

Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Firma Riski: Borsa İstanbul’da Bir Uygulama

Metin Borak*
Hatice Doğukanlı**

Öz

Kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) faaliyetlerinin firma riskini azaltması beklenmektedir. Çünkü KSS faaliyetlerinin özsermaye ve borç maliyetini, bilgi asimetrisini azaltırken finansal performans ve firma itibarını artırdığı bilinmektedir. Bu çalışma, KSS’nin firma riski (toplam risk, sistematik risk ve sistematik olmayan risk) üzerindeki etkisini incelemektedir. Çalışmanın örneklemi, 2009-2020 yılları arasında Borsa İstanbul’da faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptıran firmaları kapsamaktadır. Sonuç olarak çalışmanın örneklemi 37 firma ve 339 gözlemden oluşmaktadır. Elde edilen bulgular, KSS’nin toplam, sistematik ve sistematik olmayan risk üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmadığını göstermektedir. Elde edilen bu sonuçlar, açıklayıcı değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerlerinin kullanılması durumunda da değişmemektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal sosyal sorumluluk, firma riski, sistematik risk, sistematik olmayan risk.

JEL Sınıflandırması: G30, G32, M14.

Abstract - Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Evidence from Borsa Istanbul Stock Exchange

Corporate social responsibility (CSR) activities are expected to reduce firm risk. Because it is known that CSR activities increase financial performance and firm reputation while reducing the cost of equity and debt, and information asymmetry. This study examines the impact of corporate social responsibility on firm risk (total risk, systematic risk and unsystematic risk). The sample of the study includes companies that are traded in Borsa Istanbul and have corporate governance ratings over the period 2009–2020. Finally, the sample of the study consists of 37 companies and 339 observations. The findings show that CSR has no statistically significant effect on total, systematic and unsystematic risk. These results do not change even when one year lagged values of the explanatory variables are used.

Keywords: Corporate social responsibility, firm risk, systematic risk, unsystematic risk.

JEL Classification: G30, G32, M14.

* Sorumlu Yazar, Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü - E-posta: mborak@cu.edu.tr - ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-8748-409X>

** Çukurova Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü - E-posta: hatdog@cu.edu.tr - ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0001-8085-7394>

1. Giriş

Kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) uzun ve farklı bir tarihe sahiptir (Carroll, 1999; Freeman ve Hasnaoui, 2011). Her ne kadar KSS uzun bir geçmişe sahip olsa da KSS'nin herkes tarafından kabul edilen ve evrensel bir tanımı bulunmamaktadır (Dahlsrud, 2008; Chen ve Wang, 2011; Freeman ve Hasnaoui, 2011). Avrupa Komisyonu (2001), KSS'yi firmaların sosyal ve çevresel kaygılarını gönüllü olarak ticari faaliyetlerine ve paydaşları ile olan ilişkilerine entegre ettikleri bir kavram olarak tanımlamaktadır (Commission of the European Communities, 2001). Bu tanım, geniş bir tanım olarak kabul edilmesine rağmen çeşitli ülkelerde çeşitli araştırmacılar (Davis ve Blomstrom, 1966; Sethi, 1975; Jones, 1980; Carroll, 1991; McWilliams, Siegel ve Wright, 2006) tarafından yapılan çalışmalarda KSS farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Farklı araştırmacılar tarafından yapılan bu tanımlar arasında bazı ortak yönler bulunmaktadır. Bu ortak yönler ise çoğunlukla gönüllü davranış ve paydaş odaklı yönlerdir.

KSS faaliyetleri veya KSS'ye yönelik uygulamalar bugün birçok gelişmiş (ABD, Almanya, Avustralya, Belçika, Fransa, Hollanda, İngiltere, İsveç ve İtalya) ve gelişmekte (Türkiye) olan ülkelerde izlenmektedir. Zaman içinde yatırımcılar, toplum, sivil toplum kuruluşları, tüketiciler gibi paydaşlar tarafından yapılan baskılar sonucunda firmaların bu tür faaliyetlere önem verdikleri görülmektedir. Dolayısıyla KSS önemi ve etkisini sürdüren ve büyümeye devam eden bir kavram olmaktadır (Carroll, 1999, 2016). KSS'nin artan bu önemi, akademik alanda da ilgi görmektedir. Araştırmacılar arasında artan ilgi, KSS ve çeşitli firma özellikleri arasındaki bağlantıyı inceleyen çalışmaların ortaya çıkması sonucunu doğurmuştur. Agudelo, Jóhannsdóttir ve Davídsdóttir'a (2019) yaptıkları çalışmada Science Direct, Pro Quest ve Web of Science'ta 2010 yılında KSS konusunda 7.311 bilimsel çalışma olduğunu, 2017 yılında ise bu sayının 10.331'e olduğunu ifade etmişlerdir. KSS'nin firma karlılığı, firma performansı, özsermaye maliyeti, borç maliyeti, sermaye maliyeti, finansal kısıtları ve risk derecesi üzerindeki etkisine yönelik yapılan bu çalışmalar, KSS faaliyetlerinin, firmalara çeşitli faydalar sağlayabileceğini ortaya koymuştur. KSS'nin firmaya sağladığı faydalar arasında riski azaltması (Lee and Faff, 2009), pozitif ahlaki sermaye yaratması (Godfrey, 2005), özsermaye maliyetini azaltması (El Ghouli, Guedhami, Kwok ve Mishra, 2011), borç maliyetini azaltması (Yeh, Lin, Wang ve Wu, 2020), rekabet avantajı yaratması (Porter ve Kramer, 2006), bilgi asimetrisini azaltması (Reverte, 2012) ve finansal performansı artırması (Waddock ve Graves, 1997) gösterilebilir. Bu çalışmaların sonuçları ile birlikte KSS'nin artan önemi ve firma performansı üzerindeki olası etkileri ortaya konulmaktadır. Ayrıca yatırımcılarının toplum ve çevreye karşı duydukları endişeleri sonucunda KSS gibi finansal olmayan bilgilere önem veren

yatırımcıların ortaya çıktığı görülmektedir. Bu yatırımcılar, risk-getiri anlayışı yerine firmaların toplum ve çevre üzerindeki etkilerine göre yatırım kararı vermektedir. Sonuç olarak bu tür yatırımcılar, sadece sosyal açıdan sorumluluk gösteren ve bu yönde faaliyetlerini gerçekleştiren firmaları destekleyerek bu firmaların müşterisi veya yatırımcısı olmaktadır. Dolayısıyla KSS'nin firmaya sağladığı çeşitli faydalar ve yatırımcılar arasında artan öneminden dolayı daha fazla firma bu tür faaliyetlere önem vererek KSS'yi firmanın çeşitli yönlerine dahil etmek istemektedir.

KSS'nin özsermaye maliyetini azaltması, borç maliyetini azaltması, bilgi asimetrisini azaltması, finansal performansı ve firma itibarını artırması gibi faydalar sağlaması ile birlikte firma riskini de olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Zira, bu yönde yapılan çalışmaların çoğu KSS'nin firma riski üzerinde azaltıcı bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Jo ve Na (2012), KSS ile firma riski arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada ABD'de alkol, tütün, oyun gibi sektörlerde faaliyet gösteren firmaları ele almışlardır. Araştırmacılar, KSS katılımı ile firma riski arasında negatif bir ilişki bulmuşlar ve bu negatif ilişkinin KSS'nin sağladığı sigorta benzeri bir koruma, risk yönetimini ve bilgi şeffaflığını geliştirmesi veya finansal piyasalara erişimi kolaylaştırmasından kaynaklanabileceğini ileri sürmüşlerdir. Bu sonuçlara göre bu tür sektörlerde yer alan firmaların ürünlerinin çevreye, insana ve topluma zarar vermesine rağmen KSS faaliyetlerinde bulunarak risklerini azaltabileceklerini göstermektedir. Diğer bir deyişle KSS faaliyetleri, bu tür firmaların risk yönetimi çabalarına yardımcı olmaktadır. Mishra ve Modi (2013), KSS ile sistematik olmayan risk arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmada KSS'nin firma riski üzerinde anlamlı bir etkisi olduğunu bulmuşlardır. Çalışmanın sonuçlarına göre pozitif KSS, firma riskini azaltırken negatif KSS, firma riskini artırmaktadır. Burada ifade edilen pozitif KSS, firmaların çevre veya topluma karşı faydalı faaliyetlerinin performansıdır. Negatif KSS ise çevre veya toplum için zararlı olabilecek ya da yapılması istenmeyen faaliyetlerden elde edilen performanstır. Örneğin, geri dönüşüme önem veren veya kirliliği önlemeye yönelik faaliyetlerde bulunan bir firma pozitif puan alırken çevreye zarar verebilecek faaliyetleri olan veya ozon tabakasını incelten kimyasallar üreten bir firma negatif bir puan almaktadır. Liu ve Lu (2019), KSS'nin firma performansı ve riski üzerindeki etkisini ve bu ilişkide itibarın rolünü incelemişlerdir. Araştırmacılar, KSS'nin firma itibarı ve firma performansı ile pozitif, firma riski ile negatif ilişkili olduğunu ileri sürmüşlerdir. Ayrıca firma itibarının, KSS'nin firma performansı ve riski üzerinde etkisinde aracı görevi gördüğünü ifade etmişlerdir. Diğer yandan bazı çalışmalar (Nguyen ve Nguyen, 2015), KSS boyutlarında yer alan bazı kategorilerin firma riskini pozitif yönde etkilediğini ileri sürmüştür. Bu sonuçlara göre KSS, daha yüksek firma riski ile ilişkilidir. KSS ve risk

arasındaki ilişkiye dönük bu sonuçlar, hem firma hem de yatırımcı açısından önem arz etmektedir. Firma açısından bakıldığında KSS'nin firma riski üzerindeki pozitif ya da negatif etkisi, firmaların KSS'ye yönelik stratejilerini etkileyebilmektedir. Dolayısıyla firma riskini düşürmek isteyen firma yöneticileri, KSS'nin firma riski üzerindeki farklı etkilerini dikkatli bir şekilde incelemeleri gerekmektedir. KSS'nin firma riskini azaltması, firma yöneticilerini bu tür faaliyetlere özendirilebilmektedir. Ters bir durum ise firma yöneticilerinin KSS konusunda daha dikkatli davranmasını gerektirmektedir. Yatırımcı açısından bakıldığında ise yatırımcılar KSS'nin firma riski üzerindeki farklı etkilerini göz önünde bulundurarak bu yönde yatırım kararı alabilir veya portföylerini bu yönde oluşturabilirler. KSS'nin firma riski üzerinde pozitif bir etkisi olması yani riski artırması durumunda yatırımcılar, KSS performansı yüksek olan firmaları tercih etmeyebilirler. KSS'nin risk üzerinde negatif bir etkisi olması durumunda ise portföy riskinin düşürmek isteyen yatırımcılar, KSS performansı yüksek firmaları portföylerine dahil edebilirler. Dolayısıyla firmaların KSS faaliyetlerinde bulunarak risklerinin düşürüp düşüremeyecekleri, yatırımcıların ise KSS performansı yüksek firmalara yatırım yaparak performanslarını artırıp artırmayacakları sorusu ortaya çıkmaktadır. Bu soruya yanıt aramak, bu çalışmanın temel katışı olacaktır. Ayrıca Türkiye literatüründe KSS ile risk arasındaki ilişkiye dönük yapılan herhangi bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu durum, literatürde bu alanda bu boşluk olduğunu ve bu çalışmanın, bu boşluğu doldurma açısından önemli olduğunu göstermektedir.

Bu çalışmanın amacı, firmaların KSS performansının toplam, sistematik ve sistematik olmayan risk üzerindeki etkisini ortaya koymaktır. Bu amaçla 2009-2020 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptıran firmalar ele alınmıştır. Çalışmanın amacına uygun olarak panel veri analiz yöntemi tercih edilmiştir. Ayrıca içsellik sorunundan kaçınmak için açıklayıcı değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerleri de dikkate alınmıştır. Yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgular, Borsa İstanbul'da KSS performansının firma riski üzerinde bir etkisi olmadığını göstermektedir. Diğer bir deyişle KSS performansı ile toplam, sistematik ve sistematik olmayan risk arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmamıştır.

Bu çalışmanın geri kalan bölümleri şu şekilde oluşturulmuştur: Birinci bölümde mevcut literatür gözden geçirilmiş ve hipotezler geliştirilmiştir. Üçüncü bölümde kullanılan değişkenler ve modeller detaylandırılmıştır. Dördüncü bölümde analizler sonucunda elde edilen bulgular gösterilmiştir. Son olarak beşinci bölümde sonuçlar değerlendirilmiş ve gelecek çalışmalar için öneriler yapılmıştır.

2. Literatür ve Hipotez

KSS ile firma riski arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar, iki farklı görüş ileri sürmektedir. Birincisi, risk azaltma görüşüdür. Bu görüşe göre KSS performansı ile firma riski arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Risk azaltma görüşü, KSS performansının, çeşitli paydaşlar arasında ahlaki sermaye veya itibar yaratarak firma riskini düşürdüğünü ileri sürmektedir (Bouslah, Kryzanowski ve M'Zali, 2018). Diğer bir deyişle KSS, firmaları faaliyetlerinden dolayı kamuoyundan oluşabilecek kötü niyetlerden korumaktadır. Örneğin, KSS performansı yüksek olan bir firmanın, çevreyi ve toplumu olumsuz yönde etkileyebilecek bir olaya kazara karışması durumunda paydaşlar arasında yaratılan itibar veya ahlaki sermayeden dolayı bu olaydan rakiplerine göre daha az etkilenmesi beklenmektedir.

Bu yönde yapılan çalışmaların çoğu, KSS ile firma riski arasında negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Bazı çalışmalar (Salama, Anderson ve Toms, 2011; Jo ve Na, 2012; Albuquerque, Koskinen ve Zhang, 2018; Liu ve Lu, 2019), KSS ile sistematik risk arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bazı çalışmalar (Mishra ve Modi, 2013; Benlemlih, Shaukat, Qui ve Trojanowski, 2018) ise KSS ile sistematik olmayan risk arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Hem sistematik hem de sistematik olmayan risk üzerine yapılan bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar, KSS performansının, sistematik ve sistematik olmayan risk üzerinde negatif bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Diğer bir deyişle, yüksek KSS performansı düşük sistematik ve sistematik olmayan risk ile sonuçlanmaktadır. Dolayısıyla risk azaltma görüşü ve bu görüşü destekleyen ampirik sonuçlara paralel olarak çalışmanın birinci hipotezi aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

H1. KSS ile firma riski (toplam, sistematik ve sistematik olmayan risk) arasında negatif bir ilişki vardır.

İkinci görüş ise aşırı yatırım görüşüdür. Bu görüş, risk azaltma görüşünün aksine KSS performansı ile firma riski arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir (Bouslah, vd., 2018). Burada yer alan temel fikir, firma yöneticilerinin KSS faaliyetlerini kendi çıkarları yönünde kullanmasıdır. Bu yöneticiler, sosyal ve çevresel konulara önem verenlerin desteğini alma veya kişisel itibar oluşturma adına maliyeti yüksek olsa bile bu tür faaliyetlere aşırı yatırım yapabilirler. Dolayısıyla yüksek maliyet, firma veya hissedarlar için yüksek risk kaynağı olarak ortaya çıkabilmektedir. Sonuç olarak, KSS faaliyetleri firma riskini artırabilmektedir. Bu sonucu elde eden çalışmalar az sayıda olmasına rağmen bazı çalışmalardan elde edilen sonuçlar, KSS ile risk arasında pozitif bir ilişki olabileceğini göstermektedir. Bouslah, Kryzanowski ve M'Zali (2013), KSS boyutları altında bazı kategorilerin firma riski üzerindeki etkisini incelemişlerdir.

Araştırmacılar, çeşitliliğin riski pozitif yönde etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Benzer şekilde Nguyen ve Nguyen (2015), çeşitlilik ve çalışan ilişkilerinin, yüksek riskle ilişkili olduğunu ileri sürmüşlerdir. Bu çalışmalardan elde edilen sonuçlar, KSS'nin firma riski ile ilişkisinin pozitif olabileceğini göstermektedir. Dolayısıyla aşırı yatırım görüşü ve bu görüşü destekleyen ampirik sonuçlara paralel olarak çalışmanın ikinci hipotezi aşağıdaki gibi oluşturulmuştur:

H2. KSS ile firma riski (toplam, sistematik ve sistematik olmayan risk) arasında pozitif bir ilişki vardır.

3. Veri ve Yöntem

3.1. Veri ve Örneklem

Çalışmanın örneklemini, 2009-2020 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan firmaları kapsamaktadır. Bilanço yapıları farklı olduğundan banka, finansal kiralama, yatırım, faktoring, sigorta, gayrimenkul yatırım ve yatırım ortaklığı gibi mali kuruluşlar örneklemden çıkarılmıştır. Sonuç olarak çalışmanın örneklemini 37 firma ve 339 gözlemden oluşmaktadır. Çalışmanın örnekleminde yer alan firmalara ilişkin finansal veriler, verilerin dağıtılması ve yayınlanması konusunda Borsa İstanbul'dan yetki alan Finnet'ten (www.finnet.gen.tr) alınmıştır. Finansal olmayan bilgiler (KSS) ise Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin resmi sitesinden (www.tkyd.org) ve firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme raporlarından alınmıştır.

3.2. Bağımlı Değişken

Çalışmanın bağımlı değişkeni, firma riskidir. Firma riskini temsilen üç gösterge kullanılmıştır. Bunlar; toplam risk, sistematik risk ve sistematik olmayan risklerdir. Toplam risk, daha önce yapılan çalışmalar (Jo ve Na, 2012; Bouslah, vd., 2013; Cui, Jo ve Na, 2017; Benlemlih, vd., 2018; Bouslah, vd., 2018) ile uyumlu olarak günlük getirilerin standart sapması ile ölçülmüştür. Günlük hisse senedi getirileri ile hesaplanan standart sapma daha sonra yıllıklandırılarak analize dahil edilmiştir. Yıllıklandırılarda bir yılda 252 işlem günü olduğu varsayılmıştır. Ayrıca aşağıda gösterilen model (CAPM) yardımıyla elde edilen betalar ve hata terimlerinin standart sapmaları sırasıyla sistematik risk ve sistematik olmayan riski temsilen kullanılmıştır (Salama, vd., 2011; Cui, vd., 2017; Benlemlih, vd., 2018):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_i \quad (1)$$

R_{it} , t gününde i hisse senedinin getirisini; β_i , i hisse senedinin sistematik riskini (beta); R_{mt} , t gününde piyasa portföyünün (BİST 100 Endeksi) getirisini; α_i , sabit terimi ve e_i , hata terimini göstermektedir.

3.3. Bağımsız Değişken

Bu çalışmanın ana bağımsız değişkeni firmaların KSS performanslarıdır. KSS performansının ölçümü zordur. Bunun iki nedeni vardır (Galant ve Cadez, 2017). Birincisi, KSS kavramının teorik anlamı üzerinde bir fikir birliğinin olmamasıdır (Dahlsrud, 2008; Chen ve Wang, 2011; Freeman ve Hasnaoui, 2011). İkincisi, KSS kavramının kısmen heterojen boyutlara sahip çok boyutlu olmasıdır (Carroll, 1979, 1991; Schwartz ve Carroll, 2003). Dolayısıyla bu alanda yapılan araştırmalar sonucunda farklı yaklaşımlar söz konusu olmaktadır. Bu yöntemler genellikle itibar endeksleri (MSCI KLD 400 Sosyal Endeksi); içerik analizleri ve anket yoluyla ölçme yöntemleridir. KSS performansı, genel olarak kamuya açık bilgiler, anketler, uzman görüşleri, yıllık faaliyet raporları, internet sayfaları, firmaların ilgili politikaları, yüz yüze görüşmeler ve buna benzer veri toplama yöntemleri yardımıyla farklı uzman kuruluşlar veya araştırmacılar tarafından ölçülmektedir. Örneğin, Thomson Reuters, firmaların yıllık faaliyet raporları, web siteleri, KSS raporları gibi çeşitli kaynaklardan yararlanarak firma değerlendirme ve puanlama sürecini güçlendirme amacıyla firma seviyesinde 400'den fazla ölçüt ile KSS hakkında bilgi toplamaktadır. Ölçütlerden elde edilen bilgiler, üç boyut ve on kategori altından toplanmaktadır. Bunlar; Çevresel boyut (kaynak kullanımı, emisyon, yenilik), kurumsal boyut (yönetim, hissedarlar, KSS stratejisi) ve sosyal boyut (işgücü, in hakları, toplum, ürün sorumluluğu) olmaktadır. Her bir kategorinin toplam KSS puanı içindeki ağırlıkları, kategorideki gösterge sayısına bağlıdır. Örneğin, toplamda 100 gösterge ve kaynak kullanımı kategorisinde 10 gösterge yer alıyorsa bu kategorinin, toplam KSS puanı içindeki ağırlığı, 10/100 şeklinde hesaplanmaktadır. Boyut ağırlığı ise boyut için yer alan her bir kategori ağırlığının toplamından oluşmaktadır (Thomson Reuters, 2018).

Bu çalışmada KSS performansını temsilen, bazı kuruluşlar (Kobirate, Saha gibi) tarafından hesaplanan Kurumsal Yönetim Notlarının "Menfaat Sahipleri" başlığı altındaki puanları kullanılmıştır. Firmaların Kurumsal Yönetim Derecelendirme Raporunu hazırlayan bu kuruluşlar, genel olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) 03.01.2014 tarih ve 28871 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nde belirtilen kriterleri temel almaktadırlar.

Bu tebliğde Kurumsal Yönetim İlkeleri, dört başlık altında gösterilmektedir. Bu başlıklar; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu başlıklarıdır. Menfaat sahipleri başlığı altında; (1) menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası, (2) menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi, (3) şirketin insan kaynakları politikası, (4) müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler ve (5) etik kurallar ve sosyal sorumluluk başlıkları yer almaktadır (SPK, 2014). Firmaların Kurumsal Yönetim Notunu hesaplayan kuruluşlar genel olarak bu maddeleri dikkate almaktadırlar. KSS tanımı ve uluslararası kuruluşlar tarafından firmaların KSS performansları hesaplanırken temel alınan KSS boyut ve kategorileri düşünüldüğünde bu maddelerin KSS performansını temsilen kullanılabileceğini göstermektedir. Elbette bu maddeler, bir firmanın KSS performansını tam olarak yansıtmayacaktır. Çünkü KSS çok boyutlu bir yapıdan oluşmaktadır. Bu durum, bu çalışmanın sınırlılığını göstermektedir. Ancak Türkiye’de firmaların KSS performanslarını ölçen bir kuruluş veya endeks bulunmadığından bu sınırlama kaçınılmaz olmaktadır.

3.4. Kontrol Değişkenleri

Daha önce yapılan çalışmaları (Salama, vd., 2011; Jo ve Na, 2012; Mishra ve Modi, 2013; Nguyen ve Nguyen, 2015; Albuquerque, vd., 2018; Liu ve Lu, 2019) takiben firma riskini etkileyebilecek firmaya özgü çeşitli faktörler kontrol değişkenler olarak analize dahil edilmiştir. Tahminlerde yer alan kontrol değişkenleri şunlardır: Kaldıraç (KAL), toplam borçların toplam varlıklara bölünmesi şeklinde hesaplanmıştır. Bazı çalışmalar (Benlemlih, vd., 2018), kaldıraç ile firma riski arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir. Büyüklük (BUY), büyüklük göstergesi olarak toplam varlıklar kullanılmıştır. Toplam varlık değerleri yüksek olduğundan bu değerlerin doğal logaritması alınmıştır. Bouslah, vd. (2018), firma büyüklüğü ve firma riski arasında negatif bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir. Karlılık (ROA), karlılık göstergesi olarak aktif karlılık oranı kullanılmıştır. Karlılığı düşük olan firmaların daha riskli olduğu ileri sürülmektedir (Mishra ve Modi, 2013). Diğer bir kontrol değişkeni defter değeri/piyasa değeri (DD/PD) oranıdır. Bazı çalışmalar (Bouslah, vd., 2018) DD/PD ile firma riski arasında pozitif bir ilişki olduğunu ileri sürmektedir.

2009-2020 yılları arasında regresyon analizinde kullanılan bağımlı, açıklayıcı ve kontrol değişkenler için ortalama, medyan, maksimum, minimum standart sapma ve gözlem değerleri Tablo 1’de gösterilmektedir. Panel A’da firma riskini temsilen kullanılan göstergelere ilişkin tanımlayıcı istatistikleri yer almaktadır. Günlük getiriler ile hesaplanan yıllıklandırılmış toplam riskin ortalaması 0.374 iken medyan değeri 0.355’tir. CAPM yardımıyla hesaplanan sistematik risk ve sistematik olmayan riskin

ortalaması sırasıyla 0.774 ve 0.020'dir. Medyan değerleri ise 0.753 ve 0.019'dur. Risk göstergelerinin standart sapmaları sırasıyla 0.124, 0.250 ve 0.008'dir. Tablo 1'de yer alan Panel B, ana açıklayıcı değişken olan kurumsal sosyal sorumluluk performansı ile ilgili tanımlayıcı istatistikleri göstermektedir. Buna göre KSS ortalaması 0.936 iken medyan değeri 0.959'dur. KSS göstergesinin standart sapması ise 0.065'tir. Ayrıca KSS, en yüksek (0.995) ve en düşük (0.663) değerler arasında değişmektedir. Son olarak Panel C, çalışmada kullanılan ve daha önce ifade edilen kontrol değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikleri göstermektedir. Kaldıraç, büyüklük, defter değeri/piyasa değeri ve karlılık değişkenlerinin ortalamaları sırasıyla 0.524, 21.891, 0.801 ve 0.047 iken standart sapmaları ise 0.203, 1.622, 0.538 ve 0.093'tür.

Tablo 1. Değişkenler İçin Özet İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Medyan	Maksimum	Minimum	Std. Sap.	Gözlem
Panel A. Bağımlı değişkenler için tanımlayıcı istatistikler						
Toplam risk	0.374	0.355	1.206	0.113	0.124	423
Sistematiik risk	0.774	0.753	1.652	0.161	0.250	419
Sistematiik Olmayan risk	0.020	0.019	0.076	0.006	0.008	423
Panel B. Kurumsal sosyal sorumluluk için tanımlayıcı istatistikler						
Kurumsal sosyal sorumluluk	0.936	0.959	0.995	0.663	0.065	339
Panel C. Kontrol değişkenler için tanımlayıcı istatistikler						
Kaldıraç	0.524	0.536	0.998	0.024	0.203	436
Büyüklük	21.891	22.074	25.017	17.093	1.622	436
Defter değeri/piyasa değeri	0.801	0.691	3.553	0.004	0.538	422
Karlılık	0.047	0.030	0.995	-0.344	0.093	436

3.5. Regresyon Modeli

KSS performansının, firma riski üzerindeki etkisini araştırma amacıyla bu çalışmada panel veri modelleri tercih edilmiştir. Çalışmada ilk olarak havuzlanmış EKK modeli uygulanmıştır. Havuzlanmış EKK modeli aşağıdaki gibi gösterilebilir (Baltagi, 2013):

$$FR_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + u_{it} \quad (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T) \quad (2)$$

FR_{it} , firma riskini (toplam risk, sistematiik risk ve sistematiik olmayan risk); X_{it} , açıklayıcı değişkenleri (kurumsal sosyal sorumluluk performansı, kaldıraç, büyüklük, defter değeri/piyasa değeri ve karlılık); α ve β , tahmin edilecek parametreleri; u_{it} ise hata terimini göstermektedir.

Model (2), firmanın t yılındaki riskinin, yine t yılındaki KSS performansı ve diğer kontrol değişkenler ile ilgili olduğunu göstermektedir. Ancak örnekleme yer alan firmaların kurumsal yönetim derecelendirme raporları yılın farklı aylarında açıklandığı görülmektedir. Bazı firmaların derecelendirme puanları yılın başında ilan edilirken bazı firmaların puanları ise yılsonunda ilan edildiği görülmektedir. Ayrıca içsellik sorunundan da kaçınmak için açıklayıcı değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerleri modele eklenmiştir (Albuquerque, vd., 2018). Dolayısıyla uygulanan ikinci model aşağıdaki gibi gösterilebilir:

$$FR_{it} = \alpha + X'_{i,t-1}\beta + u_{it} \quad (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T) \quad (3)$$

Havuzlanmış EKK modelinde sabit ve eğim parametrelerinin değişmediği, birim ve zamana göre sabit olduğu varsayılmaktadır (Tataoğlu, 2016). Ancak böyle bir yaklaşım, dışlanmış değişken yanlılığına neden olabilir. Diğer bir deyişle firmaya özgü gözlenemeyen etkiler dışarıda bırakılmış olabilir. Bundan dolayı gözlenemeyen birim ve zaman etkileri modele dahil edilmelidir. Model (2 ve 3) aşağıdaki gibi yeniden düzenlenmiştir:

$$FR_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + \mu_i + v_t + u_{it} \quad (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T) \quad (4)$$

$$FR_{it} = \alpha + X'_{i,t-1}\beta + \mu_i + v_t + u_{it} \quad (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T) \quad (5)$$

μ_i ve v_t gözlenemeyen birim ve zaman etkilerini göstermektedir.

4. Bulgular

4.1. Korelasyon Katsayıları

KSS ve firma riski arasındaki olası ilişkiyi incelemek için ilk olarak Tablo 2 ve Tablo 3'te değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları gösterilmiştir. Tablo 2'de değişkenlerin gecikmesiz değerleri yer alırken Tablo 3'te açıklayıcı değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerleri yer almaktadır.

Tablo 2. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları (Gecikmesiz)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) Toplam risk	1							
(2) Sistematiik risk	0.466***	1						
(3) Sistematiik olmayan risk	0.957***	0.235***	1					
(4) Kurumsal sosyal sorumluluk	-0.296***	-0.009	-0.319***	1				
(5) Kaldıraç	0.053	0.194***	0.013	0.304***	1			
(6) Büyüklük	-0.157***	0.201***	-0.230***	0.391***	0.336***	1		
(7) Defter değeri/ Piyasa değeri	0.128**	-0.037	0.153***	-0.406***	-0.325***	-0.156***	1	
(8) Karlılık	-0.145***	-0.092*	-0.129**	0.203***	0.032	0.090*	-0.356***	1

Not. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı katsayıyı ifade etmektedir.

Tablo 2’de yer alan katsayılara göre KSS ile tüm risk göstergeleri arasında negatif bir ilişki vardır. KSS ile iki risk göstergesi (toplam risk ve sistematiik olmayan risk) arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamlı iken KSS ile sistematiik risk arasındaki ilişki anlamlı değildir. Kaldıraç, tüm risk göstergeleri ile pozitif ilişkilidir. Ancak bu ilişki içinde sadece sistematiik risk ile olan ilişki anlamlıdır. Büyüklük ile toplam risk ve sistematiik olmayan risk arasında negatif ve anlamlı bir ilişki; sistematiik risk arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. Defter değeri/piyasa değeri ile toplam risk ve sistematiik olmayan risk arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki; sistematiik risk arasında negatif ve anlamsız bir ilişki vardır. Son olarak karlılık ile tüm risk göstergeleri arasında negatif ve anlamlı bir ilişki vardır. Tablo 3’te yer alan korelasyon katsayıları Tablo 2’deki sonuçlarla benzerlik göstermektedir. Hem Tablo 2 hem de Tablo 3’te yer alan sonuçlara göre regresyon analizlerinde kullanılan açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon katsayılarının düşük olduğu görülmektedir. Düşük korelasyon katsayıları, regresyon sonuçlarına etki edebilecek olası çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığını göstermektedir (Gujarati ve Porter, 2012). Çünkü açıklayıcı değişkenler arasında en yüksek korelasyon katsayısı -0.411’dir.

Tablo 3. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları (Gecikmeli)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) Toplam risk	1							
(2) Sistematiik risk	0.484***	1						
(3) Sistematiik olmayan risk	0.956***	0.251***	1					
(4) Kurumsal sosyal sorumluluk	-0.286***	-0.006	-0.312***	1				
(5) Kaldıraç	0.063	0.176***	0.039	0.277***	1			
(6) Büyüklük	-0.187***	0.169***	-0.256***	0.363***	0.351***	1		
(7) Defter değeri/Pi-yasa değeri	0.293***	-0.037	0.364***	-0.410***	-0.315***	-0.171***	1	
(8) Karlılık	-0.180***	-0.014	-0.220***	0.237***	0.072	0.118**	-0.411***	1

Not. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı katsayıyı ifade etmektedir.

4.2. Panel Veri Analizi Sonuçları

KSS ile firma riski arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla oluşturulan modellerin tahmin sonuçları Tablo 4 ve Tablo 5'te gösterilmektedir. Tablo 4 ve 5'te yer alan sonuçlar, havuzlanmış EKK (HEKK) ve sabit etkiler (SE) modellerinden elde edilen tahmin sonuçlarını göstermektedir. Her iki tabloda da bağımlı değişken; toplam risk, sistematiik risk ve sistematiik olmayan risklerdir. Tablo 4'de açıklayıcı değişkenlerin gecikmesiz değerleri kullanılırken Tablo 5'te açıklayıcı değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerleri kullanılmıştır.

Tablo 4. Panel Veri Sonuçları (Gecikmesiz)

Bağımlı Değişken	Toplam Risk		Sistematiik Risk		Sistematiik Olmayan Risk	
	HEKK	SE	HEKK	SE	HEKK	SE
KSS	-0.510*** (0.105)	0.170 (0.149)	-0.534** (0.248)	-0.315 (0.403)	-0.029*** (0.006)	0.012 (0.010)
KAL	0.105*** (0.032)	0.045 (0.054)	0.200*** (0.076)	-0.151 (0.147)	0.006*** (0.002)	0.004 (0.003)
BUY	-0.007 (0.004)	-0.034** (0.013)	0.033*** (0.010)	-0.002 (0.036)	-0.001*** (0.000)	-0.002*** (0.001)
DD/PD	0.005 (0.012)	-0.047*** (0.012)	-0.022 (0.029)	-0.045 (0.032)	0.001 (0.001)	-0.003*** (0.001)
ROA	-0.106	0.054	-0.341*	-0.548***	-0.004	0.008

	(0.079)	(0.076)	(0.186)	(0.204)	(0.005)	(0.005)
Sabit	0.939***	0.961***	0.474*	1.261	0.059***	0.060***
	(0.109)	(0.320)	(0.257)	(0.868)	(0.006)	(0.020)
F istatistiği	9.683***	11.074***	6.045***	6.465***	11.181***	9.186***
R kare	0.127	0.668	0.083	0.541	0.144	0.625
F istatistiği (SE)		9.925***		6.050***		7.827***
Firma sayısı	37	37	37	37	37	37
Gözlem	339	339	338	338	339	339
Zaman	2009-2020	2009-2020	2009-2020	2009-2020	2009-2020	2009-2020

Not. HEKK, havuzlanmış en küçük kareler yöntemi; SE, sabit etkiler modelini göstermektedir. KSS, kurumsal sosyal sorumluluk puanını; KAL, finansal kaldıraç oranını; BUY, firma büyüklüğünü; DD/PD, defter değeri/piyasa değeri oranını ve ROA, aktif karlılık oranını göstermektedir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı katsayıyı ifade etmektedir.

Tablo 4’te yer alan HEKK yöntemi yardımıyla elde edilen tahmin sonuçlarına göre KSS katsayısı negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu sonuç, KSS performansının risk üzerinde azaltıcı bir etkisi olduğunu göstermektedir. Diğer bir deyişle firma KSS faaliyetlerinde bulunarak toplam riskini, sistematik riskini ve sistematik olmayan riskini düşürebilmektedir. Ancak daha önce ifade edildiği gibi HEKK modellerinde firmaya özgü gözlenemeyen etkiler dışarıda bırakılmış olabilmektedir. Bundan dolayı gözlenemeyen birim ve zaman etkileri modele dahil edilip anlamlı olup olmadıkları kontrol edilmelidir. Çünkü firmaya özgü gözlenemeyen özelliklerin firma riskini etkileme ihtimali bulunmaktadır. Bu amaçla sabit etkiler modeli tercih edilmiş ve birim ve zaman etkilerinin anlamlı olup olmadıkları F testi ile test edilmiştir. F test sonuçlarına göre kesit ve zaman etkilerinin anlamlı olduğu görülmektedir. Tablo 4’te yer alan sabit etkiler modeli sonuçlarına göre KSS katsayısı, toplam risk ve sistematik olmayan risk için pozitif, sistematik risk için negatif çıkmıştır. Ancak elde edilen bu katsayılar istatistiksel olarak anlamlı değildir. Dolayısıyla HEKK yöntemi modeli ile tahmin edilen sonuçlar, SE modeli yardımıyla elde edilen sonuçlardan farklı çıkmıştır. Örneğin, HEKK modelinde KSS katsayısı, toplam risk için negatif ve anlamlı iken SE modelinde pozitif ve anlamsız çıkmıştır. Bu sonuç, tahmin sonuçlarının güvenilirliği açısından gözlenemeyen firma özelliklerinin dikkate alınması gerektiğini göstermektedir.

Ayrıca içsellik sorunundan kaçınmak için açıklayıcı değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerleri modellere eklenmiştir. Açıklayıcı değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerlerinin kullanıldığı tahmin sonuçları Tablo 5’te gösterilmektedir.

Tablo 5. Panel Veri Sonuçları (Gecikmeli)

Bağımlı Değişken	Toplam Risk		Sistematik Risk		Sistematik Olmayan Risk	
	HEKK	SE	HEKK	SE	HEKK	SE
KSS	-0.321*** (0.106)	0.176 (0.163)	-0.417 (0.262)	0.009 (0.447)	-0.017*** (0.006)	0.008 (0.010)
KAL	0.147*** (0.034)	0.175*** (0.060)	0.194** (0.084)	-0.371** (0.165)	0.009*** (0.002)	0.015*** (0.004)
BUY	-0.012*** (0.004)	-0.062*** (0.015)	0.026** (0.011)	-0.028 (0.041)	-0.001*** (0.000)	-0.004*** (0.001)
DD/PD	0.051*** (0.012)	0.037*** (0.013)	-0.008 (0.031)	-0.044 (0.036)	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.001)
ROA	-0.045 (0.090)	-0.027 (0.087)	-0.093 (0.223)	-0.227 (0.237)	-0.004 (0.005)	-0.001 (0.006)
Sabit	0.809*** (0.114)	1.451*** (0.362)	0.514* (0.283)	1.636 (0.991)	0.049*** (0.007)	0.094*** (0.023)
F istatistiği	13.105***	10.405***	3.390***	5.855***	19.652***	8.667***
R kare	0.180	0.673	0.054	0.536	0.248	0.631
F istatistiği (SE)		8.464***		5.852***		5.849***
Firma sayısı	36	36	36	36	36	36
Gözlem	304	304	304	304	304	304
Zaman	2010-2020	2010-2020	2010-2020	2010-2020	2010-2020	2010-2020

Not. HEKK, havuzlanmış en küçük kareler yöntemini; SE, sabit etkiler modelini göstermektedir. KSS, kurumsal sosyal sorumluluk puanını; KAL, finansal kaldıraç oranını; BUY, firma büyüklüğünü; DD/PD, defter değeri/piyasa değeri oranını ve ROA, aktif karlılık oranını göstermektedir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı katsayıyı ifade etmektedir.

Tablo 5'te birim ve zaman etkilerinin anlamlılığını test eden F testine göre her iki etki de anlamlı çıkmıştır. Dolayısıyla sabit etkiler modelinden elde edilen sonuçlar yorumlanacaktır. Buna göre KSS katsayısı; toplam risk, sistematik risk ve sistematik olmayan risk için anlamsız çıkmıştır. Diğer bir deyişle KSS performansının, firmanın toplam riskini, sistematik riskini ve sistematik olmayan riskini istatistiksel olarak etkilemediği görülmektedir. Bu sonuçlara kurulan hipotezler reddedilmekte, alternatif hipotezler kabul edilmektedir. Ayrıca risk göstergeleri ile kontrol değişkenler olarak

kullanılan firma riskini etkileyebilecek firmaya özgü çeşitli özellikler arasında birkaç önemli ilişki Tablo 5'te gösterilmiştir. Bunlardan birincisi, kaldıraç (KAL), sistematik risk ile negatif ilişkili, toplam risk ve sistematik olmayan risk ile pozitif ilişkilidir. Bu sonuç, kaldıraç oranı yüksek olan firmaların, daha yüksek toplam risk ve sistematik olmayan riske ve daha düşük sistematik riske sahip olma eğiliminde olduğunu göstermektedir. İkincisi, firma büyüklüğü (BUY), her üç risk göstergesi ile negatif ilişkilidir. Firma büyüklüğü ile sistematik risk arasındaki ilişki istatistiksel olarak anlamsız iken toplam risk ve sistematik olmayan risk arasındaki ilişki %1 anlamlılık düzeyinde anlamlıdır. Dolayısıyla büyük firmaların toplam risk ve sistematik olmayan riskinin daha düşük olduğu söylenebilir. Üçüncüsü, defter değeri/piyasa değeri (DD/PD) katsayısı, toplam risk ve sistematik olmayan risk için pozitif ve %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı iken sistematik risk için anlamsızdır. Bu sonuç, DD/PD oranı yüksek olan firmaların toplam risk ve sistematik olmayan risk açısından daha riskli olduğunu göstermektedir. Son olarak karlılık (ROA) kontrol değişkeninin firma riskini etkileme olasılığı daha düşük olduğu görülmektedir. Karlılık katsayısı, tüm risk göstergeleri için istatistiksel olarak anlamsızdır.

5. Sonuç ve Öneriler

Bu çalışmanın amacı, KSS performansının firma riski üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu amaçla 2009-2020 yılları arasında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren ve kurumsal yönetim derecelendirmesi yaptıran firmalar ele alınmıştır. Firma riskini temsilen üç gösterge kullanılmıştır. Bunlar; toplam, sistematik ve sistematik olmayan risklerdir. Toplam risk, günlük getirilerin standart sapması ile hesaplanmıştır. CAPM yardımıyla elde edilen betalar ve hata terimlerinin standart sapmaları ise sırasıyla sistematik ve sistematik olmayan riskleri temsilen kullanılmıştır. KSS performansını temsilen Kurumsal Yönetim Notlarının "Menfaat Sahipleri" başlığı altındaki puanları kullanılmıştır. Ayrıca firma riskini etkileyebilecek kaldıraç, büyüklük, karlılık ve defter değeri/piyasa değeri oranları kontrol değişkenler olarak kullanılmıştır. Çalışmanın amacına uygun olarak panel veri analiz yöntemi tercih edilmiştir. Çalışmada ilk olarak havuzlanmış EKK modeli uygulanmıştır. Firmaya özgü gözlenemeyen özelliklerin firma riskini etkileme ihtimalinden dolayı ikinci olarak sabit etkiler modeli uygulanmıştır. Ayrıca firmaların kurumsal yönetim derecelendirme raporları yılın farklı aylarında yayımlanmasından dolayı açıklayıcı değişkenlerin bir yıl gecikmeli değerleri alınarak tekrardan analiz edilmiştir. Yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgular, Borsa İstanbul'da KSS performansının firma riski üzerinde bir etkisi olmadığını göstermektedir. Diğer bir deyişle KSS performansı ile toplam, sistematik ve sistematik olmayan risk arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Dolayısıyla alternatif

hipotezler desteklenmektedir. Elde edilen bu sonuçlar, bazı çalışmaların sonuçları ile uyumluluk göstermektedir. Humphrey, Lee ve Shen (2012) çalışmalarında KSS ile sistematik olmayan risk arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ileri sürmüşlerdir. Benzer şekilde Benlemlih, vd., (2018) yaptıkları çalışmada çevresel ve sosyal açıklamalar ile sistematik risk arasında herhangi bir ilişki olmadığını ifade etmişlerdir.

Çalışmanın bulguları, hem yönetici hem de yatırımcı açısından önemli etkileri olabilir. Firmanın özsermaye maliyeti hesaplanırken sistematik riskin (beta) ana parametrelerden biri olduğu düşünüldüğünde firma yöneticilerin KSS stratejilerini, maliyet açısından artış veya azalış olmadan uygulayabilirler. Böylelikle firma yöneticileri, KSS konularına önem veren sorumlu yatırımcıları kendine çekerek yatırımcı tabanını genişletebilirler. Diğer yandan portföyleri için seçim yapan yatırımcılar, genel olarak hisse senetlerinin risklerini dikkate almaktadırlar. Bazı yatırımcılar, portföy riskini düşürmek için KSS performansı yüksek firmaları seçebilmektedir. Ancak bu bulgular, KSS performansına dayalı olarak seçim yapmanın, portföy riskini yönetmeye yardımcı olamayabileceğini göstermektedir.

Bu çalışmada firmaların toplam KSS performansları dikkate alınmıştır. Ancak KSS'nin farklı boyutları kapsamından dolayı her bir boyutun firma riski üzerindeki etkisi farklı olabilmektedir. Nitekim Bouslah, vd., (2013), KSS boyutlarından bazılarının firma riskini pozitif bazılarının ise negatif yönde etkilediğini ileri sürmüşlerdir. Benzer şekilde Nguyen ve Nguyen (2015) yaptıkları çalışmada KSS boyutları altında yer alan her bir kategorinin, firma riski üzerinde eşit bir ağırlığa sahip olmadığını ifade etmişlerdir. Bu kategorilerden bazıları risk ile ilişkili iken bazıları anlamsız çıkmıştır. Dolayısıyla gelecek çalışmalarda toplam KSS performansı yerine KSS boyutlarının risk üzerindeki etkisinin incelenmesi bu konuya daha farklı bir bakış açısı getireceği beklenmektedir. Ayrıca KSS'nin her bir boyutunda yer alan maddeler incelenerek firmaların hem toplam hem de her bir boyutu için KSS performanslarını gösteren bir puan kartı (scorecard) geliştirilebilir. Böylelikle örneklem kapsamına alınabilecek firma sayısı da artırılmış olacaktır.

Kaynakça

1. Agudelo, M. A. L., Jóhannsdóttir, L., ve Davídsdóttir, B. (2019). A Literature Review of the History and Evolution of Corporate Social Responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1): 1-23.
2. Albuquerque, R., Koskinen, Y., ve Zhang, C. (2018). Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, 65(10): 4451-4469.
3. Baltagi, B. H. (2013). *Econometric Analysis of Panel Data*. Chichester: John Wiley & Sons.
4. Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., ve Trojanowski, G. (2018). Environmental and Social Disclosures and Firm Risk. *Journal of Business Ethics*, 152(3): 613-626.
5. Bouslah, K., Kryzanowski, L., ve M'Zali, B. (2013). The Impact of the Dimensions of Social Performance on Firm Risk. *Journal of Banking & Finance*, 37(4): 1258-1273.
6. Bouslah, K., Kryzanowski, L., ve M'Zali, B. (2018). Social Performance and Firm Risk: Impact of the Financial Crisis. *Journal of Business Ethics*, 149(3): 643-669.
7. Carroll, A. B. (1979). A Three-dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Review*, 4(4): 497-505.
8. Carroll, A. B. (1991). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 34(4): 39-48.
9. Carroll, A. B. (1999). Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct. *Business & Society*, 38(3): 268-295.
10. Carroll, A. B. (2016). Carroll's Pyramid of CSR: Taking Another Look. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 1(1): 1-8.
11. Chen, H., ve Wang, X. (2011). Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance in China: An Empirical Research from Chinese Firms. *Corporate Governance*, 11 (4): 361-370.

12. Commission of the European Communities. (2001). Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility. <https://www.unido.org/our-focus/advancing-economic-competitiveness/competitive-trade-capacities-and-corporate-responsibility/corporate-social-responsibility-market-integration/what-csr>.
13. Cui, J., Jo, H., ve Na, H. (2017). Corporate Social Responsibility, Religion, and Firm Risk. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 46(2): 305-340.
14. Dahlsrud, A. (2008). How Corporate Social Responsibility is Defined: An Analysis of 37 Definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15(1): 1-13.
15. Davis, K., ve Blomstrom, R. L. (1966). *Business and its Environment*. McGraw-Hill.
16. El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., ve Mishra, D. R. (2011). Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?. *Journal of Banking & Finance*, 35(9): 2388-2406.
17. Finnet Elektronik Yayıncılık Data İletişim Ticaret ve Sanayi Ltd. Şti. <https://www.finnet.com.tr/>.
18. Freeman, I., ve Hasnaoui, A. (2011). The Meaning of Corporate Social Responsibility: The Vision of Four Nations. *Journal of Business Ethics*, 100(3): 419-443.
19. Galant, A., & Cadez, S. (2017). Corporate Social Responsibility and Financial Performance Relationship: A Review of Measurement Approaches. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 30(1): 676-693.
20. Godfrey, P. C. (2005). The Relationship Between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective. *Academy of management review*, 30(4): 777-798.
21. Gujarati, D. N., ve Porter, D. C. (2012). *Temel Ekonometri*. İstanbul: Literatür Yayınları.
22. Humphrey, J. E., Lee, D. D., ve Shen, Y. (2012). Does it Cost to be Sustainable?. *Journal of Corporate Finance*, 18(3): 626-639.
23. Jo, H., ve Na, H. (2012). Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence from

- Controversial Industry Sectors. *Journal of Business Ethics*, 110(4): 441-456.
24. Jones, T. M. (1980). Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined. *California Management Review*, 22(3): 59-67.
 25. Lee, D. D., ve Faff, R. W. (2009). Corporate Sustainability Performance and Idiosyncratic Risk: A Global Perspective. *Financial Review*, 44(2): 213-237.
 26. Liu, M., ve Lu, W. (2019). Corporate Social Responsibility, Firm Performance, and Firm Risk: The Role of Firm Reputation. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-21.
 27. McWilliams, A., Siegel, D. S., ve Wright, P. M. (2006). Corporate Social Responsibility: Strategic Implications. *Journal of Management Studies*, 43(1): 1-18.
 28. Mishra, S., ve Modi, S. B. (2013). Positive and Negative Corporate Social Responsibility, Financial Leverage, and Idiosyncratic Risk. *Journal of Business Ethics*, 117(2): 431-448.
 29. Nguyen, P., ve Nguyen, A. (2015). The Effect of Corporate Social Responsibility on Firm Risk. *Social Responsibility Journal*, 11(2): 324-339.
 30. Porter, M. E. ve Kramer, M. R. (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12): 78-92.
 31. Reverte, C. (2012). The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(5): 253-272.
 32. Salama, A., Anderson, K., ve Toms, J. S. (2011). Does Community and Environmental Responsibility Affect Firm Risk? Evidence from UK Panel Data 1994-2006. *Business Ethics: A European Review*, 20(2): 192-204.
 33. Sermaye Piyasası Kurulu (2014). Kurumsal Yönetim Tebliği. <https://mevzuat.spk.gov.tr/991ad84e-15b4-428d-8acb-d48c60d75034>.
 34. Sethi, S. P. (1975). Dimensions of Corporate Social Performance: An Analytical Framework. *California Management Review*, 17(3): 58-64.
 35. Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. (2003). Corporate Social Responsibility: A

Three-Domain Approach. *Business Ethics Quarterly*, 13(4): 503-530.

36. Tataoğlu, F. Y. (2016). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta.
37. Thomson Reuters (2018). Thomson Reuters ESG Scores. <http://zeeroverly.nl/blogfiles/esg-scores-methodology.pdf>.
38. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. www.tkyd.org.
39. Waddock, S. A., ve Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance–Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18(4): 303-319.
40. Yeh, C. C., Lin, F., Wang, T. S., ve Wu, C. M. (2020). Does Corporate Social Responsibility Affect Cost of Capital in China?. *Asia Pacific Management Review*, 25(1): 1-12