faaliyetlerini sınır ötesine taşıma girişimleri ve 1980'li yıllarda başlayan neoliberal ekonomik politikalar sayesinde uluslararası hale gelen sermaye, küreselleşme hareketinin temellerini atmıştır. 21. yüzyılda büyük ve çok uluslu işletmeler, oldukça yüksek rekabetin söz konusu olduğu küresel pazarlarda faaliyet göstermek zorunda kalmıştır. Yüksek rekabetin en önemli sonuçlarından birisi şüphesiz arz edilen ürün ve hizmetlerin her geçen gün birbirinden farklılaşma düzeyinin azalması (Fombrun ve van Riel, 2004:3), karar almada rol oynayan faktörlerin ürün ve fiyat politikalarından ziyade işletmenin paydaşlarının güvenini kazanma yarışında yeterlilik, bütünlük ve çekicilik özelliklerine odaklanmasıdır (Klewes ve Wreschniok, 2009: 15).

Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişme, internet kullanımının artışı, sosyal ağların ve blogların yaygınlaşması küreselleşmenin etkisinin sadece ekonomik boyutta olmadığı, bununla birlikte iletişim boyutunda da büyük dönüşümlere yol açtığını göstermektedir. Stratejik kullanıcı kitlesi, ürün, hizmet ya da markaya ilişkin tecrübe ve görüşlerini sosyal ağlarda paylaşmak suretiyle diğer sanal ağ kullanıcılarını etkilemekte ve bu etki çok hızlı ve büyük dalgalarla geniş kitlelere ulaşmaktadır. Bu anlamda işletmelerin arz ettikleri ürün, hizmet ya da markalarına ilişkin bilgi akışının kontrol edilebilmesi oldukça güçleşmiş, hatta kimi durumda imkânsız hale gelmiştir (Casado vd., 2014: 47). İçinde bulunduğumuz yüzyıl, sürekli değişen pazar koşullarında faaliyet gösteren işletmeler üzerinde geçmiş yıllara nazaran müşterilerin çok daha fazla karar verme gücü ve etkisinin olduğu, bununla birlikte yatırımcılar, çalışanlar, tedarikçiler, finansal kurumlar vb. paydaşların da işletmeleri doğrudan etkilediği bir dönemdir. Bu nedenle paydaşlarının gözünde işletmenin nasıl algılandığını bilmek, işletmeler için gittikçe artan bir öneme sahip olmuştur. Günümüzde işletmeler, içinde buldukları pazarın kendileri hakkındaki genel algısını öğrenmek yerine belirli paydaşlarca nasıl algılandıklarını, bu algının hangi kriterlere bağlı olarak değiştiğini öğrenmek istemektedirler (Ruiz vd., 2014: 260). Bu durum, literatüre kurumsal itibar olarak giren kavramın tüm boyutlarıyla tanımlanması, ölçüm metodlarının geliştirmesi, işletmelerin performanslarıyla ilişkilendirilmesine yönelik bir talebi beraberinde getirmiştir.

2. KURUMSAL İTİBAR KAVRAMININ TANIMI VE ÖNEMİ

Kurumsal itibar kavramının nasıl tanımlanacağı konusunda henüz genel kabul görmüş bir görüş yoktur (Olegario ve McKenna, 2013: 643). İtibar kavramı uzun yıllar boyunca imaj, saygınlık, kimlik, prestij ve şerefiye kavramları ile çalışma konusunun odak noktasına veya genelleştirme düzeyine bağlı olarak kimi zaman eş anlamlı kimi zaman çok yakın ilişkili olarak kullanılmıştır (Wartick, 2002: 373). Özellikle birçok

çalışmada birbirinin yerine kullanılan kimlik, imaj ve itibar kavramları esasında birçok açıdan farklılık göstermektedir. Bu nedenle kurumsal itibar kavramını açıklamadan önce bu farklılıkları ortaya koymak gerekmektedir. Örgütsel kimlik; içsel paydaşların gözünde, gerçek anlamda işletmenin karakteristik özelliklerini ifade eden, işletmenin kendi içinde oluşturduğu pozitif ya da negatif algılardır. Örgütsel imaj, dışsal paydaşların gözünde, olunması arzu edilen, işletmenin kendi içinde oluşturduğu, her zaman pozitif olan algılardır. İmaj ve kimlik kavramlarını tanımlamak için kullanılan boyutlarla ele alındığında ise kurumsal itibar, hem içsel hem dışsal paydaşların gözünde işletmenin hem içinde hem dışında oluşturulan gerçek durumla ilgili pozitif ya da negatif algılardır (Walker, 2010: 367). Pek çok yazar tarafından kurumsal itibar kavramı, farklı boyutları ön plana çıkartılarak tanımlanmıştır. Yapılan kurumsal itibar tanımlarını, itibar kavramını bir farkındalık durumu, bir değerlendirme aracı ve bir varlık olarak alan tanımlar şeklinde gruplandırmak mümkündür. Farkındalık durumu altında sınıflandırılacak tanımlar kurumsal itibarı; algıların toplamı, gizli algılar, net algılar, global algılar, algısal simgeler şekilde ifade etmekte ve herhangi bir yargıda bulunmaksızın paydaşların işletmeye ilişkin algılarını ifade etmektedir. Örneğin; Fombrun (1996), kurumsal itibarı diğer öncülük eden rakipleri ile karşılaştırıldığında tüm esas paydaşları için işletmenin geçmişteki faaliyetleri ve gelecekteki beklentilerine dayanan genel olarak çekiciliğini açıklayan algısal ifade olarak tanımlamaktadır (Fombrun, 1996: 72). Bir değerlendirme aracı olarak tanımlanan kurumsal itibar bir kanı, tahmin, kıymet biçme veya ölçü olarak ifade edilmekte ve yapısı gereği hüküm verme aracı olarak kabul edilen düşünce ve inanç kavramlarını da içine almaktadır. Bu bağlamda Cable ve Graham (2000), kurumsal itibarı diğer işletmelere kıyasla işletmenin isminin halk tarafından etkin bir değerlendirme olarak tanımlamaktadır (Cable ve Graham; 2000: 929). Bir varlık olarak tanımlanan itibar kavramı ise işletmelerin sahip oldukları bir kaynak veya maddi olmayan, finansal bir varlık olarak ifade edilmektedir. Varlık olarak kurumsal itibarın bir değeri olduğu savunulmaktadır (Barnett vd., 2006: 32). Söz konusu tanımların ortak özellikleri kurumsal itibarı, işletmelerin geçmişte yaptıkları faaliyetler neticesinde (Fombrun 1996: 72, Walker, 2010: 370) işletmelerin hedeflerine ulaşmasını etkileyen ve etkilenen birey ya da grupların oluşturduğu (Matueviciene, Stravinskiene, 2015: 75), içsel ve dışsal paydaşlarının gözünde (Reputation Institute, 2010, Fombrun, Van Riel, 1997: 10), rakiplerine kıyasla (Fombrun,1996: 72, Cable ve Graham, 2000: 929, Smaiziene ve Jucevicius, 2009: 96) oluşturulan değer yaratmadaki kabiliyetine, finansal, sosyal ve çevresel etkilerine (Barnett vd. 2006: 34), örgütsel kimliğin krebilitesine (Whetten ve Mackey, 2002: 401) yönelik algılar toplamı olarak ifade etmeleridir. Bu tanımdaki üç önemli nokta (1) İtibarın itibarın algısal boyutunun vurgulanması, (2) sadece bir veya birkaç kişinin değil tüm paydaşların toplam algısının söz konusu olması ve (3) kavramın doğası gereği bir takım standartlara göre kıyaslanabilir nitelikte olmasıdır (Davies, vd.,

2001: 1363). Ayrıca, kurumsal itibar, işletmeyi diğerlerinden farklılaştıran, ikamesi olmayan, az bulunur kaynaklardan birisi olarak da ifade edilmektedir (Casado, vd., 2014: 46).

Kurumsal itibar kavramı finans teorisi, ekonomi teorisi, örgütsel davranış teorisi, kurumsal teori vb. gibi birçok disiplin perspektifinden ele alınmış bir konudur. Pazarlama literatüründe kurumsal itibar marka değeri bağlamında ele alınmakla birlikte müşterilere ürün ve markalar hakkında çok büyük miktarda bilgiyi yorumlama, kullanma ve depolama suretiyle değer yaratan, pazara giriş bariyerlerini yükseltmek suretiyle de rekabeti azaltan ve kar marjını yükselten bir varlık olarak kabul edilmektedir (Aaker, 1991: 56). Ekonomi teorisi, işletmelerin sundukları mal ve hizmetlerden yüksek gelir elde edebilmeleri veya girdi maliyetlerini düşürmeleri suretiyle nakit akımları ya da hisse senedi fiyatlarına yansıyan rant benzeri gelirleri elde etmelerinde işletmelerin paydaşlarla aralarındaki ticareti yapılamayan durumlara ilişkin sözleşmelerin önemini vurgulayarak kurumsal itibara atıfta bulunmaktadır. Bununla birlikte stratejik yönetim teorisi de iyi bir kurumsal itibarın sürdürülebilir rekabet avantajı yarattığını ve kurumsal performansı artırdığını öne sürmektedir (Devine ve Halpern; 2001: 45). Söz konusu perspektifler çerçevesinde geliştirilmiş teorilerden biri olan sinyal teorisi, kurumsal itibarı işletmelerin beklenen finansal performans ve davranışlarına ilişkin bilgilendirici bir işaret olarak tanımlamaktadır. Bu teoriye göre iyi itibar, işletmenin sunmuş olduğu mal ve hizmetlere ve yatırımcıların işletmenin performansına ilişkin kamunun güvenini artırmaktadır. Kurumsal itibar, işletmelerin paydaşlarına değer yaratmış sonuçları sunma kabiliyetinin bir tanımlayıcısı olarak görülmektedir (Fombrun, vd., 2000: 243).

İşletmelerin değerinin çok önemli bir bölümünün maddi olmayan varlıklar tarafından belirlendiğinin farkedilmesiyle birlikte sözkonusu maddi olmayan varlıklarının değerinin belirlenmesi ve yönetilmesine olan ilgi her geçen yıl artmaktadır. Her ne kadar maddi olmayan varlıklar kapsamında çoğunlukla ticari marka, patent, müşteri sadakati gibi entelektüel sermaye unsurlarına odaklanılsa da pozitif ve iyi bir kurumsal itibarın işletmelere sürdürülebilir bir pozisyon avantajı yarattığına dair de çok sayıda çalışma mevcut olup sayısı gün geçtikçe artış göstermektedir (Srivastava, vd., 1997: 62). Güçlü bir kurumsal itibara sahip olmanın işletmelere sağlamış olduğu faydalar özetle şu şekilde sıralanabilir;

- Ürün ve hizmetlerin kalitesine ilişkin müşterilerin algısını güçlendirmek (yüksek fiyatlandırmaya olanak sağlamak): satışların artması, pozitif söylemler (Nguyen ve Leblanc, 2001: 227)
- Kurumlarda çalışan nitelikli personel istihdam kapasitesinin artırmak (Turban ve Greening, 1997: 669)

- Çalışanların moralinin artması ve böylece üretkenlik artışı sağlamak (Turban ve Cable, 200: 16)
- Kriz durumları, rekabetçi ataklar ve mercek altına alınma durumlarının yarattığı etkiyi azaltmak suretiyle girişimcinin değerini korumak
- Sadece pazara nüfuz etme anlamında değil ayrıca kolaylaştırıcı ortaklıklar ve anahtar topluluk senaryoları oluşturarak uluslararası büyümeye öncülük etmek
- Çok sayıda yatırımcıyı etkilemek (iyi kredibilite yaratmak): Piyasa değerini artırmak (EBITDA), işletmeye ilişkin riski azaltmak
- Daha ucuz sermayeden faydalanmaya olanak tanımak

Bununla birlikte iyi bir kurumsal itibar tüm işletmeler için önemli bir stratejik varlık olarak kabul edilmektedir. İyi itibar, ürün ve hizmeti müşterilere, hisse senetlerini yatırımcılara cazip kılmakta, aynı zamanda işletme çalışanları için de yaptıkları işin cazibesini artırmaktadır (Fombrun, 2001: 14). Muhasebe sistemine göre parasal ederi olmadığı ifade edilen kurumsal itibar işletmelerin piyasa değerini doğrudan etkileyen en değerli varlıklarından biridir (Siano, vd., 2010: 69). Çalışanların sunulan tüm imkanlar aynı iken iyi itibarı olan bir işletmede çalışmayı tercih etmeleri, tedarikçilerin sözleşme riski ile ilgilenmeyecekleri iyi itibarlı işletmeler ile çalışmayı tercih etmeleri, sözleşme ve gözlem maliyetlerinin iyi itibarlı işletmeler için düşük olması ve genel olarak iyi itibarlı işletmelerin daha sadık bir müşteri profilinin olması yaratılan ekonomik değerini bazı göstergeleridir (Moura-Leite ve Padgett, 2014: 21).

3. KURUMSAL İTİBARIN ÖLÇÜLMESİ

İşletmelerin kurumsal değerini, bir başka ifade ile piyasa değerini artıran (Dowling, 2006: 134) kurumsal itibarın doğru şekilde yönetilmesi, öncelikle doğru tanımlanması ve doğru ölçülmesine bağlıdır. Günümüzde kurumsal itibarın ölçümüne yönelik geliştirilmiş çeşitli yöntemler mevcuttur. En yaygın olarak kullanılan yöntemler Fortune Endeks, Reputation Quotient ve Reprtrak olarak sıralanabilir. Ancak söz konusu yöntemlerin birçok sınırlılıkları ve eleştirilen eksiklikleri mevcuttur. İtibar kavramının ölçülebilmesi için öncelikle itibar kavramının çok net olarak tanımlanması gerekmektedir. İtibar kavramının açıklanmasına yönelik yapılan tanımların büyük çoğunluğunun ortak özelliği, itibarın işletme paydaşlarının algısını yansıtıyor olduğunu ifade etmeleridir. Bu durum bir anlamda kurumsal itibarı işletme paydaşlarının belirlediği anlamına gelmektedir. Birçok bilimsel çalışma kurumsal itibarın geliştirilmesi aşamasına paydaşların dahil edilmesi gerektiğini, çünkü işletme paydaşlarının düşüncelerini ifade etme, boykot etme gibi girişimleri, gelir-vergi dengesi sağlama, kaynak kısıtlamasına gitme gibi yollarla kurumsal imaj, itibar ve geliri doğrudan etkilediğini belirtmektedir (Matuevicene ve Stravinskiene, 2015: 78). Ancak itibarın ölçülebilmesi için hangi paydaşların görüşlerinin alınacağı, tüm paydaş

görüşlerinin eşit ağırlıkta mı olacağına dair henüz net bir görüş yoktur. Wartick (2002)'nin çalışmasında örneklerle açıkladığı üzere itibarın ölçülmesi için tüm paydaş görüşlerinin tamamının alınmasının birtakım sakıncaları vardır. Şirket sahipleri, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler ve halk olarak sıralanabilecek paydaş gruplarındaki kişilere bakıldığında, hepsi farklı kriterlere göre bir puanlama yapacaktır. Örneğin; müşteriler ürün güvenilirliği ile ilgili konulara odaklanırken şirket sahipleri özsermaye karlılığına odaklanacaktır. Başka bir sakınca içsel ve dışsal paydaş ayrımı durumunda sözkonusudur. Bununla birlikte şirket sahipleri ve çalışanlardan oluşan içsel paydaşların verdiği puanın müşteriler, tedarikçiler ve halkın verdiği puandan düşük olması ya da tam tersi bir durumun söz konusu olması halinde bu durumun nasıl yorumlanacağı, itibarın belirlenmesinde rol alan tüm paydaşların eşit önem derecesine sahip olup olmayacağı, itibar ölçümünde kıyaslama yapmak adına sadece rakip şirketlerin mi ölçüt alınacağı ya da şirket geçmiş yıl verilerinin, endüstri ortalamasının da bir ölçüt olarak belirlenip belirlenemeyeceği itibar ölçümünde karşılaşılan diğer sorunlardır. (Wartick, 2002: 377) Kurumsal itibarın ölçülmesinde diğer önemli husus ise faktörlerin belirlenmesidir.

İşletmelerin kurumsal itibar değerlerinin ölçülmesine yönelik ilk girişim 1984 yılında Fortune dergisi tarafından gerçekleştirilmiştir. "Fortune'nun En Çok Beğenilen İşletmeler" listesi özellikle Amerika'daki işletmeler üzerine yapılmış olsa da global düzeyde işletmeler arasında itibar sıralaması yapan ilk çalışma olma özelliğini taşımaktadır. 1990'ların sonuna doğru örneklem çerçevesi endüstri ve ülke bazında genişletilmiş (24 endüstri ve 13 ülke) ve "Fortune'nun Global Olarak En Çok Beğenilen İşletmeler Endeksi" ilk defa yayınlanmıştır (Trotta ve Cavallaro; 2012: 23). 2015 yılında Fortune endeksi listesi 29 ülkede 668 işletmeye uygulanan anketler neticesinde belirlenmiştir. Üst düzey yöneticiler, bağımsız yönetim kurulu üyeleri ve finansal analizcilere yapılan anketler, global işletmelerin buldukları endüstrideki itibarlarını dokuz faktöre göre belirlemektedir. Bu faktörler; inovasyon, yönetim kalitesi, uzun vadeli yatırım değeri, sosyal sorumluluk, insan kaynakları yönetimi (yetenekli kişileri işletmeye çekme, yeteneklerini geliştirme ve işletmede kalmalarını sağlama kabiliyeti), ürün kalitesi, mali istikrarlılık, kurumsal varlıkların kullanımı ve global rekabet yeteneğidir. Her ne kadar Fortune endeksi literatürde pek çok çalışmada kullanılsa da (1) tüm kilit paydaşların algılarını ihtiva etmeyen sınırlı bir katılımcı havuz oluşturması, (2) sadece en büyük işletmelerle sınırlandırılmış küçük bir örnek büyüklüğünün olması, (3) kültürel olarak özellikle finansal performansa büyük önem verme eğilimindeki katılımcıların yer alması açılarından (Trotta ve Cavallaro; 2012: 23) ve ayrıca finansal halo etkisine bağlı olarak uygun bir ölçüm aracı olmaması (Fryxell ve Wang, 1994: 2) ve endeksin belirlenmesinde kullanılan faktörler arasında yüksek korelasyon olması (Fombrun ve Shanley, 1990: 237) yönünden eleştirilmektedir. Bu eleştiriler doğrultusunda daha objektif değerlendirme aracı sunmak üzere Charles Fombrun ve Cee

Van Riel, Reputation Quotient adını verdikleri modeli geliştirmiştir. Hazırlanan anketler altı temel faktör ve yirmi ögeyi göz önünde bulundurmaktadır. Bu faktörler; duygusal çekicilik, ürün ve hizmetler, finansal performans, vizyon, liderlik, çalışma ortamı ve sosyal sorumluluk olarak sıralanmaktadır. Veri örnekleme iki aşamada yapılmaktadır. İlk aşama, en iyi ve en kötü itibarlı işletmeyi tespit etmek üzere geniş ölçekli paydaş kitlesiyle yapılan mülakattan, ikinci aşama ise katılımcıların yirmi ögeyi 7 puanlık bir ölçek ile puanlandırarak işletmeyi değerledikleri süreçten oluşmaktadır. Literatürde sıklıkla kullanılan bir diğer model ise 2006 yılında İtibar Enstitüsü tarafından geliştirilen, kurumsal itibarı etkileyen niteliksel değişkenleri bir sıralamaya dönüştüren RepTrak modelidir. Söz konusu model, katılımcıların farklı sektörlerdeki işletmelere ilişkin beğeni, güven, olumlu his ve saygınlık derecesini ölçmektedir. İnternet üzerinden yapılan anket ile yedi anahtar faktör altında gruplandırılan 23 ögeye ilişkin değerlendirmeler toplanmaktadır. Bu modelin temel faktörleri; ürün/hizmetler, inovasyon, çalışma ortamı, yönetim, sosyal sorumluluk, liderlik ve performans olarak sıralanmaktadır. İtibar Enstitüsü, her yıl düzenli olarak yaklaşık 30 ülke için itibar endekslerini açıklamaktadır (Trotta ve Cavallaro; 2012: 24). En dar kapsamlı paydaş grubuna sahip olan Fortune endeksi sadece üst düzey yöneticiler, bağımsız yönetim kurulu üyeleri ve finansal analizcilerden oluşan 4000 kişilik bir katılımcının değerlendirmesini göz önünde bulundururken, Reputation Quotient değerlendirme sürecine dahil ettiği paydaş tabanını genişleterek anketlerini, genel olarak halk, müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler ve yatırımcılardan oluşan yaklaşık 30.000 kişilik bir paydaş grubuna uygulamaktadır. En son olarak geliştirilen RepTrak Modeli ise analizciler, müşteriler, çalışanlar, işletme ortakları ve yatırımcılara ek olarak sivil toplum kuruluşları, düzenleyici kuruluşlar, devlet yetkilileri, medya, işletme yöneticileri, topluluk liderleri, entelektüel kişileri paydaş grubuna dahil etmiştir. Yaklaşık 60.000 kişiden oluşan bir paydaş grubuna anket uygulanmaktadır (Trotta ve Cavallaro; 2012: 26).

İtibar endeksinin ölçümü konusunda geliştirilmiş olan söz konusu endekslerin Türkiye'deki işletmelerin kurumsal itibarını ölçmeye yönelik ortaya koyduğu bir veri seti mevcut değildir. Türkiye'de kurumsal itibar ölçütü olarak Capital dergisi, Amerika'daki Fortune dergisine benzer şekilde 1999 yılından bugüne aralıksız olarak Türkiye'nin En Beğenilen Şirketlerini açıklamaktadır. 30'dan fazla sektörde 1000'den fazla orta ve üst düzey yöneticiye yöneltilen sorulara alınan cevaplar, bilgi ve teknoloji yatırımları, hizmet veya ürün kalitesi, finansal sağlamlık, yeni ürün geliştirme, yönetim kalitesi, çalışanlara sunulan imkan ve haklar, ücret politikası ve seviyesi, çalışanların niteliklerini geliştirme, pazarlama ve satış stratejileri, iletişim ve halkla ilişkiler, çalışanların nitelikleri, rekabette etik davranma, çalışan memnuniyeti, müşteri memnuniyeti, yönetim ve şirket şeffaflığı, yatırımcıya değer yaratma, toplumsal sorumluluk, uluslararası pazara entegrasyon olarak sıralanabilecek 18 adet itibar

göstergesi boyutunun verilerini oluşturmaktadır. Türkiye’de itibara ilişkin yapılan araştırmalara bakıldığında zaman sadece Capital Dergisi tarafından yapılan araştırma ön plana çıkmaktadır. Bununla birlikte Global Finance dergisinin de belli yıllara ait “Türkiye’deki En İyi Şirketler”, “Türkiye’deki En İyi Bankalar” araştırmaları bulunmaktadır. Ancak Dünya’daki itibar ölçümlere bakıldığında zaman birçok ülkede çok sayıda ölçümün varlığından bahsedilebilmektedir (Esen, 2011: 299). Bununla birlikte 2011 yılından itibaren de X-Sight araştırma şirketi tarafından Türkiye İtibar Endeksi hesaplanmaktadır. Ural (2012)’nin çalışmasında kullandığı Türkiye itibar endeksi, 12 sektörde tesadüfi olarak olarak seçilmiş 1000’den fazla kişiye uygulanan anket sonuçlarına göre belirlenmektedir. Şirket itibar endeksini belirlerken geliştirmiş olduğu iki model X-İtibar modeli ve X-Algı modelini kullanmaktadır. X-İtibar modeli, Maslow’un ihtiyaçlar hiyerarşisine benzer şekilde en alttan üste doğru tanıma, beğeni, güven, ilişki, memnuniyet, sadakat, elçilik ve gönüldaşlık basamaklarından oluşmaktadır. X-Algı modelinde ise, finansal durum ve ticari kapasitesinin yüksek olması, dürüst ve şeffaf olma, liderlik özelliklerinin taşınması ve sektörde lider konumda olma, yeniliklere teknoloji ve tasarıma önem verme, profesyonel ve nitelikli çalışanların olması, köklü ve sağlam bir kurum olma, hızlı büyüyen ve atılımlar yapan bir şirket olma, çevre, eğitim ve sağlık gibi konularda sorumluluklarını yerine getirme, spor, sanat ve kültürle ilgili faaliyetlere destek verme, Türkiye ekonomisine katkıda bulunma, toplumun gelişmesi için çalışma, üstün hizmet ve ürün kalitesi sunma, ürün ve hizmetlerini adilce fiyatlandırma, müşteri memnuniyetine önem verme, bünyesinde çalışılmak istenen bir şirket olma, yatırım yapılmak için tercih edilecek bir şirket olma ve saygı duyulan bir şirket olma algı parametreleri ölçülmektedir.

4. LİTERATÜR

Hall (1992)’un iyi itibarın performansı artıran stratejik bir kaynak olduğunu öne sürdüğü çalışmasını takiben kurumsal itibarın işletmelerin finansal performans ve hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştıran pek çok ampirik çalışma yapılmıştır. Tablo 1’de gösterildiği üzere yapılan ampirik çalışmaların kimi söz konusu iki değişken arasında pozitif yönlü, kimi negatif yönlü ilişki tespit etmiş, kimi çalışmada hiçbir ilişki olmadığı ya da McGuire, Schneeweiss ve Branch (1990)’ın belirttiği gibi, itibar ve performans ilişkisinin iki yönlü olarak gerçekleştiği; bir firmanın finansal performansının kurumsal itibarını etkileyebileceğini fakat aynı zamanda itibarının da finansal performansını etkileyebileceği ileri sürülmüştür.

Tablo 1. Kurumsal İtibarın İşletmelerin Finansal Performans ve Hisse Senedi Fiyatları Üzerindeki Etkisini Araştıran Çalışmalar

Yazarlar	İlişki	Araştırma Yöntemi / Örneklem	Bağımlı Değişken	Bağımsız Değişken
Aupperle vd. (1985)	Nötr	Anket ve t testi (241 Yönetici)	Aktif karlılığı (ROA)	Kurumsal sosyal sorumluluk yönelimleri
Worrel vd. (1991)	Negatif (-)	Olay çalışması (194 bildirim)	Hisse senedi fiyat hareketleri	İşten çıkarma bildirimleri
Klassen ve McLaughlin (1996)	Pozitif (+)	Olay çalışması	Hisse senedi fiyat hareketleri	Çevresel ödüllere veya krize ilişkin bildirimler
Teoh vd. (1999)	Nötr	Olay çalışması	Hisse senedi fiyat hareketleri	Boycot hedefli Amerikan firmaları
McWilliams ve Siegel (2000)	Nötr	Regresyon (524 firma)	Muhasebe karları	Domini 400 sosyal endeksi
Kotha vd. (2011)	Pozitif (+)	Regresyon analizi (41 İnternet firması)	Piyasa değeri, satış büyüklüğü	İtibar geliştirme faaliyetleri
Roberts ve Dowling (2002)	Pozitif (+)	Regresyon (149 firma)	Piyasa getirisi ve satışların getirisi	Fortune ortalama itibar puanı
Rose ve Thomson (2004)	Nötr	Regresyon (62 Danimarka firması)	Özsermayenin piyasa defter değeri oranı	On kriter bazında kurumsal imaj
Wagner ve Schaltegger (2004)	Negatif (-)	Anket ve regresyon analizi (135 İngiliz ve 166 Alman firması)	Ekonomik performans	Çevresel strateji ve çevresel performans
Eberl ve Schwaiger (2005)	Pozitif (+)	Regresyon (30 büyük Alman firması)	Amortisman ve vergi sonrası net gelir	Örgütsel yeterlik ve anlayış
Inglis vd. (2006)	Nötr	Regresyon (77 Avustralya firması)	ROA, ROE, yatırım sermayesi getirisi	Kurumsal imaj
Jacob vd. (2010)	Tutarsız yapı	Olay çalışması (363 çevresel ödüller)	Hisse senedi fiyat hareketleri	Çevresel girişimler ve ödüller
Lai vd. (2010)	Pozitif (+)	Yapısal eşitlik modeli (79 Tayvan firması)	Marka değeri ve performans	Kurumsal sosyal sorumluluk

Kaynak: (Lee ve Roh, 2012: 651)

Boyd vd. (1996), güçlü bir kurumsal itibarın işletmeler için müşterilerine sunmuş oldukları ürünün kalitesi hakkında bir işaret olduğu, bunun da yüksek fiyatlı satışlar sağladığı varsayımına dayanarak yapmış oldukları çalışmalarında itibarın güçlülüğü ve satışların getirisi arasında bir pozitif yönlü ilişki olduğunu öne sürmüşlerdir. Srivastava vd. (1997), kurumsal itibarın yatırımcılar için riskliliği değiştirmek suretiyle firma değerini etkileyip etkilemediğini inceleyen çalışmalarında

kurumsal itibar göstergesi olarak Fortune endeksi, ve finansal risk göstergesi olarak Beta katsayısını kullanmışlardır. 1988-1990 dönemi 205 şirkete ait veriler, itibar arttıkça yatırımcının aldığı riskin de arttığını göstermiştir. Aynı zamanda özsermaye maliyetini düşürmek suretiyle firma değerini artırdığını ifade etmişlerdir. Deephouse (1997), çalışmasında Fortune endeksine giremeyen şirketler için itibar teorisinin geçerliliğini sınamayı amaçlamıştır. Amerika, Minneapolis-St Paul'da, 1988-1992 döneminde basında yer almış ticari bankaların sahip olduğu itibarı, medya itibarı ve finansal itibar olarak iki boyutta ele almış, finansal itibar göstergesi olarak sermaye yeterlilik oranı ve aktif kalitesi oranını, medya itibarı için ise iki tane günlük gazetede yer alış durumuna göre içerik analizi ile yapılan ölçüm sonuçlarını kullanmıştır. Finansal performans göstergesi olarak ise aktif karlılığı (ROA)'yı kullanmıştır. Sonuç olarak hem medya hem de itibarın bankaların finansal performansını artırdığını ifade etmiştir. Roberts ve Dowling (1997), iyi bir kurumsal itibarın şirketlere üst düzey bir performans sağlama ve bunu sürdürmeye olanak tanıyıp tanımadığını araştırmışlardır. Kurumsal itibarın firmaların sahip olduğu bir maddi olmayan varlık olarak kabul edildiği çalışmada kurumsal itibar ölçütü olarak Fortune endeksi verileri kullanılmıştır. Ağırlıklandırılmış ortalama getiri oranının üzerindeki değeri ifade eden getiri oranı ise finansal performans göstergesi olarak ele alınmıştır. 1984-1995 yılları arasında ABD'de 47 sektörde faaliyet gösteren 435 firmanın verilerinin kullanıldığı analiz sonucunda finansal performans üzerinde yarattığı çifte etkiden ötürü kurumsal itibarın önemli bir stratejik varlık olduğunu ifade etmişlerdir. Beklenenden daha düşük performans sergileyen iyi itibarlı firmaların üst düzey performans pozisyonuna geçmeleri daha kolay olduğunu, bununla birlikte üst düzey performans pozisyonunu hali hazırda sürmekte olan firmaların da iyi bir itibara sahip olma durumundan yararlandıklarını belirtmişlerdir. Roberts ve Dowling (2002), Fortune endeksini firma karlılığı (vergi sonrası aktif karlılığı), piyasa değeri defter değeri oranı ve firma büyüklüğü (toplam satışlar) verileri ile ilişkilendirmek suretiyle kurumsal itibar ve finansal performans ilişkisini analiz etmişlerdir. Göreceli olarak daha iyi itibarı olan firmaların üstün kar düzeyini zaman içinde sürdürebilme konusunda daha başarılı olduklarını öne sürmüşlerdir. Tan (2007) de benzer şekilde kurumsal itibarın üst düzey getiri ile pozitif yönde korelasyon içinde olduğunu ve aynı zamanda kurumsal itibarın sadece üst düzey getiriyi organize etmekle kalmayıp, Çin'de halka açık şirketlerin toplam satışlarında da bir üst düzeylik yarattığını öne sürmüştür. Kruger ve Wrolstad (2010), Harris Etkileşimli İtibar Katsayısı sonuçlarına göre en yüksek puanlı firmalardan oluşturdukları portföyün getirisinin, en düşük puanlı firmalardan oluşturdukları portföyün getirisinden daha yüksek olduğunu ve bu durumun hem itibar puanlarının açıklandığı gün hem de takip eden yıl geçerli olduğunu tespit etmişlerdir. Ancak elde ettikleri sonuçların istatistiksel olarak anlamlı olmadığını ve bunun da örneklem büyüklüğünün küçük olmasından kaynaklanmış olabileceğini belirtmişlerdir. Bununla

birlikte çalışmaları ile, en yüksek itibar puanına sahip firma portföyünün istatistiksel olarak anlamlı düzeyde daha düşük yatırım riski taşıdıklarını öne sürmüşlerdir. Smith, Smith ve Wang (2010), marka imajının itibara denk olduğu düşüncesinden hareketle yaptıkları çalışmalarında pozitif bir marka imajı olan (pozitif kurumsal itibarı olan) firmaların ekonomik fayda sağlayıp sağlamadığını test etmişlerdir. Marka imajı göstergesi olarak Fortune endeksinin, firma özsermayesinin, piyasa değerinin, varlık ve kaynaklarının defter değerinin ve olağanüstü gelirlerin değişken olarak kullanıldığı model sonucunda elde ettikleri bulgulara göre pozitif marka imajı olan firmaların belirgin bir piyasa değeri primi, üst düzey finansal performans ve daha düşük bir sermaye maliyetine sahip olduğunu öne sürmüşlerdir. Gök ve Özkaya (2011), 2003-2008 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasından Capital En Çok Beğenilen Şirketler listesine giren 17 şirket verileri ile yaptıkları çalışmalarında söz konusu listeye giren şirketlerin gerçekten piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde edip etmediklerini test etmişlerdir. En çok beğenilen şirketlerden oluşturulmuş portföy değerinin, ağırlıklandırılmış piyasa portföyüne göre %10 daha düşük olduğunu tespit etmişlerdir. Elde ettikleri bulgunun literatürde hakim olan görüşe ters yönde olmasını, yatırımcıların Capital'in en çok beğenilen şirketler listesini önemli bir bilgi olarak dikkate almamalarına ve aynı zamanda analize dahil edilen şirketlerin düşük performanslarının başka birçok faktörle ilişkilendirilebileceğine bağlamışlardır. Bununla birlikte yatırımcıların neden Capital'in derecelendirmesini dikkate almadığını ise Capital'in yatırımcıların kararlarını etkileyecek derecede güçlü bir dergi olmaması ya da yatırımcıların bu derecelendirmeden haberdar olmamaları ile açıklamışlardır. Lee ve Roh (2012), Fortune'un Amerika'nın en beğenilen şirketler listesine göre belirlenen Fortune endeksini kullandıkları çalışmalarında 2001-2005 dönemi, 230 firma için kurumsal performansın düşük ve yüksek teknoloji firmalarında finansal performansı pozitif yönde etkileyip etkilemediğini test etmişlerdir. Finansal performansı hem muhasebe hem piyasa tabanlı olarak ele almışlar, ölçüt olarak vergi sonrası aktif getiri oranı, vergi sonrası özsermaye getiri oranı, tobin's Q ve satışların büyüme oranını bağımlı değişken olarak ele almışlardır. Firma büyüklüğü, Ar-Ge yoğunluğu, sermaye yoğunluğu ve borç kaldırıcını ise kontrol değişkenleri olarak kullanmışlardır. Sektör içeriği ve finansal performans ölçütü fark etmeksizin tüm sonuçlarda kurumsal itibarın finansal performans ile pozitif ilişkili olduğunu ifade etmişlerdir. Sanchez, Sotorrio ve Diez (2012) de benzer şekilde kurumsal itibarın finansal performans üzerinde pozitif etkisi olup olmadığını İspanya için test etmişlerdir. MERCO adlı İspanyol kurumsal itibar endeksinin kullanıldığı çalışmada 38 İspanyol şirketi için Eylül 2005-Nisan 2009 yılları arasında çok değişkenli regresyon analizi yapılmıştır. 2007 krizinden sonra finansal kriz öncesinde ve süresince güçlü itibarı olan firmaların zayıf itibarlılara göre daha iyi bir finansal performans sergilediklerini ifade etmişlerdir. Blajer-Golebiewska (2014), kurumsal itibar ölçütü olarak 2007 yılından beri hazırlanmakta olan Sorumlu

Şirketler Sıralaması verilerini, ekonomik performans göstergesi olarak ise net kar, hisse başına net kar, brüt kar, özsermaye, aktif karlılığı, özsermaye getiri oranı, dolaşımdaki hisse sayısı verilerini kullanarak Polonya’da 2011-2013 yılları arasında kurumsal itibar ile ekonomik performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmaya dahil edilen firmalar içinde Polonya menşeli firma sayısının çok sınırlı sayıda olmasını Polonya firmaları tarafından kurumsal itibarın öneminin algılanamamış olmasına bağlamışlardır. Sonuç olarak kurumsal itibar ile ekonomik performans arasında zayıf ama reddedilemeyecek bir ilişkinin olduğunu, en yüksek korelasyonun özsermaye ile olduğunu, net kar ve brüt kar gibi karlılık göstergeleri ile kurumsal itibar arasında hiç korelasyon olmadığını belirtmişlerdir. Tomak (2014), Türkiye’de “Capital En Beğenilen Şirketler” listesine giren firmalar üzerinde yaptığı araştırmasında söz konusu listeye giren ve girmeyen şirketlerde itibarın finansal performans üzerindeki etkisini katsayı farklılıklarını göz önünde bulundurmak suretiyle incelemiştir. Finansal performans göstergesi olarak net kar marjı, özsermaye karlılığı ve satış büyüklüğünün bağımlı değişken olarak alındığı modelde itibarlı şirketler listesindeki şirketlerde hiçbir anlamlı ilişki bulunamamıştır. Daha iyi bir itibarın daha iyi bir finansal performansa olanak tanıdığına dair yeterli bir kanıt olmamakla birlikte çalışma sonuçları itibarı düşük şirketlerin iyi itibarlı şirketlerden daha iyi bir performans sergilediğini ortaya koymuştur. Kanto (2014), kurumsal itibar ve finansal performans ilişkisinin Endonezya’daki bankacılık sektöründe incelenmesini amaçlayan çalışmasında Endonezya için henüz yıllık olarak ilan edilen bir itibar endeksinin olmadığını ifade etmiştir. Bu nedenle yaptıkları çalışmalarında kurumsal itibarın finansal performansa etkisine bakmak üzere yapısal eşitlik modelinin kullanılabileceğini öne süren bir kavramsal model ortaya koymuşlardır. Kimi çalışmalar ise kurumsal itibarın firmaların sermaye piyasasında işlem gören hisse senedi değeri üzerindeki etkisini incelemiş ve iyi ve güçlü kurumsal itibara sahip firmaların hisse senetlerinin de anormal getiri sağladığını ifade etmişlerdir (Chung vd.,1999; Brammer vd., 2004).

5. YÖNTEM

Kurumsal itibarı yüksek olan firmaların oluşturduğu portföyün getirisinin, firmaların içinde bulunduğu pazarın getirisinden daha fazla olup olmadığını inceleme amacıyla yapılan bu çalışmada Fama-French’in Üç Faktör modeli esas alınmaktadır. Bunun için ilk olarak, Türkiye’de firmaları bilgi ve teknoloji yatırımları, hizmet ve ürün kalitesi, yeni ürün gelişimi, yenilikçilik, yönetim kalitesi, sosyal fırsatlar ve çalışanların hakları, maaş politikası ve seviyesi, pazarlama ve satış stratejileri, iletişim ve halkla ilişkiler, çalışan becerileri, etik tutum ve davranışlar, çalışan ve müşteri tatmini, yönetim ve kurumsal şeffaflık, yatırımcılar için değer yaratma, sosyal sorumluluk, uluslar arası pazarlarda etkinlik, bölgesel ve küresel ekonomiye istihdam ve yatırım anlamında katkı gibi (Gök ve Özkaya, 2011: 53) çeşitli parametreleri baz alarak ve anket yöntemini

kullanarak, kurumsal itibarlarına göre sıralayan Capital dergisinin, “Türkiye’nin En Beğenilen Şirketleri” listesinde 2014 yılında yer almış şirketler araştırmanın örneklemini oluşturmaktadır. Listede yer alan 25 şirketten 9’u Borsa İstanbul (BİST) da işlem görmediği için örnekleme grubundan çıkarılmıştır. Geriye kalan 16 şirket, 2008-2014 yıllarını kapsayan 84 aylık süreçte çalışmanın amacı doğrultusunda incelenmiştir. Çalışma kapsamında ele alınan Fama French Üç Faktör modelinde her bir değişkenin hesaplanmasında kullanılan hisse getirileri BİST’ten elde edilmiştir. Çalışma kapsamında yapılan çoklu regresyon analizi EViews 9.0; Tek Örneklem t-Testi ise IBM SPSS 21.0 paket programı ile yapılmıştır.

Fama-French Üç Faktör modeli; Eugene F. Fama ve Kenneth R. French tarafından, belirli hisse senetleri ile oluşturulmuş bir portföyün getirisinin, piyasanın getirisine karşı göstermiş olduğu değişkenliğin açıklanmasında sadece kovaryansın yeterli olamayacağı (Fama ve French, 1992), buna ilaveten bu değişikliği açıklamada portföyün büyüklüğünün, piyasa değerinin ve piyasa değeri/defter değerinin (PD/DD) de önemli olduğunun (Fant ve Peterson, 1995; Gökgez, 2016) anlaşılmasıyla ortaya atılan bir modeldir.

Bu model (Fama ve French, 1993);

$$E(R_i) - R_f = \beta_{im} [E(R_m) - R_f] + \beta_{is}E(SMB) + \beta_{ih}E(HML) \text{ şeklindedir.} \quad (1)$$

Buradaki;

$E(R_i) - R_f$: İncelenen portföyün risksiz faiz oranı üzerindeki beklenen getirisi;

$E(R_m) - R_f$: Piyasa portföyünün risksiz faiz oranı üzerindeki beklenen getirisi;

SMB : Küçük ve büyük piyasa değerine sahip hisselerin getirileri arasındaki fark;

HML : PD/DD oranı yüksek ve düşük hisselerin getirileri arasındaki fark;

β_{im} : Portföyün fazla getirilerinin, piyasanın fazla getirilerine karşı duyarlılığı;

β_{is} : Portföyün fazla getirilerinin, SMB getirilerine karşı duyarlılığı;

β_{ih} : Portföyün fazla getirilerinin, HML getirilerine karşı duyarlılığı olarak belirtilmektedir.

Bu modelden yola çıkarak, Capital dergisinin belirlemiş olduğu en itibarlı 25 işletmeden Borsa İstanbul’a kote olmuş 16’sının oluşturduğu portföyün getirisinin tüm pazarın getirisinden yüksek olup olmadığını analiz etmek amacıyla zaman serisi

regresyonu yaklaşımı ile 2 (Gökgöz, 2016) numaralı eşitlikteki modelden yararlanılmıştır.

$$R_{it}-R_{ft} = \alpha_i + \beta_i (R_{mt} - R_{ft}) + \mu_i SMB_t + \Omega_i HML_t \quad (2)$$

Burada;

R_{it} : “i” varlığının “t” zamanındaki getirisi

R_{ft} : Risksiz faiz oranının “t” zamanındaki değeri,

R_{mt} : Piyasa portföyünün “t” zamanındaki getirisi,

α_i : Modelin fiyatlandırma hatası,

SMB_t : Piyasa kapitalizasyon değeri küçük ve büyük olan portföylerin “t” zamanındaki getiri farkı,

HML_t : PD/DD oranı yüksek ve düşük olan portföylerin “t” zamanındaki getiri farkı,

olarak ifade edilmektedir. Araştırma kapsamındaki temel amaç olan oluşturulan portföyün getirisinin piyasa getirisinden yüksek olmasını irdeleyecek olan hipotez ise aşağıdaki gibidir.

$$H_0: \alpha = 0$$

$$H_a: \alpha \neq 0$$

Modeldeki kesişim noktası olan α_i eğer pozitif ve anlamlı çıkarsa, itibarı yüksek olan işletmelerin oluşturduğu portföyün getirisi, piyasanın getirisinden yüksek olduğu sonucunu ifade ederken, negatif olması durumunda ise bu getirinin daha düşük olduğunu göstermektedir.

Araştırma kapsamında incelenen her portföyün veya hisselerin ay sonu getirileri eşitlik 3 kullanılarak hesaplanmıştır.

$$R_i = \frac{V_m - V_{m-1}}{V_{m-1}} \quad (3)$$

Portföylerin ya da hisselerin aylık getirilerindeki değişkenler aşağıdaki gibidir:

R_i : “i” portföyünün veya hisse senedinin “t” dönemine ilişkin ay sonu getirisi (%)

V_m : Portföyün veya hisse senedinin “t” dönemindeki ay sonu kapanış değeri (TL)

V_{m-1} : Portföyün veya hisse senedinin “t” den bir önceki dönemdeki ay sonu kapanış değeri (TL)

olarak ifade edilmektedir.

Fama-French Üç Faktör modelindeki her bir değişkenin hesaplanması aşağıdaki gibidir:

$R_{it} - R_{ft}$ hesaplaması:

Çalışma kapsamındaki her bir hisse senedinin 2008-2014 yılları arasındaki aylık getirileri Bosta İstanbul veri tabanından alınmıştır.

R_{it} : “i” hissesinin “t” dönemine ilişkin ay sonu getirisi (%)

R_t : Hisse senedinin “t” dönemindeki ay sonu kapanış değeri (TL)

R_{t-1} : Hisse senedinin “t” den bir önceki dönemdeki ay sonu kapanış değeri (TL) olmak üzere;

$$R_{it} = \frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}}$$

şeklinde hesaplanmıştır.

Faizsiz risk oranları R_{ft} için ise DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri) verileri kullanılmıştır.

$R_{mt} - R_{ft}$ hesaplaması:

Burada 2008-2014 yılları arasındaki ay bazlı piyasa endekslerinden yararlanılmıştır ve aşağıda verilen tanımlamalar ışığında 4 numaralı eşitlik kullanılarak R_{mt} hesaplanmıştır.

R_{mt} : Piyasanın “t” dönemine ilişkin ay sonu getirisi (%)

R_t : Piyasanın “t” dönemindeki değeri (TL)

R_{t-1} : Piyasanın “t” den bir önceki dönemdeki değeri (TL) olmak üzere;

$$R_{mt} = \frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}}$$

(4)

Faizsiz risk oranları R_{ft} için ise DİBS (Devlet İç Borçlanma Senetleri) verileri kullanılmıştır.

HML hesaplaması:

2008 ≤ t ≤ 2014 olmak üzere t; PD/DD oranı alınacak portföyün içinde bulunduğu yıl;

P_{min} : Portföyün 2008-2014 yıllarındaki PD/DD minimum değeri;

$$P_{min} = \text{Min} (PD_t/DD_t)$$

P_{maks} : Portföyün 2008-2014 yıllarındaki PD/DD maksimum değeri;

$$P_{maks} = \text{Maks} (PD_t/DD_t)$$

Bu değerler hesaplandıktan sonra hisselerin t=2008-2014 yılları arasında her bir yıl için PD/DD oranlarına göre H, M veya L olarak sınıflandırılabilirmeleri adına bulunan minimum ve maksimum değerlerin arası z_1 , z_2 ve z_3 olmak üzere üçe bölünmüştür:

$$z_1 : P_{min} < z_1 < P_{min} + 1/3 * (P_{maks} - P_{min});$$

$$z_2 : [(P_{min} + 1/3 * (P_{maks} - P_{min})) + 0,01] < z_2 < P_{maks} - 1/3 * (P_{maks} - P_{min});$$

$$z_3 : [(P_{maks} - 1/3 * (P_{maks} - P_{min})) + 0,01] < z_3 < P_{maks}$$

i hisse adı, t içinde bulunulan yıl olmak üzere (t= 2008,..2014):

$$(PD_t/DD_t) = y \text{ ise;}$$

$$y_i = z_1; L$$

$$y_i = z_2; M$$

$$y_i = z_3; H$$

olarak sınıflandırılmıştır.

SMB hesaplaması:

$$t = 2008, \dots, 2014$$

$$m = Ocak, \dots, Aralık$$

$$R_{itm} = \text{"i" hissesinin "t" yılının "m" ayındaki kapanış değeri}$$

$$PD_{itm} = \text{"i" hissesinin "t" yılının "m" ayındaki piyasa kapitalizasyon değeri (e)}$$

$$PD_{pt} = \text{"p" portföyünün "t" yılındaki piyasa kapitalizasyon değeri ortalaması}$$

(f)

Eğer;

$$e_{ort} < f; S$$

$$e_{ort} \geq f; B$$

olarak sınıflandırılmıştır.

Daha sonra aşağıdaki tabloda örneği görüldüğü üzere hisselerin t=2008-2014 yılında almış oldukları SB ve HML değerlerine göre ortak S/H, S/M, S/L ve B/H, B/M ve B/L değerleri elde edilmiştir.

Tablo 2. "i" Hisselerinden Oluşan Portföylerin Sınıflandırılması

"i" hissesi:	S	B	H	M	L	Sınıflandırma
	√	x	√	x	x	SH
√	x	x	√	x	SM	
√	x	x	x	√	SL	
x	√	√	x	x	BH	
x	√	x	√	x	BM	
x	√	x	x	√	BL	

Tablo 2’de görüldüğü üzere elde edilen SH, SM, SL, BH, BM ve BL şeklinde oluşan portföyler ile

$$SMB : 1/3*(SH+SM+SL) - 1/3*(BH+BM+BL);$$

$$HML : 1/2*(SH+BH) - 1/2*(SL+BL) \text{ olarak hesaplanmıştır.}$$

Yapılan çok değişkenli regresyon analizi sonuçları Tablo 3’te yer almaktadır.

Tablo 3. Regresyon Analizi Sonuçları

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Olasılık (p)
C	0,00727	0,004268	1,703599	0,0923 *
$R_M - R_F$	0,837188	0,066072	12,6708	0,0000***
HML	-0,195728	0,057609	-3,397547	0,0011***
SMB	0,104619	0,071247	1,468401	0,1459
R^2	0,766936		F-istatistiği	87,75
Düzeltilmiş R^2	0,758196		Olasılık	0,00
DW İstatistiği	2,27			
p < 0,01***, p < 0,05**, p < 0,1*				

Model tahmin sonuçlarına göre modelin açıklama gücü %75,8’dir. Açıklayıcı değişkenlerden $R_m - R_f$ ve HML %1, C katsayısı ise %10 düzeyinde anlamlıdır. F-istatistiğine bakıldığında açıklayıcı değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklayabildiğini görülmektedir. DW istatistiğinin 2’ye yakın olması, modelde otokorelasyon sorunu olmadığını göstermektedir.

Açıklayıcı değişkenler ayrı ayrı incelendiğinde $R_m - R_f$ 'nin anlamlı ve bağımlı değişken ile aynı yönlü ilişki içerisinde olduğu görülmektedir. Model tahmin sonuçlarında göre istatistiksel olarak anlamlı sonuç veren HML, bağımlı değişken ile negatif bir ilişki içerisinde. SMB değişkeninin ise istatistiksel olarak anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Öte taraftan araştırmada belirtilen H_0 hipotezi ifade eden c katsayısı anlamlı ve bağımlı değişken ile pozitif yönlü ilişki içerisinde. Bu sonuca göre ($\alpha > 0$) H_0 hipotezi reddedilmiştir.

Analiz sonuçlarına göre itibarı görece olarak yüksek olan işletmelerden oluşturulan portföyün ortalama getirisinin pazar getirisinden daha yüksek olduğu görülmüştür. Bu durumun rastlantısal mı yoksa istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını tespit edilmesi için Tek Örneklem t-Testi kullanılmıştır. Tek Örneklem t-Testi, parametrik bir testtir ve araştırmalarda parametrik test türüne yönelmek için bazı varsayımlar bulunmaktadır. Çalışma kapsamında incelenen işletme sayısı $n=16$ olduğu için, parametrik testlerin varsayımlarından ilki olan $n \geq 30$ kuralı ihlal edilmektedir. Fakat t-Testi güçlü bir testtir ve $n=15$ 'e kadar kullanılabilir. Bunun için $n=16$ olmasına rağmen veri setine normallik testi uygulanmıştır. Tablo 4'te yer alan Shapiro-Wilk analizi sonucuna göre ($\text{sig}=.396$) dağılımın normal olduğu görülmüştür.

Tablo 4. Normallik Testleri Sonuçları

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
expret	0,195	16	0,105	0,944	16	0,396

^a. Lilliefors Significance Correction

Normal dağılım gösterdiği tespit edilen veri setine, Tek Örneklem t-Testi uygulanmıştır.

Tablo 5. Tek Örneklem İstatistikleri

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
expret	16	1,7425	0,77622	0,19405

Tablo 5'te yer alan, tek örneklem testine göre, kurumsal itibarı yüksek olan işletmelerden oluşturulan portföyün ortalama getirisinin, ortalama pazar getirisinin üzerinde olduğu (%1,74 oranında) istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.

6. SONUÇ

Bu çalışmanın amacı, kurumsal itibarın firmaların hisse senedi fiyatlarını etkileyip etkilemediğini araştırmak olmuştur. Kurumsal itibarın ölçümüne yönelik çeşitli kurumlarca geliştirilmiş modeller söz konusudur. Ancak söz konusu modelleri geliştiren şirketlerin henüz Türkiye'ye ilişkin kurumsal itibar endeksi veritabanı oluşturulmamıştır. Bu nedenle bu çalışmada literatürde kurumsal itibarı konu alan pek çok çalışmada kullanılan Fortune “En Beğenilen Şirketler” listesine benzer nitelikteki Capital dergisinin “En Beğenilen Şirketler” listesinde yer alan firmalar ele alınmıştır. Bu listede yer alan firmalar kurumsal itibarı yüksek firmalar olarak kabul edilmiştir. Söz konusu firmalardan oluşturulan portföyün getirisinin, piyasa getirisi üzerinde olup olmadığı test edilmiştir.

Model sonuçlarına göre, α katsayısı pozitif çıkmıştır. Bu durum, Gök ve Özkaya (2011)'nin aksine, itibarı yüksek olan firmaların oluşturduğu portföyün getirisinin, beklenildiği gibi piyasanın getirisinden yüksek olduğunu göstermektedir. Ayrıca söz konusu farklılığın, istatistiki olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Böylelikle sinyal teorisinin öne sürdüğü kurumsal itibarın firmanın beklenen finansal performans ve davranışına ilişkin bilgilendirici bir işaret olduğu ifadesi, Türkiye'de ele alınan veri seti için doğrulanmıştır.

Bununla birlikte elde edilen sonuç, içinde bulunduğumuz dönemde yatırımcıların firmaların finansal tablo verileri dışında, fiziki olmayan varlıklarının değerini de göz önünde bulundurmaları suretiyle yatırım kararı veriyor olmalarının bir göstergesi olarak yorumlanabilir. Bunun doğal sonucu olarak da firmaların güçlü bir kurumsal itibara sahip olmaları hisse senetleri fiyatlarını ve dolaylı olarak finansal performanslarını olumlu yönde etkileyecek, piyasada rekabet üstünlüğü sağlayarak varlığını sürdürebilmesine de olanak tanıyacaktır.

Çalışmada kullanılan Capital dergisinin “En Beğenilen Şirketler” listesi şirket üst yönetiminde yer alan kişilerin anketlere vermiş olduğu cevaplara dayanarak oluşturulmuş sıralamaları sunmaktadır. Ancak şirketin kurumsal itibarının belirleyicisi olarak kabul edilebilecek müşteri, çalışan, tedarikçi vb. gibi pek çok paydaşı da mevcuttur. Bu anlamda belirtilen paydaş görüşleri de göz önünde bulundurularak oluşturulmuş bir kurumsal itibarlı şirket listesi bir başka çalışmanın konusu olabilecektir.

KAYNAKLAR

- Aaker, David A., (1991), *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, Free Press, New York.
- Barnett, Michael L.- Jermier, John M.- Laffety, Barbara A. (2006), "Corporate Reputation: The Definitional Landscape", *Corporate Reputation Review*, 9 (1), 26-38.
- Blajer-Golebiewska, Anna. (2014), "Corporate Reputation and Economic Performance: The Evidence from Poland", *Economics and Sociology*, 7, (3), 194-207
- Boyd B. K., Carroll W. O., Dess G. G. (1996), "Determining The Strategic Value of Firm Reputation: A Resource-Based View", Working Paper, Old Dominion University.
- Brammer, Stephen.- Brooks, Chris.- Pavelin, Stephen. "Corporate Reputation and Stock Returns: Are Good Firms Good for Investor" Social Science Research Network (SSRN), erişim: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=637122, (04.02.2016).
- Cable, Daniel.- Graham, Mary .E. (2000), "The Determinants of Jop Seekers' Reputation Perception", *Journal of Organizational Behaviour*, 21, (8), 929-947.
- Casado, Ana Maria Pelaez.- Jose Ignacio.- Cardona Juan. (2014), *Managing Corporate Reputation: A Perspective on Spanish Market*, *Corporate Reputation Review*, Vol 17, No 1, 46-63.
- Chung, Sam Y.- Schneeweis, Thomas.- Eneroth Kristina. (1999), "Corporate Reputation and Investment Performance: The UK and US Experience, Social Science Research Network (SSRN), erişim: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=167629, (04.02.2016).
- Davies, Gary- Chun, Rosa.- da Silva Rui Vinhas-. Roper, Stuart. (2001), "The Personification Methafor as a Measurement Approach for Corporate Performance", *Corporate Reputation Review*, (4),1, 113-127.
- Deephouse, David. (1997), "The Effect of Financial and Media Reputations on Performance", *Corporate Reputation Review*, 1, 68-71.
- Devine, Irene.- Halpern, Paul. (2001), "Implicit Claims: The Role of Corporate Reputationin Value Creation", *Corporate Reputation Review*, (4), 1, 42-49.
- Dowling, Grahame. (2006), "In Practice How Good Corporate Reputations Create Corporate Value", *Corporate Reputation Review*, 9,(2), 134-143.
- Esen Emel. (2011), "Türkiye'deki ve Dünya'daki İtibar Ölçümlerinin Karşılaştırılması", *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi*, 31, (2), 289-306.

- Fama, Eugene F.- French, Kenneth R. (1992), "The Cross Section of Expected Stock Returns", *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, Eugene F.- French, Kenneth R. (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics*, 33, 3-56.
- Fant, L. Franklin.- Peterson, David R. (1995), "The Effect of Size, Book to Market Equity, Prior Returns, and Beta on Stock Returns: January Versus the Remainder of the Year", *Journal of Financial Research*, 18(2), 129-142.
- Fombrun, Charles. J., (2001), "Reputations: Measurable, Valuable, Manageable", *American Banker*, Vol. 166, 14.
- Fombrun, Charles J. (1996), *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image*, Harvard Business School Press, Boston.
- Fombrun, Charles. J.- Gardberg Naomi.-Sever, Joy. (2000), "The Reputation Quotient: A Multi-Shakeholder Measure of Corporate Reputation", *Journal of Brand Management*, 7, (4), 241-255.
- Fombrun, Charles J.- Shanley, Mark. (1990), "What is in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy", *Academy of Management Journal*, 33, 233-258.
- Fombrun, Charles J.,-Van Riel, Cees. M. B., (1997), "The Reputational Landscape", *Corporate Reputation Review*, 1, 5-13.
- Fombrun, Charles J.,-Van Riel, Cees. M. B., (2004), *Fame & Fortune: How Successful Companies Build Winning Reputation*, Prentice Hall, Upper Saddle River.
- Fryxell, Gerald.- Wang Jia. (1994), "The Fortune Corporate Reputation Index: Reputation for What?", *Journal of Management*, 20,(1), 1-14.
- Gök, Osman.- Özkaya, Hakan. (2011), "Does Corporate Reputation Improve Stock Performance in an Emerging Economy? Evidence From Turkey", *Corporate Reputation Review*, 14, (1), 53-61.
- Gökgöz, Fazıl. (2008), "Üç Faktörlü Varlık Fiyatlandırma Modelinin İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Uygulanabilirliği", *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi*, 63(2), 43-64.
- Hall, Richard. (1992), "The Strategic Analysis of Intangible Resources", *Strategic Management Journal*, 13, 135-144.
- Kanto, Dwi Sunu. (2014), "A Conceptual Model of The Relationship Between Corporate Reputation and Financial Performance in The Indonesian Banking Industry", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 6, (3), 1-8.
- Klewes, Joachim, Wreschniok, Robert, (2009), *Reputation Capital Building and Maintaining Trust in 21st Century*, Springer, Berlin Heidelberg.

- Kruger, M. Thomas, Wrolstad, A. Mark, (2010), "Contemporaneous Relationship Between Corporate Reputation And Return", *Managerial Finance*, 36, (6), 482-490.
- Lee, Jooh.- Roh, James Jungbae. (2012), "Revisiting Corporate Reputation and Firm Performance Link" *Benchmarking: An International Journal*, 19, (4/5), 649-664.
- Matuleviciene, Migle.- Stravinskiene, Jurgita. (2015), "The Importance of Stakeholders for Corporate Reputation", *Engineering Economics*, 26 (1), 75-83.
- Mcguire, Jean.- Schneeweis, Thomas.- Branch, Ben. (1990), "Perceptions of Firm Quality: A Case or Result of Firm Performance" *Journal of Management*, 16, 167-180.
- Moura-Leite, R.- Padgett R. (2014), "Building a corporate reputation: Understanding the needs of stakeholders", *Strategic Direction*, Vol. 30 Iss: 4, 21 – 23.
- Nguyen, Nha.- Leblanc, Gaston. (2001), "Corporate Image and Corporate Reputation in Customer's Retention Decisions in Services", *Journal of Retailing and Customer Services*, 8, (4), 227-236.
- Olegario, Rowena.- McKenna Christopher. (2013), "Introduction: Corporate Reputation in Historical Perspective", *Business History Review*, 87, 643-654.
- Robert, Peter.- Dowling, Grahame. (1997), "The Value of A Firm's Corporate Reputation: How Reputation Helps Attain and Sustain Superior Profitability", *Conference on Corporate Reputation Image and Competitiveness*, Stern School of Business, New York.
- Robert, Peter.- Dowling, Grahame. (2002), "Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 23, 1077-1093.
- Ruiz, Belén.-Esteban, Agueda.- Gutierrez, Santiago. (2014), "Determinants of Reputation of Leading Spanish Financial Institutions Among Their Customers in a Context of Economic Crisis", *Business Research Quarterly*, 17, 259-278.
- Sanchez, José L Fernández.- Sotorrío, Ladislao Luna.- Díez, Elisa Baraibar. (2012), "Can Corporate Reputation Protect Companies' Value? Spanish Evidence of the 2007 Financial Crash", *Corporate Reputation Review*, 15, 4, 228-248.
- Siano, Alfonso.- Kitchen, Philip.- Confetto, Maria Giovanna. (2010), "Financial Resources and Corporate Reputation Toward Common Management Principles for Managing Corporate Reputation", *Corporate Communications: An International Journal*, 15 (1), 68-82.

- Smaiziene, Ingrida- Jucevicius, Robertas. (2009), "Corporate Reputation: Multidisciplinary Richness And Search For A Relevant Definition", *Inzinerine Ekonomika Engineering Economics*, 2, 91-100.
- Smith, Katherina.- Smith, Murphy.- Wang, Kun. (2010), "Does Brand Management of Corporate Reputation Translate into Higher Market Value?", *Journal of Strategic Marketing*, 18, (3), 201-221.
- Srivastava, Rajendra.- Mcinish, Thomas.- Wood, Robert.- ,Capraro, Anthony. (1997), "The Value of Corporate Reputation: Evidence from Equity Markets" *Corporate Reputation Review*, 1, 62-97.
- Tan, Hongtao. (2007), "Does the Reputation Matter? Corporate Reputation and Earning Quality", *Social Sciences Research Network (SSRN)*. Erişim: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1013127, (04.02.2016).
- Tomak, Serpil. (2014), "Corporate Reputation and Financial Peformance of Firms in Turkey", *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7, (1), 289-303.
- Trotta, Annarita.- Cavallaro, Giusy. (2012), "Measuring Corporate Reputation: A Framework for Italian Banks", *International Journal of Economics and Finance Studies*, 4,(2), 21-30.
- Turban, Daniel.- Greening, Daniel. (1997), "Corporate Social Performance and Organazational Attractiveness to Prospective Employees", *Academy of Management Journal*, 40, 658-672.
- Turban, Daniel.- Cable, Daniel. (2003), "Firm Reputation and Applicant Pool Characterictics", *Journal of Organizational Behaviour*, 24, (6), 2-18.
- Ural Güzelcik, Ebru. (2012), "Kurumsal İtibarı Ölçme Yöntemi Olarak İtibar Endeksi ve Endeks Sonuçlarından Hareketle Türkiye’de Elektronik Sektörünün İtibarı Üzerine Bir Değerlendirme", *Online Academic Journal of Information Technology*, 3, (7), 7-20.
- Walker Kent. (2010), "A Systematic Review of the Corporate Reputation Literature: Defination, Measurement, and Theory", *Corporate Reputation Review*, 12, (4), 357-387.
- Wartick, Steven L. (2002), "Measuring Corporate Reputation: Definition and Data", *Business & Society*, 41, (4), 371. Whetten, David, Mackey Alison (2002), "A Social Actor Conception of Organizational Identity and Its Implication for the Study of Organizational Reputation", *Business & Society*, 41, (4), 393-414.

