

KURUMSAL SOSYAL PERFORMANSIN BORÇLANMA MALİYETLERİNE ETKİSİ

Dr. Sinem ATEŞ*

Makale Gönderim Tarihi : 10.08.2020 / Kabul Tarihi : 10.11.2020

Makale Türü: Araştırma

ÖZ

Bu çalışmanın amacı, firmaların kurumsal sosyal performansları ile borçlanma maliyetleri arasındaki ilişkiyi tespit etmektir. Bu amaçla, 2009-2018 yılları için kurumsal sosyal performans skorlarına Thomson Reuters Datastream Asset4 veri tabanından ulaşılabilen Türk firmaları örneklem olarak ele alınmıştır. Söz konusu firmaların finansal verilerine ise Datastream veri tabanından erişilmiştir. Panel veri analiz yöntemleri kullanılarak gerçekleştirilen analizler sonucunda firmaların çevresel performansları ile borçlanma maliyetleri arasında negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Öte yandan genel kurumsal sosyal performans ile sosyal ve yönetim performanslarının borçlanma maliyetleri üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı görülmüştür. Bu bağlamda, borç verenler tarafından firmaların kurumsal sosyal performanslarının tüm boyutları ile etraflıca değerlendirilmediğini söylemek mümkündür.

Anahtar Kelimeler: Borçlanma Maliyetleri, Kurumsal Sosyal Performans, Çevresel Performans, Sosyal Performans, Yönetim Performansı

Jel Sınıflandırması: M14, M41, Q56

* İşletme Bölümü, Yalova Üniversitesi, Yalova, Türkiye sinem.ates@yalova.edu.tr; sinemats@gmail.com
ORCID NO: 0000-0002-9999-3799

THE IMPACT OF CORPORATE SOCIAL PERFORMANCE ON COST OF DEBT**ABSTRACT**

The purpose of this paper is to determine the relationship between corporate social performance and the cost of debt. For this purpose, the financial variables of the Turkish firms whose corporate social performance scores were obtained from the Thomson Reuters Asset4 database, were gathered from the Datastream database. As a result of the empirical analyses conducted using panel data methods, a significant and negative relationship between the environmental performance and cost of debt was determined. However, it was found that overall corporate social performance, social and governance performances have no effect on the cost of debt. In this context, it is possible to comment that lenders do not thoroughly evaluate corporate social performances of the firms including all aspects of it.

Keywords: Cost of Debt, Corporate Social Performance, Environmental Performance, Social Performance, Governance Performance

Jel Classification: M14, M41, Q56

1. GİRİŞ

L iteratürde farklı şekillerde tanımlanmış olan kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) kavramını, Dünya Sürdürülebilir Kalkınma İş Konseyi (*World Business Council for Sustainable Development* – WBCSD, 1999: 6) şu şekilde tanımlamıştır: “kurumsal sosyal sorumluluk, işletmelerin; çalışanların ve ailelerinin yanı sıra bölge halkının ve tüm toplumun yaşam kalitesini iyileştirmeye, etik davranmaya ve ekonomik kalkınmaya katkıda bulunmaya yönelik taahhütleridir.”. Kurumsal sosyal performans (KSP) ise, şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin çıktıları ile ilgilenir (De Bakker vd., 2005), bir başka deyişle KSS faaliyetlerine aktif katılım düzeyini ölçer (Conway, 2018).

Şirketler, KSS faaliyetleri için birtakım maliyetlere katlanırken, bu faaliyetleri karşılığında elde edecekleri faydaları göz önünde bulundurmaktadırlar. Şirketlerin KSS faaliyetleri karşılığında elde etmeyi bekledikleri faydalar arasında marka itibarının artması, artan enerji verimliliği sayesinde maliyetlerin azalması, rekabet avantajı, artan çalışan verimliliği, paydaş ve yatırımcı ilişkilerin güçlenmesi gibi firma performansını olumlu yönde etkileyecek hususlar yer almaktadır (Haanes vd., 2011: 82). Bahsi geçen bu faydaların kimisi şirket gelirlerini artırıcı kimisi ise maliyetleri azaltıcı etkiye sahip gelişmelerdir.

Şirketlerin KSS faaliyetleri sonucunda finansal performanslarının nasıl etkilendiği literatürde çok sayıda çalışmaya konu olmuştur. Bu çalışmaların bir kısmı KSS faaliyetlerinin şirketin piyasa değeri veya karlılık oranları üzerindeki etkisini incelerken (Bollazzi ve Risalvato, 2018; Nekhili vd., 2017; Omar ve Zallom, 2016), bir kısmı ise KSS faaliyetleri sonucu firma maliyetlerinde azalma olup olmadığını araştırmaktadır (El Ghoul et al., 2011; Wu et al., 2014; Reverte, 2012). KSS faaliyetlerinin maliyetler

üzerindeki ilişkisini araştıran bu çalışmalar sıklıkla sermaye ve öz sermaye maliyetleri üzerine yoğunlaşmış, borçlanma maliyetleri ise sınırlı sayıda çalışmada ele alınmıştır (Gao et al., 2016).

Bu çalışma ile gelişmekte olan bir piyasa örneğini temsil eden Türkiye’de, halka açık şirketlerin borçlanma maliyetlerinde KSS faaliyetlerine ilişkin performanslarının olumlu ya da olumsuz bir etkisi olup olmadığı araştırılarak konuya ilişkin literatüre katkı sağlamak amaçlanmaktadır. Bu doğrultuda, halka açık Türk firmalarının kurumsal sosyal performanslarına (KSP) ilişkin veriler Thomson Reuters Datastream Asset4 veri tabanından elde edilmiş ve Datastream veri tabanından elde edilen finansal veriler ile eşleştirilmiştir. 2009-2018 yıllarını kapsayan bu veri seti, borçlanma maliyetleri ve KSP arasındaki ilişki açısından panel veri yöntemleri ile analiz edilmiştir. Bu analizler neticesinde sadece KSP’nin çevresel performans alt boyutu ile borçlanma maliyetleri arasında anlamlı ve negatif bir ilişki bulunmuş, öte andan gerek genel KSP gerekse KSP’nin sosyal ve yönetim boyutları ile borçlanma maliyetleri arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu bulguya dayanarak Türkiye’de, kreditorlerin firmalara borç verirken sadece çevresel performanslarını dikkate aldıklarını söylemek mümkündür.

Bu çalışma, gelişmekte olan bir piyasa örneğinde, kreditorler tarafından KSS faaliyetlerine verilen önemin yetersizliğine vurgu yapmakta ve firmaların KSS faaliyetlerinin sürekliliği açısından şirket çalışanları ya da yatırımcılar kadar kreditorlerin de karar süreçlerinde firmaların kurumsal sosyal performanslarını bütün yönleriyle dikkate almaları gerektiğini öne sürmektedir.

Çalışmanın bundan sonraki bölümü şu şekilde düzenlenmiştir: İkinci bölümde konuya ilişkin literatür taraması özetlenmiştir. Sonraki bölümde, araştırma örnekleme, kullanılan veriler, araştırma modeli ve analiz yöntemleri açıklanmıştır. Üçüncü bölümde ampirik analizlerin sonuçları raporlanmış ve yorumlanmıştır. Son bölümde ise araştırma bulguları temelinde ulaşılan sonuçlara, geliştirilen önerilere ve araştırmanın kısıtlarına yer verilmiştir.

2. LİTERATÜR

Friedman’ın (1962) hissedar teorisine göre firmaların temel amaçları karlarını maksimize etmek olup odak noktaları hissedarlarının çıkarlarını gözetmektir. Dolayısıyla hissedarlar dışındaki diğer paydaşların ihtiyaçlarını karşılamak için katlanılacak olan KSS faaliyetlerine ilişkin maliyetler, esasında kar elde etmek için kullanılması gereken kaynakların hissedar çıkarlarına ters düşecek şekilde tüketilmesi olarak görülür. Hissedar teorisi temelinde, KSS faaliyetleri, firma karlılığını azaltan ve dolayısıyla firma riskini artıran bir unsur olarak kabul edildiğinden bu faaliyetlerin, firmanın sermaye piyasalarından ya da bankalardan elde edecekleri fonların maliyetini artıracakları öngörülebilir. Öte yandan, paydaş teorisi ise firmaların sadece hissedarlarının değil aynı zamanda hissedar olmayan tüm paydaşlarının da çıkarlarını gözetmesi gerektiğini savunur (Freeman, 1984). Şirketlerin KSS faaliyetleri, paydaşlarının ihtiyaçlarını karşılamak, onlarla güven ve iş birliğine dayalı ilişkiler kurmak ve nihayetinde finansal performansı artırmak için bir araç olarak görülmektedir (Jones, 1995). Buradan hareketle KSS faaliyetlerinin, firma değerini, nakit akışlarında artış ya da maliyetlerde azalma sağlamak suretiyle artırması beklenmektedir (Robinson vd., 2011).

Firmaların KSS faaliyetlerinin, finansal performanslarına etkisini, firma maliyetlerindeki değişim açısından irdeleyen çalışmaları, ele aldıkları maliyet kalemi ve KSS göstergesi temelinde sınıflandırmak

mümkündür. Zira bu çalışmalar; sermaye maliyeti, öz sermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti gibi farklı maliyet kalemlerini ele aldıkları gibi konu edindikleri KSS göstergesi de farklılık göstermektedir. Bazı çalışmalarda firmaların web sitelerinde, faaliyet raporlarında ya da KSS raporlarındaki KSS açıklamaları dikkate alınırken (Bhuiyan ve Nguyen, 2019; Dhaliwal vd., 2011; Hamrouni vd., 2019; Li ve Liu, 2018; Michaels ve Grüning, 2017; Reverte, 2012), kimi çalışmalar ise firmaların KSS faaliyetlerinin çıktılarını yani kurumsal sosyal performanslarına odaklanmaktadır (El Ghouli vd., 2011; Goss ve Roberts, 2011; Hoepner vd., 2016; La Rosa vd., 2018; Magnanelli ve Izzo, 2017; Ng ve Rezaee, 2015; Oikonomou vd., 2014; Wu vd., 2014). Bu çalışma kapsamında taranan konuya ilişkin literatür Tablo 1’de özetlenmiştir.

Tablo 1’den de görüleceği üzere, KSS açıklamalarının firma maliyetlerine etkisini inceleyen araştırmaların çoğunluğunda temel bulgu, KSS açıklamaları ile çalışma kapsamında ele alınan maliyet kalemi arasında negatif bir ilişki olduğu yönündedir (Bhuiyan ve Nguyen, 2019; Dhaliwal vd., 2011; Eliwa vd., 2019; Li ve Liu, 2018; Michaels ve Grüning, 2017; Reverte, 2012). KSS açıklamaları ile firma maliyetleri arasındaki bu negatif yönlü ilişki, KSS açıklamalarının firma ile kreditorleri arasındaki bilgi asimetrisini azaltmasına, firmayı daha şeffaf kılmasına (Aman ve Nguen, 2013) ve firmanın gelecekteki performansına ilişkin risklerin daha etkin değerlendirilmesine (Verrecchia, 2001) olanak vermesi ile açıklanabilir. Hamrouni vd. (2019), KSS açıklamalarının borçlanma maliyetleri ile ilişkisini araştırırken Tablo 1’deki benzer çalışmalardan farklı olarak KSS açıklamalarının çevresel, sosyal ve yönetim boyutlarını ayrıca ele almıştır. Bu çalışmada, diğer çalışmalara benzer şekilde genel KSS açıklamaları ile çevresel açıklamaların borçlanma maliyetleri üzerinde negatif etkisi olduğu görülmüştür. Öte yandan beklentinin aksine sosyal açıklamalar, borçlanma maliyetini artıran yönetim açıklamaları ise borçlanma maliyeti üzerinde anlamlı bir etkisi olmayan KSS boyutları olarak tespit edilmiştir.

Firma maliyetleri ile KSP arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda ise bu ilişkiye dair ortak bir bulguya erişildiğini söylemek mümkün değildir. Zira söz konusu çalışmalarda, KSP ile firma maliyetleri arasında negatif yönlü bir ilişki tespit edenler (El Ghouli vd., 2011; Eliwa vd., 2019; La Rosa vd., 2018; Ng ve Rezaee, 2015; Oikonomou vd., 2014; Wu vd., 2014) olduğu gibi, tam tersine pozitif bir ilişki bulgusuna sahip olanlar (Goss ve Roberts, 2011; Magnanelli ve Izzo, 2017) da mevcuttur. Bazı çalışmalar ise KSP ile firma maliyetleri arasında anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşmıştır (Hoepner vd., 2016; Ng ve Rezaee, 2015).

Bahsi geçen çalışmalar, KSP ile firma maliyetleri arasındaki ilişkinin, KSS ile firma maliyetleri arasındaki ilişki kadar net olmadığını göstermektedir. Bu alanda yapılmış çalışmaların birbirinden farklı bulgular elde etmesi gerek firma maliyetleri gerekse KSP ölçümü için kullanılan temsili değişkenlerin çeşitliliğine ve birbirinden farklı ekonometrik model ve yöntemlerin kullanılmasına bağlanabileceği gibi ele alınan örneklem ülkelerinin farklı olmasıyla da açıklanabilir. Zira gelişmiş ülkelere nazaran gelişmekte olan ülkelerde, paydaş baskısının daha az olması, gelir seviyesinin daha düşük olması, sürdürülebilirlikten ziyade ürün değerine odaklanılması KSS faaliyetlerine yeterince önem verilmemesi ile sonuçlanabilir (Doh vd., 2015). Tablo 1’den de görüleceği üzere, konuya ilişkin çalışmaların büyük bir kısmının örneklemi gelişmiş ülkelere ağırlıklıdır. Gelişmekte olan bir ülke örneğini ele alan bu çalışma, KSS faaliyetlerinin firma borçlanma maliyetlerine, gelişmekte olan bir ülke örneğinde ne ölçüde yansıdığını ortaya çıkararak ilgili literatüre katkı sağlayacaktır.

Tablo 1. KSS'nin Firma Maliyetleri ile İlişkisi Üzerine Örnek Çalışmalar

Yazar (Yıl)	Örneklem Ülkesi	Maliyet Kalemi	KSS Göstergesi	KSS – Maliyet İlişkisi
Bhuiyan&Nguyen (2019)	Avusturalya	Öz sermaye maliyeti Borçlanma maliyeti	KSS açıklamaları	Negatif Negatif
Dhaliwal vd. (2011)	Amerika	Öz sermaye maliyeti	KSS açıklamaları	Negatif
Hamrouni vd. (2019)	Fransa	Borçlanma maliyeti	Genel KSS açıklamaları Çevresel açıklamalar Sosyal açıklamalar Yönetişim açıklamaları	Negatif Negatif Pozitif Anlamsız
Li&Liu (2018)	Çin	Öz sermaye maliyeti	KSS açıklamaları	Negatif
Michaels&Grüning (2017)	Almanya	Sermaye maliyeti	KSS açıklamaları	Negatif
Reverte (2012)	İspanya	Öz sermaye maliyeti	KSS açıklamaları	Negatif
El Ghoual vd. (2011)	Amerika	Öz sermaye maliyeti	KSP	Negatif
Eliwa vd. (2019)	15 Avrupa ülkesi	Borçlanma maliyeti	KSS açıklamaları KSP	Negatif Negatif
Goss&Roberts (2011)	Amerika	Borçlanma maliyeti	KSP	Pozitif
Hoepner vd. (2016)	28 farklı ülke	Borçlanma maliyeti	KSP	Anlamsız
La Rosa vd. (2018)	Avrupa ülkeleri	Borçlanma maliyeti	KSP	Negatif
Magnanelli&Izzo (2017)	Birden fazla	Borçlanma maliyeti	KSP	Pozitif
Ng ve Rezaee (2015)	Birden fazla	Öz sermaye maliyeti	Genel KSP Çevresel performans Sosyal performans Yönetişim performansı	Negatif Negatif Anlamsız Negatif
Oikonomou vd. (2014)	Birden fazla	Borçlanma maliyeti	KSP	Negatif
Wu vd. (2014)	Tayvan	Sermaye maliyeti	KSP	Negatif

3. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

Bu bölümde, öncelikle araştırmada kullanılan regresyon modeli, modelde yer alan değişkenlerin nasıl ölçüldüğü ve ölçümlere temel teşkil eden değişkenlerin hangi veri tabanlarından elde edildiği açıklanmıştır. Sonrasında ise veri tabanlarından elde edilen ham veri setinin hangi kriterler baz alınarak analizlerde kullanılan nihai halini aldığı açıklanmış ve bu nihai veri setinin sektör bazında sınıflandırılması sunulmuştur.

3.1. Regresyon Modeli ve Değişkenlerin Ölçümü

Bu çalışmada firmaların kurumsal sosyal performansları ile borçlanma maliyetleri arasındaki ilişkiyi tespit etmek için oluşturulan regresyon modeli aşağıdaki gibidir:

$$BM_{it} = \beta_0 + \beta_1 KSP_{it} + \beta_2 KONTROL_{it} + a_i + u_{it} \quad (1)$$

Modelde, *BM* firmanın borçlanma maliyetini, *KSP* kurumsal sosyal performansı, *KONTROL* firma düzeyinde kontrol değişkenlerini, β_0 sabit terimi, $(a_i + u_{it})$ bileşik hata terimini, *i* ve *t* alt simgeleri ise sırasıyla her bir şirketi ve yılı temsil etmektedir.

(1) no'lu eşitlik ile ifade edilen araştırma modelinde yer alan değişkenlerin ölçümü için gerekli olan veriler iki farklı veri tabanından elde edilmiştir. Araştırma modelinin bağımlı değişkeni olan firma borçlanma maliyetleri ile modelde kontrol değişkenleri olarak kullanılan firma büyüklüğü, finansal kaldıraç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı ve öz sermaye karlılık oranı için gerekli olan verilere Datastream veri tabanından erişilmiştir. Firma borçlanma maliyetleri, faiz giderlerinin toplam borçlara oranlanması suretiyle hesaplanmıştır. Kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü toplam varlıkların doğal logaritması, finansal kaldıraç oranı borçların varlıklara oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı hisse senedi fiyatı/hisse başına defter değeri şeklinde hesaplanırken öz sermaye karlılık oranı ise direkt Datastream veri tabanından alınmıştır. Bu kontrol değişkenlerine ek olarak araştırma modeline, firmanın faaliyet gösterdiği sektör etkisini kontrol altında tutmak için örneklemdaki her bir sektör için kukla değişkenler eklenmiştir. Benzer şekilde, örneklemdaki her bir raporlama yılı için oluşturulan kukla değişkenlerin modele dahil edilmesiyle araştırma sonuçları yıl etkisinden kurtarılmıştır.

Araştırma modelinin temel bağımsız değişkeni olan KSP için ise Thomson Reuters Datastream Asset4 veri tabanından firmaların genel KSP, çevresel, sosyal ve yönetim performans skorları indirilmiştir. Söz konusu skorlar, kamuya açıklanan verilere dayalı olarak firma performansını; çevresel, sosyal ve yönetim puanları olmak üzere üç kategoriye ayrılan 10 ana sürdürülebilirlik teması açısından ölçmektedir. Şirketin çevresel puanı; kaynak kullanımı, emisyonlar ve çevresel inovasyon açısından şirket performansının değerlendirilmesini içerir. İşgücü, insan hakları, topluluk ve ürün sorumluluğu puanları şirketin sosyal performans puanını oluşturur. Yönetim puanı ise; şirketin yönetim, hissedarlar ve KSS stratejisindeki performansını yansıtır. Son olarak, genel KSP puanı; çevresel, sosyal ve yönetim konularında şirket performansının toplu bir ölçüsüdür. KSP skorları 0 ile 100 arasında değişmekte olup, daha yüksek skorlar daha yüksek performansa işaret etmektedir (Refinitiv, 2020).

Araştırma modelinde kullanılan değişkenler için bu çalışmada kullanılan kısaltmalar, detaylı açıklamalar, değişkenlerin hesaplanma şekilleri ve kullanılan veri kaynakları Tablo 2'de özetlenmiştir.

Tablo 2. Araştırma Modelinde Kullanılan Değişkenler

Değişkenin Kısaltması	Açıklama	Hesaplama Şekli	Kaynak
Bağımlı Değişken			
BM	Borçlanma maliyeti	Faiz gideri / Toplam Borçlar	Datastream
<i>Bağımsız Değişkenler</i>			
KSP	Genel KSP skoru	İlgili veri tabanından elde edilmiştir.	Datastream Asset4
ÇEV	Çevresel performans skoru	İlgili veri tabanından elde edilmiştir.	Datastream Asset4
SOS	Sosyal performans skoru	İlgili veri tabanından elde edilmiştir.	Datastream Asset4
YÖN	Yönetişim performans skoru	İlgili veri tabanından elde edilmiştir.	Datastream Asset4
<i>Kontrol Değişkenleri</i>			
AKTF	Firma büyüklüğü	Toplam varlıkların doğal logaritması	Datastream
FKAL	Finansal kaldıraç oranı	Toplam borçlar / toplam varlıklar	Datastream
PD/DD	Piyasa değeri / Defter değeri	Hisse senedi fiyatı / Hisse başına defter değeri	Datastream
ROE	Öz sermaye karlılık oranı	İlgili veri tabanından elde edilmiştir.	Datastream
SEKTOR	Firmanın faaliyet gösterdiği sektör	Örnekleme yer alan her bir sektör türü için oluşturulan kukla değişkenler	Datastream
YIL	Raporlama dönemi	Örnekleme dönemi içerisindeki her bir yıl için oluşturulan kukla değişkenler	Datastream

3.2. Örnekleme

Bu çalışmada, şirketlerin KSP skorları, Thomson Reuters Datastream Asset4 veri tabanından elde edildiğinden araştırma örnekleminin belirlenmesinde temel kısıtlayıcı faktör, söz konusu veri tabanında KSP skoru mevcut olmayan firmaların örnekleme dahil edilememesi olmuştur. Bu veri tabanından 2009-2018 yılları için KSP skoruna erişilebilen firmaların verileri, Datastream veri tabanından elde edilen finansal veriler ile firma ve yıl bazında eşleştirilmiştir. İki ayrı veri setinin firma-yıl bazında eşleştirilmesi ile oluşturulan bu yeni veri setinden araştırma modeli için ihtiyaç duyulan veri ya da verileri eksik olan firma-yıllar elenmiş ve nihayetinde 43 firma ve 221 firma-yıldan oluşan dengesiz panel niteliği taşıyan bir veri seti elde edilmiştir. Bu nihai veri setinin sektör bazında sınıflandırması Tablo 3'te sunulmuştur.

Tablo 3'ten de görüleceği üzere araştırma örnekleminde en sık gözlenen ilk üç sektör sırasıyla finans (yüzde 31,22), tüketici hizmetleri (yüzde 18,10) ve tüketim malları (yüzde 12,67) olup bu üç sektöre ait toplam firma-yıl sayısı örneklemin yaklaşık yüzde 62'sini temsil etmektedir.

Tablo 3. Araştırma Örneklemi

SEKTÖR	FİRMA-YIL	
	Sayı	%
Finans	69	31,22
Tüketici Hizmetleri	40	18,10
Tüketim Malları	28	12,67
Endüstriyel Ürünler	22	9,95
Telekomünikasyon	20	9,05
Ana Metal Sanayi	18	8,14
Enerji	9	4,07
Gayrimenkul	9	4,07
Sağlık Hizmetleri	3	1,36
Kamu Hizmetleri	3	1,36
TOPLAM	221	100

4. BULGULAR VE TARTIŞMA

Bu bölümde, veri setindeki değişkenlerin gözlem sayısı, ortalama, standart sapma, minimum ve maksimum değerlerini içeren tanımlayıcı istatistikleri ve değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları sunulmuş ve yorumlanmıştır. Ardından araştırmada kullanılan regresyon modelinin tahmin yönteminin belirlenmesi için izlenen adımlar izah edilmiş ve detayları açıklanan bu yöntemle tahmin edilen regresyon modeli sonuçları raporlanmış ve tartışılmıştır.

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Veri setinde bulunan uç değerlerin araştırma sonuçlarını yanıltmaması için öncelikle veri setindeki finansal değişkenler, uç değerlerin etkisinden arındırılmıştır. Veri setini uç değerlerin etkisinden arındırmak için kullanılacak yöntemler arasından veri kaybına yol açmaması ve veri setindeki uç değere sahip gözlemlerin içerdiği bilgiyi kaybetmeden bu uç değerlerin bazı zararlı etkilerine karşı koruma sağlaması gibi avantajları (Reifman ve Keyton, 2010, s. 1637) nedeniyle “törpüleme (*winsorize*)” işlemi tercih edilmiştir. Bu işlem ile veri setindeki en yüksek ve en düşük değerler belirlenen bir sınır değere düşürülür (Boudt vd., 2020). Bu doğrultuda, bu çalışmada veri setindeki finansal değişkenler (BM, AKTF, FKAL, PD/DD, ROE) yüzde 1 ve yüzde 99 aralığında törpüleme işlemine tabi tutulmuştur. Bu işlem sonrasında araştırma modelinde yer alan tüm değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 4'teki

gibidir. Tablo 4'teki genel KSP skoru ile KSP'nin alt boyutlarını oluşturan çevresel (CEV), sosyal (SOS) ve yönetim (YÖN) performans skorlarının gerek standart sapma gerekse minimum ve maksimum değerleri, örneklem içerisindeki firmaların KSS faaliyetlerine ilişkin performans düzeylerinin önemli ölçüde farklılık arz ettiğini göstermektedir.

Tablo 4. Tanımlayıcı İstatistikler

DEĞİŞKEN	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum
<i>KSP</i>	221	55,33	17,25	12,27	88,98
<i>CEV</i>	221	56,62	25,04	6,46	98,14
<i>SOS</i>	221	58,36	19,37	3,93	93,35
<i>YÖN</i>	221	50,38	19,55	8,22	90,53
<i>BM</i>	221	0,05	0,08	0,00	0,55
<i>AKTF</i>	221	17,12	1,50	14,13	19,78
<i>FKAL</i>	221	0,29	0,15	0,00	0,63
<i>PD/DD</i>	221	2,12	2,10	0,39	15,92
<i>ROE</i>	221	17,38	12,13	-23,17	56,59

Notlar: *KSP*: genel kurumsal sosyal performans skoru, *CEV*: çevresel performans skoru, *SOS*: sosyal performans skoru, *YÖN*: yönetim performans skoru, *BM*: borçlanma maliyeti, *AKTF*: toplam varlıkların doğal logaritması, *FKAL*: toplam borçlar/toplam varlıklar, *PD/DD*: piyasa değeri/defter değeri, *ROE*: öz sermaye karlılık oranı.

Tablo 5 ise araştırma modelinde kullanılacak olan değişkenlerin belirlenmesinde önemli bir husus olan çoklu bağıntı probleminin tespiti amacıyla test edilen değişkenler arasındaki ikili korelasyon katsayılarını ve anlamlılık düzeylerini göstermektedir. Tablo 5'teki korelasyon katsayılarına göre, genel kurumsal sosyal performans skorunu temsil eden KSP değişkeni ile çevresel performans skorunu temsil eden CEV değişkeni arasındaki korelasyon (0,89, $p < 0,01$) ve yine KSP değişkeni ile sosyal performans skorunu temsil eden SOS değişkeni arasındaki korelasyon (0,85, $p < 0,01$) yüzde 80'in üzerinde olup değişkenler arasında yüksek korelasyona işaret etmektedir. Buradan hareketle, firmaların kurumsal sosyal performanslarını temsil eden dört skorun (KSP, CEV, SOS, GOV) regresyon modelinde aynı anda kullanılmamasına karar verilmiş ve Eşitlik (1) ile ifade edilen regresyon modeli, her bir KSP skoru için ayrı ayrı olmak üzere dört kez çalıştırılmıştır. Söz konusu değişkenler haricinde kalan diğer değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları yüzde 80'in altında olduğundan regresyon modelinde çoklu bağıntı probleminin olmadığını söylemek mümkündür. Ayrıca Eşitlik (1)'deki regresyon modelinin havuzlanmış en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesinden sonra hesaplanan varyans büyütme faktörlerinin (*variance inflation factor – VIF*) tamamı 3'ün altında olup modelde çoklu bağıntı probleminin olmadığını göstermektedir.

Tablo 5. Korelasyon Tablosu

DEĞİŞKEN	<i>KSP</i>	<i>CEV</i>	<i>SOS</i>	<i>YÖN</i>	<i>BM</i>	<i>AKTF</i>	<i>FKAL</i>	<i>PD/DD</i>	<i>ROE</i>
<i>KSP</i>	1								
<i>CEV</i>	0,89***	1							
<i>SOS</i>	0,85***	0,70***	1						
<i>YÖN</i>	0,64***	0,35***	0,30***	1					
<i>BM</i>	-0,17**	-0,17**	-0,18***	-0,04	1				
<i>AKTF</i>	0,28***	0,32***	0,41***	-0,12*	-0,35***	1			
<i>FKAL</i>	0,35***	0,40***	0,26***	0,14**	-0,24***	-0,06	1		
<i>PD/DD</i>	-0,08	-0,10	-0,17**	0,09	0,24***	-0,51***	-0,03	1	
<i>ROE</i>	-0,11*	-0,05	-0,21***	-0,01	-0,01	-0,24***	-0,10	0,37***	1

Notlar: *KSP*: genel kurumsal sosyal performans skoru, *CEV*: çevresel performans skoru, *SOS*: sosyal performans skoru, *YÖN*: yönetim performans skoru, *BM*: borçlanma maliyeti, *AKTF*: toplam varlıkların doğal logaritması, *FKAL*: toplam borçlar/toplam varlıklar, *PD/DD*: piyasa değeri/defter değeri, *ROE*: öz sermaye karlılık oranı. *, **, *** sırasıyla $p < 0,01, 0,05, 0,10$ anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

4.2. Regresyon Sonuçları ve Tartışma

Eşitlik (1) ile ifade edilen regresyon modelini tahmin etmeden önce, modelin tahmini için en uygun yöntemi belirlemek için gerekli testler yapılmıştır. Bu doğrultuda, ilk aşamada, regresyon modeli havuzlanmış en küçük kareler ve tesadüfi etkiler tahmincileri kullanılarak tahmin edilmiştir. Bu iki tahminci arasında hangisinin daha uygun olduğunu tespit etmek için Breusch-Pagan LM testi kullanılmıştır. Breusch-Pagan LM testi, birimler arasındaki varyansın “0” olup olmadığını test etmektedir (Tatoğlu, 2016; Tatoğlu, 2018). Eşitlik (1)’deki regresyon modeli için uygulanan Breusch-Pagan LM testi sonucunda birimler arasındaki varyansın “0” olmadığı sonucuna ulaşılmış dolayısıyla regresyon modelinin tahmini için, birimler arasındaki varyansın “0” olduğu varsayımına dayanan havuzlanmış en küçük kareler tahmincisinin kullanılması uygun olmadığından tesadüfi etkiler tahmincisi tercih edilmiştir. Regresyon modelinin tahmini için en uygun tahmincinin seçilmesindeki ikinci aşama, tesadüfi etkiler ile sabit etkiler tahmincileri arasında karar vermektir. Bu amaçla kullanılan Hausman testi, tesadüfi ve sabit etkiler tahmincilerinin katsayıları arasındaki farkın sistematik olup olmadığını test etmektedir (Tatoğlu, 2016; Tatoğlu, 2018). Hausman testi sonucunda Eşitlik (1)’deki regresyon modelinin tahmininde tesadüfi ve sabit etkiler tahmincilerinin katsayıları arasındaki farkın sistematik olmadığı tespit edildiğinden modelin tahmini için tesadüfi etkiler tahmincisinin en uygun yöntem olduğuna karar verilmiştir.

Üçüncü ve son aşamada ise regresyon modeline ilişkin veri setinin, tesadüfi etkiler tahmincisinin varsayımlarına uygun olup olmadığı test edilmiştir. Tesadüfi etkiler tahmincisinin sabit varyans varsayımını test etmek için Levene, Brown ve Forsythe testi, serisel korelasyonun tespiti için Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin Watson Testi (DW) ve Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez Testi (LBI) ve yatay kesit bağımlılık testi olarak da Pesaran testi kullanılmıştır. Söz konusu testler sonucunda değişen varyans, serisel korelasyon ve yatay kesit bağımlılık sorunları tespit edildiğinden araştırma modeli, bu sorunların varlığına dirençli olan Driscoll Kraay standart hataları ile tahmin edilmiştir (Tatoğlu, 2016; Tatoğlu, 2018).

Nihayetinde tesadüfi etkiler ve Driscoll Kraay standart hatalar ile tahmin edilen araştırma modelinin sonuçları Tablo 6'da yer almaktadır. Tablo 6'da katsayıların yer aldığı dört sütun, sırasıyla genel KSP skorunun (KSP), çevresel performans skorunun (CEV), sosyal performans skorunun (SOS) ve yönetim performans skorunun (YÖN) borçlanma maliyetleri üzerindeki etkisini test etmek amacıyla çalıştırılan regresyon modellerinin tahmin sonuçlarını içermektedir. Tablo 6'dan da görüleceği üzere, bu dört kurumsal sosyal performans skoru arasından sadece çevresel performans skorunun katsayısı anlamlı olup, diğer tüm skorların katsayıları istatistiksel olarak anlamsızdır. Çevresel performans skorunun negatif ve anlamlı olan katsayısı, firmaların borçlanma maliyetleri ile çevresel performans skorları arasında negatif yönde bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bir başka deyişle, firmaların çevresel performans skorları arttıkça borçlanma maliyetleri düşmektedir. Öte yandan borçlanma maliyetleri ile genel KSP, sosyal ve yönetim performans skorları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu çalışmadakine benzer şekilde kurumsal sosyal performansı alt boyutlarıyla beraber ele alan Ng ve Rezaee (2015), öz sermaye maliyeti ile sosyal performans haricinde diğer tüm performans skorları arasında negatif bir ilişki tespit etmiştir. Genel KSP ile borçlanma maliyeti arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalarda ise pozitif (Goss ve Roberts, 2011; Magnanelli Izzo; 2017), negatif (Eliwa vd., 2019; Oikonomou vd., 2014) ya da anlamsız (Hoepner vd., 2016) sonuç elde edenler mevcuttur.

Kontrol değişkenlerinden ise şirket büyüklüğünü temsil eden AKTF değişkeni ile borçların varlıklara oranı ile hesaplanan FKAL değişkeni negatif ve anlamlı katsayılara sahiptir. Buradan hareketle şirketin büyüklüğü ve finansal kaldıraç arttıkça borçlanma maliyetlerinin azaldığını söylemek mümkündür. Bu bulgular KSS açıklamaları ile borçlanma maliyetleri arasındaki ilişkiyi inceleyen Hamrouni vd.'nin (2019) bulguları ile uyumludur. Şirket büyüklüğü arttıkça işletme ve finansal risklerin azalması ile beraber borçlanma maliyetlerinde düşüş yaşanması beklenen bir sonuç olmakla beraber finansal kaldıraç ile borçlanma maliyetleri arasındaki negatif yönlü ilişki literatürde mevcut bazı çalışmalar ile uyum sağlamaktadır (Eliwa vd, 2019; Magnanelli ve Izzo, 2017). Fakat bu bulguyu, yöneticilerin, borçlanma maliyeti arttığında kaldıraç oranını azaltma ya da borçlanma maliyeti azaldığında kaldıraç oranını artırma eğilimleri ile açıklamak mümkündür (D'Mello vd., 2018).

Tablo 6. Tesadüfi Etkiler Tahmin Sonuçları

DEĞİŞKENLER	KSP	CEV	SOS	YÖN
<i>KSP</i>	-0,0007 (0,0004)			
<i>CEV</i>		-0,0005*** (0,0001)		
<i>SOS</i>			0,0000 (0,0003)	
<i>YON</i>				0,0004 (0,0003)
<i>AKTF</i>	-0,0291** (0,0114)	-0,0279** (0,0111)	-0,0336** (0,0122)	-0,0339** (0,0110)
<i>FKAL</i>	-0,1057** (0,0441)	-0,1027** (0,0376)	-0,1106** (0,0386)	-0,1183** (0,0374)
<i>PD/DD</i>	0,0084 (0,0049)	0,0078 (0,0050)	0,0066 (0,0048)	0,0076 (0,0049)
<i>ROE</i>	-0,0001 (0,0004)	-0,0000 (0,0004)	-0,0002 (0,0004)	-0,0002 (0,0004)
<i>SEKTÖR</i>	Evet	Evet	Evet	Evet
<i>YIL</i>	Evet	Evet	Evet	Evet
Sabit	0,5264*** (0,1501)	0,4984*** (0,1512)	0,5801*** (0,1666)	0,5973*** (0,1494)
<i>R2_O</i>	0,3839	0,3756	0,3996	0,4036
Wald chi2	934,54***	1186,02***	411,71***	948,96***

Notlar: *KSP*: genel kurumsal sosyal performans skoru, *CEV*: çevresel performans skoru, *SOS*: sosyal performans skoru, *YÖN*: yönetim performans skoru, *BM*: borçlanma maliyeti, *AKTF*: toplam varlıkların doğal logaritması, *FKAL*: toplam borçlar/toplam varlıklar, *PD/DD*: piyasa değeri/defter değeri, *ROE*: öz sermaye karlılık oranı. *, **, *** sırasıyla p<0,01, 0,05, 0,10 anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir. Parantez içinde raporlanan değerler, değişen varyans, serisel korelasyon ve yatay kesit bağımlılık sorunlarına dirençli olan Driscoll ve Kraay standart hatalarıdır. *, **, *** sırasıyla p<0,01, 0,05, 0,10 anlamlılık düzeylerine işaret etmektedir.

5. SONUÇ

Bu çalışma ile firmaların kurumsal sosyal performanslarının, borçlanma maliyetlerine etkisi olup olmadığının tespit etmek amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda 2009-2018 yılları için Thomson Reuters Datastream Asset4 veri tabanında KSP skorları mevcut olan Türk firmalarının, borçlanma maliyetleri ve diğer finansal verileri Datastream veri tabanından elde edilmiştir. Toplam 43 firma ve 221 firma-yıldan oluşan nihai örneklem veri seti, panel veri analiz yöntemleri ile analiz edilmiştir.

Araştırma sonuçlarına göre firmaların borçlanma maliyetleri ile sadece KSP'nin bir alt boyutunu oluşturan çevresel performansları arasında anlamlı ve negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Öte yandan gerek genel KSP'nin, gerekse KSP'nin diğer iki alt boyutunu oluşturan sosyal ve yönetim performanslarının borçlanma maliyetleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmadığı görülmüştür. Bu bulgular, borç verenlerin borç sözleşmelerine ilişkin kararlarında, firmaların sadece çevresel performanslarını dikkate aldıklarını fakat sosyal ve yönetim performanslarını firmalara ilişkin değerlendirmelerine dahil etmediklerini göstermektedir. Çevresel performansları yüksek olan firmaların borçlanma maliyetlerinin düşük olduğu yönündeki araştırma bulgusu, borç verenler tarafından bu tip firmaların daha şeffaf ve risksiz olarak görülmelerine bağlanabilir.

Bu çalışma, gelişmekte olan bir piyasada, borç verenlerin, firmaların KSS faaliyetlerine ilişkin performanslarına verdikleri tepkiyi ortaya koyarak gerek firmalara gerek borç verenlere ve hatta düzenleyici otoritelere konuya ilişkin atılması gereken adımlar konusunda fikir sağlamaktadır. Bir piyasada sadece çevresel performansın alınan kararlarda etkili olması sosyal ve yönetim performanslarının ise arka planda kalması eksik bir KSP anlayışının göstergesi olduğundan atılması gereken ilk ve en önemli adım, firmaların sosyal ve yönetim performanslarının taşıdığı önemin tüm toplum tarafından daha iyi anlaşılmasını sağlamaktır. Bu sayede paydaşlar, firmaların bu konulardaki faaliyetlerini ve performanslarını yakından takip edecek, firmalar paydaş baskısı nedeniyle performanslarını artırmak için daha çok çaba gösterecek ve nihayetinde borç verenler gibi firmaların finansal performanslarında etkili olan taraflar aldıkları kararlara bu hususları da entegre ederek firmalar için KSS faaliyetlerini teşvik edici bir rol oynayacaklardır.

Pek çok çalışmada olduğu gibi bu çalışmada da birtakım kısıtlar mevcuttur. Öncelikle çalışma örneklemini sadece Türkiye'yi kapsadığından araştırma bulguları diğer gelişmekte olan piyasalar için geçerli olmayabilir. Ayrıca firmaların borçlanma maliyetlerinde etkili olabilecek borç sözleşmelerinde yer alan özel hükümler bu çalışmada dikkate alınmamıştır. Çalışmanın sözü edilen kısıtları dikkate alınarak bundan sonra yapılacak olan çalışmalarda, birden fazla ülkeyi kapsayan araştırmalara veya borç sözleşmelerindeki hükümleri de dikkate alan ampirik analizlere yer verilebilir.

KAYNAKÇA

- Aman, H., & Nguyen, P. (2013). Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit ratings of Japanese firms. *Research in International Business and Finance*, 29, 14-34.
- Bhuiyan, M. B. U., & Nguyen, T. H. N. (2019). Impact of CSR on cost of debt and cost of capital: Australian evidence. *Social Responsibility Journal*, 16(3), 419-430.
- Bollazzi, F., & Risalvato, G. (2018). Corporate responsibility and ROA: Evidence from the Italian stock exchange. *Asian Economic and Financial Review*, 8(4), 565-570.
- Boudt, K., Todorov, V., & Wang, W. (2020). Robust Distribution-Based Winsorization in Composite Indicators Construction. *Social Indicators Research*, 1-23.
- Conway, E. (2018). Sustainability, the Triple Bottom Line and Corporate Social Responsibility. Ed. E. Conway and D. Byrne, *Contemporary Issues in Accounting* içinde (ss. 15-35). Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan.
- De Bakker, F. G., Groenewegen, P., & Den Hond, F. (2005). A bibliometric analysis of 30 years of research and theory on corporate social responsibility and corporate social performance. *Business & Society*, 44(3), 283-317.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Doh, J. P., Littell, B., & Quigley, N. R. (2015). CSR and sustainability in emerging markets: Societal, institutional, and organizational influences. *Organizational Dynamics*, 2(44), 112-120.
- D'Mello, R., Gruskin, M., & Kulchania, M. (2018). Shareholders valuation of long-term debt and decline in firms' leverage ratio. *Journal of Corporate Finance*, 48, 352-374.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388-2406.
- Eliwa, Y., Aboud, A., & Saleh, A. (2019). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 102097.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. London: The University of Chicago Press.
- Gao, F., Dong, Y., Ni, C., & Fu, R. (2016). Determinants and economic consequences of non-financial disclosure quality. *European Accounting Review*, 25(2), 287-317.
- Goss, A., & Roberts, G. S. (2011). The impact of corporate social responsibility on the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 35(7), 1794-1810.
- Haanaes, K., Balagopal, B., Arthur, D., Kong, M. T., Velken, I., Kruschwitz, N., & Hopkins, M. S. (2011). First look: The second annual sustainability & innovation survey. *Sloan Management Review*, 52(2), 76-84.
- Hamrouni, A., Uyar, A., & Boussaada, R. (2019). Are corporate social responsibility disclosures relevant for lenders? Empirical evidence from France. *Management Decision*, 58(2), 267-279.
- Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, B., & Schröder, M. (2016). The effects of corporate and country sustainability characteristics on the cost of debt: An international investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 158-190.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). The impact of corporate social performance on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms. *European Management Journal*, 36(4), 519-529.

- Li, S., & Liu, C. (2018). Quality of corporate social responsibility disclosure and cost of equity capital: Lessons from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(11), 2472-2494.
- Magnanelli, B. S., & Izzo, M. F. (2017). Corporate social performance and cost of debt: the relationship. *Social Responsibility Journal*, 13(2), 250-265.
- Michaels, A., & Grüning, M. (2017). Relationship of corporate social responsibility disclosure on information asymmetry and the cost of capital. *Journal of Management Control*, 28(3), 251-274.
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77, 41-52.
- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2015). Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149.
- Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. (2014). The effects of corporate social performance on the cost of corporate debt and credit ratings. *Financial Review*, 49(1), 49-75.
- Omar, B. F., & Zallom, N. O. (2016). Corporate social responsibility and market value: evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 14(1), 2-29.
- Refinitiv. (2020). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores from Refinitiv. https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/esg-scores-methodology.pdf.
- Reifman, A., & Keyton, K. (2010). Winsorize. *Encyclopedia of Research Design*, 3, 1636-1638.
- 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.
- Robinson, M., Kleffner, A., & Bertels, S. (2011). Signaling sustainability leadership: Empirical evidence of the value of DJSI membership. *Journal of Business Ethics*, 101(3), 493-505.
- Tatoğlu, F. Y. (2016). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Tatoğlu, F. Y. (2018). *İleri Panel Veri Analizi*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180.
- World Business Council for Sustainable Development. (1999). Corporate social responsibility: Meeting changing expectations. <https://growthorientedsustainableentrepreneurship.files.wordpress.com/2016/07/csr-wbcsd-csr-primer.pdf>.
- Wu, S. W., Lin, F., & Wu, C. M. (2014). Corporate social responsibility and cost of capital: An empirical study of the Taiwan stock market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(1), 107-120.

