

## DIŞSAL PERFORMANS GÖSTERGELERİ, KÜMÜLATİF ANORMAL GETİRİLER VE MÜŞTERİ MEMNUNİYETİ İLİŞKİSİ

Semra KARACAER\*  
Şule Yüksel YİĞİTER\*\*

### Öz

Muhasebe-Finans alanındaki son araştırmalar, işletme performansının, müşteri memnuniyeti, müşteri sadakati, ürün kalitesi ve pazar payı gibi finansal olmayan ölçümlerle yapılması gerektiğini savunmaktadır. Giderek artan literatür, finansal olmayan performans ölçümlerinin mevcut finansal performans ölçümlerine göre uzun dönemli finansal performansı daha iyi öngördüğünü ileri sürmektedir. Çalışmada, müşteri memnuniyeti ile aktif karlılığı, piyasa değeri, hisse senedi getirileri ve anormal getiriler arasındaki ilişki istatistiksel bağlamda test edilmiştir. Bu amacı gerçekleştirmek üzere, 37 işletmenin 2006-2008 dönemine ait veri seti üzerinde inceleme yapılmıştır.

**Anahtar Sözcükler:** Finansal performans, finansal olmayan performans ölçümleri, müşteri memnuniyeti, anormal getiri.

### Abstract

#### Relation Between External Financial Performance Indicators, Total Abnormal Return And Customer Satisfaction

Recent research in accounting-finance advocates nonfinancial measures of company performance, such as customer satisfaction, customer loyalty, product quality and market share. A growing literature suggests that nonfinancial performance measures according to current financial performance measures are better predictors of long-term financial performance. In this study, relation between customer satisfaction and return on assets, market value, stock return, abnormal return are statistically tested. To this end, a data set consisting of 37 firm using, relation between customer satisfaction and financial performance over the 2006-2008 periods were investigated.

**Keywords:** Financial performance measures, nonfinancial performance measures, customer satisfaction, abnormal return.

---

\* Doç.Dr., Hacettepe Üniversitesi, İşletme Bölümü, Beytepe-ANKARA, semra@hacettepe.edu.tr

\*\* Dr., Erzincan Üniversitesi, Refahiye Meslek Yüksekokulu, ERZİNCAN.

## GİRİŞ

Müşteri beklenti ve taleplerinin hızlı değiştiği ve ürün yaşam eğrilerinin gittikçe kısaldığı günümüz ekonomilerinde, işletmelerin varlıklarını sürdürebilmeleri her geçen gün biraz daha zorlaşmaktadır. Özellikle gerek mevcut rekabetin, gerekse makro ekonomik koşullardaki istikrarsızlığın yoğun olduğu günümüz koşullarında, performans ölçümünü doğru yapan, sonuçlarını doğru değerlendiren işletmeler rakiplerine göre avantaj kazanmaktadır. İşletmelerin iyi tasarlanmış bir performans ölçüm sistemine sahip olmasının stratejik amaçlara ulaşılmasında temel teşkil ettiği yaygın bir anlayış olarak kabul edilmektedir.

İşletmeler ve piyasa katılımcıları açısından performans ölçümü önem taşıyan bir konudur. İşletmeler ve yatırımcılar performans ölçüm sonuçlarına göre çeşitli kararlar almaktadır. Bu durumda işletme içinde ve dışında yer alan paydaşlar için performans ölçümü ve performans değerlendirmesinin güvenilir olması önem kazanmaktadır. Bunun sonucunda, finansal performans ölçümü ile birlikte finansal olmayan performans ölçümü de, rakiplerle kıyaslanmanın (benchmarking), işletme amacının ve performans ölçümünün önemli bir unsuru haline gelmektedir.

Finansal performans ölçümleri, genel olarak finansal göstergeleri kullanmakta, sadece maddi varlıkların ölçümleri ile sınırlı kalmakta, maddi olmayan varlıkları dikkate almamaktadır. Çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler gibi paydaş gruplar göz önünde bulundurulmamaktadır. Finansal performans ölçümlerinin bu yetersizliklerini ve eksikliklerini gidermek amacıyla finansal performans ölçümlerinin yanı sıra finansal olmayan performans ölçümleri de kullanılmaya başlanmıştır. Somut olan, ölçülmesi daha kolay olan kriterlerin yerine, daha az somut ya da somut olamayan, ölçülmesi ve modellenmesi zor kriterler ön plana çıkmaktadır.

İşletmelerde performans değerlendirmeye yönelik yaklaşımlar sürekli gelişen ve değişen dinamik bir süreç olarak gerçekleşmektedir. Bu süreç içinde önemini kaybeden, yeni ortaya konan, gittikçe daha fazla önem kazanan performans değerlendirme yaklaşımlarının ortaya çıktığı görülmektedir. Kısaca bu gelişim süreci en düşük maliyette, en çok üretim ve yüksek karı hedefleyen geleneksel yönetim anlayışından, günümüzün rekabet koşullarının gereği olarak müşteri memnuniyeti, çalışanların memnuniyeti, kalite, yenilik gibi çok farklı performans ölçülerine ağırlık veren anlayışlara geçiş olarak ifade edilmektedir. İşletmeler, artan rekabet ve değişen çevre koşullarına uyum sağlayabilmek için, performans göstergelerini yeniden değerlendirmektedirler. Günümüzde sadece finansal göstergelere dayalı performans ölçümleri, işletmelerin performansını değerlendirmede yeterli görülmemektedir. Özellikle muhasebe alanında son

dönemlerde her iki performans ölçümünü de dikkate alan uygulamalar dikkati çekmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalar, sadece finansal göstergelere dayalı olan performans ölçümlerinin, işletmeler için önemli olan faktörlerin ölçülmesinde yetersiz kaldıklarını ortaya koymaktadır. Bu tür problemler özellikle, çıktılarının soyut özelliğinden dolayı, performans ölçümü zor olan hizmet sektöründe daha belirgin bir şekilde hissedilmektedir.

Finansal olmayan performans ölçümleri arasında müşteri kavramı, müşteri değeri ve ölçülmesi önemli bir yere sahip olmaktadır. Özellikle müşteri memnuniyeti ve devamında müşteri sadakati ekonomik faaliyetlerin yönünü belirlemektedir. Müşteri memnuniyetini yükseltmeden ekonomik piyasalarda başarı sağlamak çok mümkün görünmemektedir. Pazar ekonomisinde işletmeler müşteri kazanmak için çaba göstermektedirler. İşletmelerin bu noktadaki başarıları karlılıklarını doğrudan etkilemektedir.

Müşteri memnuniyetinin ölçümü, işletmelerin rekabet ortamında devamlılıklarını sağlamaları, performanslarını değerlendirebilmeleri ve işletme hedeflerini belirleyebilmeleri için önemli bir faktör konumuna gelmiştir. Bu faktörü dikkate alan işletmelerin finansal göstergeleri pozitif yönlü gelişmeler göstermektedir.

Finansal olmayan ölçümlerin kullanılmasının üç temel nedeni vardır:

- Geleneksel finansal ölçümlerdeki yetersizlikler,
- Yoğun rekabet ortamı,
- İşletmelerde finansal olmayan ölçümlerin kullanımını gerektiren

Toplam Kalite Yönetimi, Tam Zamanında Üretim Sistemi, Değişim Mühendisliği gibi yaklaşımların kullanılmaya başlanmasıdır (Debusk vd., 2003: 216).

## **1. FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜMLERİ**

İşletmeler yoğun rekabet ortamında ayakta kalabilmek için, değişen pazara, müşteri taleplerine, artan rekabete, teknolojiye uyum göstermeli ve başarılı bir maliyet yönetimi ve performans ölçümü ile finansal performansa etki edebilmelidirler (Smith and Lockamy III 2000: 67; Barsky and Bremser 1999: 13).

Finansal performans ölçümünün üç temel amacı vardır; birincisi finansal performans ölçümü bir işletme amacıdır, ikincisi, finansal yönetim için bir araçtır, üçüncüsü ise finansal performans ölçümü motivasyon ve kontrol için gereklidir (Brignall, 2007: 15).

İşletmeler açısından finansal olmayan performans ölçümlerinin daha iyi anlaşılması için finansal ve finansal olmayan performans ölçümleri arasındaki ilişki ortaya konulmalı ve işletmelerin uzun dönemli finansal sonuçlara finansal olmayan performans ölçümleri ile ulaşabileceği anlaşılmalıdır (Banker vd., 2000: 3).

Finansal performans ölçüm değişkenleri olarak, büyüme ve karlılıktaki değişimin ölçümünde (genellikle varlıklar, yatırımlar veya öz sermaye ile ilgilidir) kullanılan piyasa değeri, varlıklar, sermaye, nakit akımları, satışlar ve piyasa değeri/defter değeri gibi değişkenler kullanılmaktadır (Capon vd., 1990: 1143).

## 2. FİNANSAL OLMAYAN PERFORMANS ÖLÇÜMLERİ

Performans ölçümleri, stratejilerin geliştirilmesi, geribildirim sağlanması, çalışanların motivasyonu için performans temelli ödüllendirme amacıyla kullanılmaktadır. Yöneticiler son dönemlere kadar bu amaçlar için muhasebe temelli ölçümleri kullanmaktaydı. Ancak yoğun rekabet ortamı, esnekliğin artması, müşterilerin beklentilerine hızlı cevap verme gereği, yeni üretim teknikleri, muhasebe temelli performans ölçümlerinin yetersiz kalmasına neden olmuştur (Chow and Stede, 2006: 1). Bu gelişmeler finansal performans ölçümlerinin yanı sıra finansal olmayan performans ölçümlerini de eş zamanlı kullanmayı zorunlu hale getirmiştir.

Finansal olmayan performans ölçümü, işletmelerin maddi olmayan varlıkları olarak adlandırılan varlıklarının ölçülmesini gerektirir. Maddi olmayan varlıklar, gelecekteki finansal performansın ve işletme değerinin belirleyicisi olan fiziksel olmayan varlıklar olarak tanımlanmaktadır.

Geleneksel muhasebe sistemleri finansal olmayan bilgileri sağlamazken, tüketicilerle ilgili de çok az bilgi vermektedir. Hizmet ve kalite gibi unsurlar geleneksel sistemin ilgi alanı dışında kalmaktadır. Geleneksel muhasebe sistemleri sadece, yatırımın karlılığı, karlılık düzeyi ve satış oranları gibi finansal bilgileri raporlamaktadır (Gunasekaran, 1999: 118). Ancak yönetim muhasebesi gittikçe daha fazla değer ilişkili finansal olmayan bilgilerin kullanımına yönelmektedir.

Finansal olmayan ölçümler, tarihi maliyet temelli muhasebe raporlarında fark edilmeyen maddi olmayan varlıkların değerinin anlaşılmasına yardım etmektedir. Finansal olmayan ölçüm değişkenleri çevresel, stratejik ve biçimsel/biçimsel olmayan örgütsel faktörleri kapsamaktadır (Capon vd., 1990: 1144). İşletmelerin rekabetçi çevreleri anlaşılmadan finansal olmayan performans ölçümleri ve finansal performans arasındaki ilişki doğru olarak anlaşılmaz. Finansal olmayan ölçümler yüksek rekabete duyarlı olmaktadır (Banker and Mashruwala, 2007: 764). Finansal olmayan performans ölçümlerinin kullanımı, bunları tanımayı ve finansal sonuçlarını geliştirmeyi amaçlamaktadır (Ballou vd., 2003: 11).

Performans ölçüm literatürü finansal olmayan ölçümlerin, yöneticilere stratejik amaçlar arasındaki ilişkiyi daha iyi anlama fırsatı verdiğini iddia etmektedir. Firmanın ölçüm sistemindeki finansal olmayan performans bilgilerinin, finansal ölçümlere göre çevreden doğrudan ve tam zamanında geri bildirim sağladığı savunulmaktadır (Said vd., 2003:195).

170 adet Amerikan finansal hizmet işletmesi üzerinde Ittner ve diğerleri (2003) tarafından yapılan araştırmada, finansal ve finansal olmayan performans ölçümlerini birlikte kullanan işletmelerin, sadece finansal performans ölçümlerini kullanan işletmelere göre müşteri memnuniyet düzeylerinin ve hisse senedi getirilerinin daha yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır (Davila and Foster, 2005: 1042).

Finansal olmayan performans ölçümleri maddi olmayan varlıkların değerinin ölçülmesini amaçlamaktadır. Literatürde yapılan çalışmalar finansal olmayan performans ölçümleri ile finansal performans ölçümleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Aboody ve Lev (1998) tarafından yapılan araştırmada maddi olmayan varlıklarla hisse senedi fiyatı arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ayrıca, Ittner ve Larcker (1998), müşteri memnuniyeti ve marka sermayesi gibi maddi olmayan varlıklarla hisse senedi fiyatları arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Ely ve Waymire (1999), yaptıkları çalışmada işletmelerin sahip oldukları patent ve ticari markalar, diğer maddi olmayan varlıklar ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler olduğunu göstermektedirler (Ely and Waymire, 1999: 30).

Eklöf vd., (1999), açıklanan müşteri memnuniyeti endeksine göre işletmelerin aktif karlılığındaki değişmeyi analiz etmiş, aktif karlılığı ile müşteri memnuniyeti arasında doğrusal bir ilişki saptamışlardır. Ayrıca yüksek müşteri memnuniyetine sahip işletmelerin hisse senedi fiyatlarının borsaya oranla daha fazla artış gösterdiğini grafiklerle ortaya koymuşlardır.

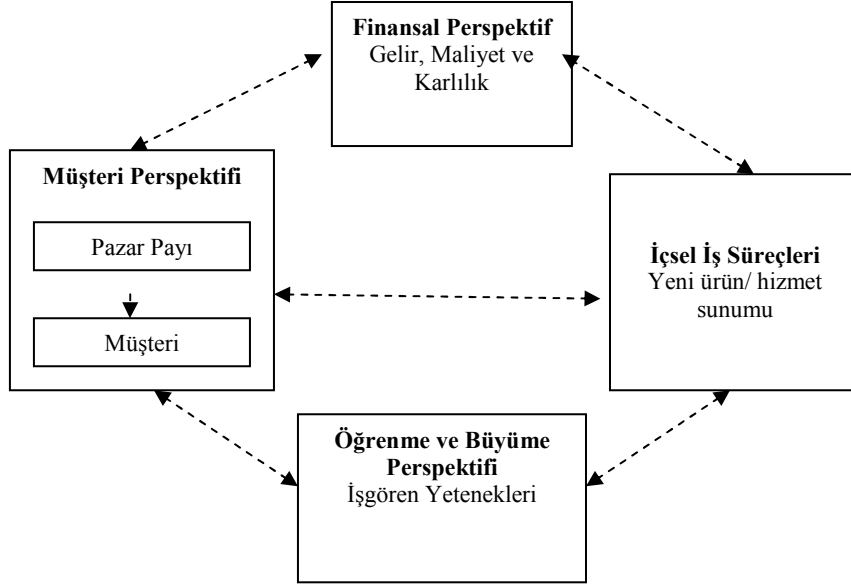
### 3. FİNANSAL VE FİNANSAL OLMAYAN PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİ

Finansal ve finansal olmayan çalışmaları inceleyen ve sonuçlarını birlikte yansıtan birçok çalışma bulunmaktadır. Çalışma sonuçları bu ilişkinin nedensel olabileceğini göstermiştir, bu ilişkiyi yönetsel kararlarda ve yönetim kontrol sistemlerinde kullanmadan önce ilişkiyi yönlendiren fak-törlerin anlaşılması önem taşımaktadır (Banker and Mashruwala, 2007: 763).

Birçok araştırma, muhasebe ölçümlerinde tam olarak yansıtılmayan kalite, müşteri ya da çalışan memnuniyeti ve firmaya özgü buluş gibi finansal olmayan performans ölçümlerinin finansal performansını geliştirdiğini ortaya koymuştur. Yazarlara göre maddi olmayan duran varlıklardaki yatırımlar tarihi finansal ölçümlere göre finansal performansın daha iyi bir göstergesi olabilmektedir (Ittner and Larcker, 1996: 1).

Finansal performans ölçümlerinin sıklıkla kullanıldığı dönemlerde işletmelerin başarısı maliyetlerin azalması, karın ve satışların artması ve gelirin ne kadar arttığı ile ölçülmekteydi. Ancak, günümüz rekabet koşullarında finansal performans ölçümlerinin yetersiz kalması nedeniyle, zaman zaman finansal olmayan performans ölçümleri de kullanılmaya başlanmıştır. Finansal olmayan performans ölçümlerinin finansal sonuçlara neden olması, bu performans ölçülerinin finansal performans ölçüleri ile birlikte kullanılmasına yol açmıştır.

Şekil 1. Çok Boyutlu Performans Ölçümleri



**Kaynak:** Bryant, L., Jones, D., A., Widener, S., K., “Managing Value Creation within the Firm: An Examination of Multiple Performance Measures”

Şekil 1. ölçümler arasındaki ilişkiyi yansıtırken hem finansal hem de finansal olmayan ölçümlerin kullanılmasında hiyerarşik sıralamada ilk basamak olarak öğrenme ve büyüme perspektifini dikkate almaktadır. Bu aşamada iş görenlerin eğitilmesi önemlidir, çünkü bu perspektifin başarılması diğer bakış açılarının geleceğini etkileyecektir. İçsel iş süreçleri perspektifi işletmenin müşterilere ilişkin amaçlarının gerçekleştirilmesini, müşteri perspektifi ise işletmenin finansal amaçlarının başarılmasını kolaylaştıracaktır. Finansal perspektif ise hiyerarşinin en üst basamağıdır. Diğer alt basamaklardaki perspektiflerin başarılmasının bir sonucu olarak ortaya çıkarmaktadır. Hiyerarşik basamaktaki bütün perspektifler diğer bakış açılarının çıktılarını önemli ölçülerde etkilemektedir (Bryant vd., 2004: 113).

Çok yönlü ölçümleri içeren bir performans ölçüm sistemi yöneticilere işgörenlerin ve firmanın davranışını denetleme imkanı vermektedir. Ekonomi ve rekabet ortamı ile ilgili değişimler konusunda yöneticileri bilgilendirmektedir (Örneğin finansal ve geleneksel göstergelerin içermediği maddi olmayan duran varlıklardaki artan rekabetle ilgili değişiklikler) (Bryant vd., 2004: 108). Bu

nedenle işletmelerdeki performans ölçümlerinin gerek finansal gerekse finansal olmayan göstergeleri içermesi önem taşımaktadır.

İşletmedeki müşteri memnuniyetinin geliştirilmesi programlarının uygulanması ve işgören yeteneklerinin artırılması yönündeki yönetimsel eylemler, pozitif nakit akımları ve faaliyet karları ile sonuçlanmaktadır. Yönetimsel eylemler ve kararlar faaliyet alanlarını etkilemesi nedeniyle yüksek faaliyet karlarına neden olmaktadır (Bryant ve diğ. 2004: 108).

#### 4. VERİLER

Analiz kapsamında İMKB’de işlem gören ve müşteri memnuniyet düzeyleri ölçülen işletmelerin 2006, 2007 ve 2008 yıllarına ilişkin verileri kullanılmıştır. Müşteri memnuniyeti endeksi çeşitli firmaları kapsamaktadır (Tüpgaz, beyaz eşya, binek otomobil, hızlı servis restoranları, cep telefonları, bireysel bankacılık, GSM hizmetleri gibi). Ancak bu sektörlerdeki firmaların tamamı İMKB’de işlem görmediğinden, çalışmaya İMKB’de işlem gören üretim-hizmet ve banka-sigorta sektörlerinde faaliyet gösteren firmalar dahil edilmiştir. Araştırmada mali yapılarındaki farklılık nedeniyle, sektör ayırımına gidilmiş, Banka-Sigorta sektörleri ve Üretim-Hizmet sektörleri olarak iki ana sektör üzerinde inceleme yapılmıştır. Çalışmada kullanılan finansal tablo verilerinin elde edilmesinde ve testlerde kullanılan değişkenlerin hesaplanmasında FINNET ile İMKB veri tabanından yararlanılmıştır.

Uygulamada kullanılan veriler ikincil veridir ve iki kaynaktan elde edilmiştir. Birincisi Müşteri Memnuniyeti Endeksleri, ikincisi İMKB. Verileri analize tabi tutulan işletme sayısı 37’dir. Müşteri memnuniyeti ölçümlerinin ülkemizde çok yeni olması nedeniyle analizde kullanılan işletme sayısı sınırlı olmaktadır.

Araştırmada kullanılan araştırma soruları aşağıdaki gibidir:

(1) Müşteri memnuniyeti ölçümleri diğer finansal muhasebe değişkenlerinin etkisi elimine edildiğinde finansal piyasa katılımcıları için yeni ve ilişkili bilgiler sağlar mı?

(2) Müşteri memnuniyeti ölçümlerinin piyasa verileri üzerindeki artan değeri nedir? Müşteri memnuniyeti ölçümleri yatırımcılara gerekli bilgileri sağlar mı?

Çalışmada üç modelin analizinde, üretim-hizmet ve banka-sigorta sektörleri iki farklı grup olarak ayrı ayrı ele alınmış ve müşteri memnuniyet



ölçümlerinin işletmeler üzerindeki etkisi incelenmiştir. Anormal getiri analizinde ise sektör ayırımı yapılmadan tüm işletmeler birlikte analize tabi tutulmuştur.

Yapılan çalışmada kullanılan varlıklar ve piyasa değeri değişkenleri normalleştirilmesi amacıyla logaritmaları alınarak analize dahil edilmiştir.

## **5. AMAÇLAR VE YÖNTEM**

Bu çalışmada ele alınan konu ile ilgili literatürde, finansal ve finansal olmayan performans ölçümleri arasındaki ilişki incelenmekte, her iki performans ölçümünün de birbirinin tamamlayıcısı niteliğinde olduğu belirtilmektedir.

Çalışmamızda da yaygın olarak kullanılan finansal ve finansal olmayan performans ölçümlerinin ortaya konulması, finansal olmayan performans ölçümlerinin ve finansal performansa etkisinin işletmeler açısından öneminin vurgulanması amaçlanmaktadır. Bu bağlamda, işletmelerin önemli finansal göstergeleri ile finansal olmayan performans göstergesi olarak kabul edilen Türkiye Müşteri Memnuniyeti Endeksi arasındaki ilişkinin test edilmesi araştırmanın temel amacını oluşturmaktadır. Çalışmada ayrıca, müşteri memnuniyeti endeksinin açıklanmasının piyasalar tarafından yeni bir bilgi olarak algılanıp algılanmadığının test edilmesi amacıyla anormal getiriler analiz edilmiş ve elde edilen bulgular raporlanmıştır

Çalışmada korelasyon ve doğrusal regresyon analizlerinden yararlanılmıştır. Korelasyon analizi ile değişkenler arasında bir ilişkinin var olup olmadığına, eğer ilişki var ise ne yönde olduğuna bakılmaktadır. Korelasyon testi ile bağımsız değişkenler arasında bir ilişkinin olup olmadığı test edilmiştir. Bağımsız değişkenler arasındaki ilişki analiz sonucunu değiştirebileceğinden, korelasyon testi sonucu birbiriyle ilişkili olduğu tespit edilen bağımsız değişkenler analize dahil edilmemiştir. Kurulan hipotezlerde değişkenler arasında doğrusal bir ilişki beklendiğinden Pearson Korelasyon Katsayıları yorumlanmaktadır.

Doğrusal regresyon analizi, değişkenler arasındaki doğrusal ilişkiyi açıklamaya yönelik bir analizdir. Doğrusal regresyon analizi ile sonuçlar tahmin edilmeye ve değişkenler arasındaki ilişki açıklanmaya çalışılmaktadır. Regresyon analizinde açıklayıcı değişkenin, açıklanan değişken üzerinde etkili olup olmadığını anlamak için F-testi uygulanmaktadır. F-testi sayesinde değişkenler arasında doğrusal bir ilişki olup olmadığı araştırılmaktadır (Akgül ve Çevik, 2003: 303).

Çalışmada ayrıca parametrik hipotez testleri (t-testi) kullanılmıştır. Parametrik hipotez testleri, parametrik olmayan hipotez testlerine göre daha güçlü ve daha esneklerdir. Parametrik testler, birçok bağımsız değişkenin, bağımlı değişken üzerindeki etkisinin incelenmesine ve birbirleriyle olan etkileşimlerinin değerlendirilmesine yardımcı olmaktadır (Akgül ve Çevik, 2003: 129).

Hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili (otokorelasyon) olup olmadığını anlamak için Durbin-Watson d testine bakılmaktadır. D-W d istatistiği 2 civarında ise, otokorelasyonun olmadığı, 0'a yakın ise pozitif korelasyonun, 4'e yakın ise, negatif otokorelasyonun olduğu belirtilebilir (Akgül ve Çevik, 2003: 316).

## 6. ARAŞTIRMA VE BULGULAR

### 6.1. Hipotez Geliştirme

Araştırmada müşteri memnuniyeti ve işletmenin dışsal finansal performans göstergeleri arasında ilişki olup olmadığı aşağıda kurulan hipotezler çerçevesinde istatistiksel olarak test edilmiştir.

**H<sub>1</sub>: İşletmelerin müşteri memnuniyet düzeyleri ile varlıkların karlılığı arasında pozitif bir ilişki vardır.**

İşletmelerin karlılık ölçümünde önemli göstergelerden biri de varlıkların karlılığıdır. Yüksek müşteri memnuniyeti olan işletmelerin, düşük müşteri memnuniyeti olan işletmelere oranla varlıklarının karlılığının daha yüksek olacağı tahmin edilmektedir. Ayrıca, satış ve karlılık oranlarının müşteri memnuniyetinden olumlu etkilenmesi sonucu varlıkların karlılığının da müşteri memnuniyeti ile pozitif yönlü bir ilişki içerisinde olması beklenmektedir.

Smith ve Wright 2004 yılında yaptıkları çalışmalarında işletmelerin varlık karlılığı ile müşteri memnuniyetleri arasında anlamlı ilişkiler olduğunu ortaya koymuşlardır. Araştırmacılar yüksek müşteri memnuniyetine sahip firmaların düşük müşteri memnuniyetine sahip firmalara göre, varlık karlılıklarının daha yüksek olduğunu tespit etmişlerdir. Firmaların sahip olduğu yüksek müşteri memnuniyeti ile birlikte satışlarında ciddi artışların meydana geldiği ve bu durumda varlık karlılığını olumlu etkilediği düşünülmektedir. Hallowell (1996) banka sektörü üzerinde yaptığı incelemede müşteri memnuniyetindeki bir birimlik artışın varlık karlılığını % 0,59 değiştirdiğini ortaya koymuştur.

**H<sub>2</sub>: İşletmelerin müşteri memnuniyet düzeyleri ile piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır.**

Literatürde raporlanan sonuçlar doğrultusunda müşteri memnuniyet düzeyi ile işletmelerin piyasa değerleri arasında anlamlı bir ilişki olması beklenmektedir. Eğer müşteri memnuniyeti işletmelerin gelecekteki finansal performansını etkileyen bir unsur ise sadece bilançoda kayıtlı varlıkları değil, aynı zamanda işletmenin piyasa değerini de pozitif yönde etkileyecektir. Müşteri memnuniyeti işletmenin maddi olmayan varlığı kabul edildiğine göre, bu varlıktaki pozitif bir değişimin işletmenin diğer varlıklarında olduğu gibi piyasa değerini olumlu yönde etkilemesi beklenmektedir. Müşteri memnuniyetindeki olumlu gelişmelerin hisse senedi fiyatlarına olumlu yansıdığı düşünüldüğünde, firmaların piyasa değerlerinin de bu gelişmeden olumlu etkileneceği öngörülmektedir.

Anderson vd., (1994) banka, havacılık, sigorta, benzin istasyonu, mobilya, giyim sektörlerinden oluşan 77 adet işletme üzerinde yaptıkları çalışmalarında müşteri memnuniyeti ile piyasa değeri arasında anlamlı ve doğrusal bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Ayrıca yazarlar (Anderson vd.) 2004 yılında yaptıkları bir diğer çalışmada 40 farklı endüstrideki 500 firmanın 1994-1997 yılları arasındaki finansal verilerini ve müşteri memnuniyeti puanlarını analize tabi tutmuş ve müşteri memnuniyetindeki küçük bir değişimin dahi piyasa değerini olumlu etkilediğini göstermişlerdir. Ittner ve Larcker (1998) Amerikan Müşteri Memnuniyeti endeksinde yer alan 140 tane firmanın verilerini incelemiş ve müşteri memnuniyeti değerindeki 1 birimlik artışın piyasa değerini (\$240milyon) ciddi anlamda artırdığını tespit etmişlerdir (Ittner, Larcker 1998). Gupta ve Zeithaml (2006) çalışmalarında müşteri memnuniyeti ve piyasa değeri arasında bu sonuçları destekler sonuçlara ulaşılmıştır.

**H<sub>3</sub>: İşletmelerin müşteri memnuniyet düzeyleri ile hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki vardır.**

Açıklanan müşteri memnuniyeti endeksleri piyasalar tarafından yeni bir bilgi olarak algılanmakta ve işletmenin değerlendirilmesinde yatırımcılara yardım etmektedir. Müşteri memnuniyet skorlarının yüksek olması piyasa tarafından müşterilerin söz konusu işletmeye duydukları güvenin bir göstergesi olarak kabul edilmekte ve bu durumda hisse senedi fiyatlarına yansımaktadır. Yüksek müşteri memnuniyeti skorları, işletmenin gelecekteki karlarının ve nakit akımlarının tahmin edilmesinde bir gösterge olarak alındığından piyasa tarafından olumlu olarak algılanmaktadır. Hisse senedi fiyatını etkileyen nakit akımlarının yüksek müşteri memnuniyetinden olumlu etkilenmesiyle birlikte hisse senedi fiyatının da pozitif yönde etkilenmesi beklenmektedir.

Müşteri memnuniyeti ile hisse senedi fiyatı arasında beklenen pozitif ilişki, müşteri memnuniyeti ile hisse senedi getirileri arasında da bir ilişki olmasını sonucunu doğurmaktadır. Yüksek müşteri memnuniyeti ile yüksek hisse senedi getirisi arasında beklenen pozitif yönlü ilişki, getirinin hisse senedi fiyatı ile ilişkisi nedeniyle öngörülmektedir.

Yeung ve Ennew (2000-2001) yaptıkları çalışmalarında hisse senedi fiyatı ile müşteri memnuniyeti, hisse senedi getirileri ile müşteri memnuniyeti arasında özellikle hizmet sektörü açısından anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Yazarlar, yüksek müşteri memnuniyetinin yüksek müşteri sadakatine neden olacağı düşüncesiyle firmalara müşterilerin ve piyasa katılımcılarının daha fazla güveneceğini ön görmektedir. Bu durumunda, hisse senedi fiyatlarına ve getirilerine olumlu yansıtacağı varsayılmaktadır.

## 6.2. Kullanılan Modeller

### 6.2.1. Birinci Model

Bu modelde, Varlıkların Karlılığı ve Müşteri Memnuniyeti arasındaki ilişki test edilmiştir. Varlıkların karlılığı önemli bir performans göstergesidir ve müşteri memnuniyetiyle pozitif yönlü bir ilişkisi olduğu öngörülmektedir. Modelde kullanılan diğer bir değişken satış büyüme oranıdır.

$$\text{VARLIKLARIN KARLILIĞI} = \beta_0 + \beta_1 \text{SATBUY} + \beta_2 \text{MME} + \varepsilon \quad (1)$$

$\beta_0$  = Sabit sayı

VARLIKLARIN KARLILIĞI= Firmanın t zamanındaki varlık karlılığını

SATBUY= Firmanın t zamanındaki satış büyüme oranı

MME= Firmanın t zamanındaki müşteri memnuniyeti endeksi puanı

$\beta_i$  = Bağımsız değişken katsayıları

$\varepsilon$  = Hata terimi

### 6.2.2. İkinci Model

İkinci modelde işletme için dışsal performans ölçümü olan piyasa değeri değişkeni ile müşteri memnuniyeti arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada işletmelerin piyasa değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

Piyasa değeri= Hisse senedinin piyasa fiyatı x İhraç edilmiş hisse senedi sayısı

Çalışılan modeldeki diğer bir değişken, varlıkların defter değeridir. Bu değişkenin kullanılmasının nedeni, piyasa değeri değişkeni üzerinde muhasebe değişkenlerinin etkisi kontrol edildikten sonra müşteri memnuniyeti ve piyasa değeri arasındaki ilişkinin test edilmesidir.

$$PD = \beta_0 + \beta_1 VAR + \beta_2 MME + \varepsilon \quad (2)$$

$\beta_0$  = Sabit sayı

PD= Firmanın t zamanındaki piyasa değeri

VAR= Firmanın t zamanındaki varlık büyüklüğü

MME= Firmanın t zamanındaki müşteri memnuniyeti endeksi puanı

$\beta_i$  = Bağımsız değişken katsayıları

$\varepsilon$  = Hata terimi

### **6.2.3. Üçüncü Model**

Analizin bu aşamasında hisse senedi getirileri ile müşteri memnuniyeti arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırmada, işletmenin hisse senedi piyasasındaki değerlendirilmesi gibi kabul edilen hisse senedi getirileri, dışsal performans ölçümü olarak kullanılarak tek değişkenli regresyon analizi yapılmıştır. Bu analizde kullanılan bağımlı değişken ise getiridir.

Getiri bir yıllık olarak hesaplanmıştır:

$$GETIRI = \beta_0 + \beta_1 MME + \varepsilon \quad (3)$$

$\beta_0$  = Sabit sayı

GETIRI= Firmanın t zamanındaki hisse senedi getirisi

$\beta_i$  = Bağımsız değişken katsayıları

MME= Firmanın t zamanındaki müşteri memnuniyeti endeksi puanı

$\varepsilon$  = Hata terimi

## 7. BULGULAR

### 7.1. İşletmenin Varlık Karlılığı Ve Müşteri Memnuniyeti Arasındaki İlişkinin Ampirik Analiz Sonuçları

#### 7.1.1. Özet İstatistikî Bilgiler

İşletmenin Varlıkların Karlılığı ve müşteri memnuniyeti arasındaki ilişkiyi test etmeyi amaçlayan üçüncü modele ait özet istatistikî bilgiler Tablo 1’de verilmiştir.

**Tablo 1. Varlıkların Karlılığı ve Müşteri Memnuniyeti İlişisini Test Etmede Kullanılan Değişkenlere İlişkin Özet İstatistikî Bilgiler**

Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
VARKAR	77	-0,15	0,26	0,067	0,152
SATBUY	76	-0,23	0,60	0,127	0,096
MME	77	8,25	9,38	8,939	0,245

Tablo1 incelendiğinde VARKAR (varlıkların karlılığı) değişkeninin ortalama değerinin (0,067), SATBUY değişkeninin ortalama değerinin (0,127) ve MME için ise söz konusu değer (8,939) olduğu görülmektedir.

**Tablo 2. Varlıkların Karlılığı ve Müşteri Memnuniyeti İlişisini Test Etmede Kullanılan Modele İlişkin Korelasyon Tablosu**

	SATBUY	VARKAR
VARKAR	0,356** 0,002	
MME	-0,065 0,577	0,376** (0,001)

\*\* ve \* sırasıyla %1 ve %5 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Korelasyon Tablosuna bakıldığında, varlıkların karlılığı ve müşteri memnuniyeti arasında,  $H_1$  hipotezini destekler nitelikte bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Varlıkların karlılığı ve müşteri memnuniyeti arasındaki ilişki pozitif yönlü ve %5 düzeyinde anlamlıdır. Satış büyüme oranı ile müşteri memnuniyeti arasında negatif yönlü bir ilişki vardır, ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

## 7.2. İşletmenin Piyasa Değeri Ve Müşteri Memnuniyeti Arasındaki İlişkinin Ampirik Analiz Sonuçları

### 7.2.1. Özet İstatistikî Bilgiler

Analizi yapılan ikinci modeldeki piyasa değeri, varlıklar ve müşteri memnuniyeti endeksi değişkenlerine ilişkin özet istatistikî bilgiler Tablo 3’de verilmiştir.

**Tablo 3. Piyasa Değeri ve Müşteri Memnuniyeti İlişisini Test Etmede Kullanılan Değişkenlere İlişkin Özet İstatistikî Bilgiler**

Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
PD	104	1,80	12,45	8,927	1,636
VAR	105	6,42	11,32	9,052	1,013
MME	105	8,19	9,38	8,772	0,906

Tablo 3 analize dahil edilen ve endeks kapsamında yer alan işletmelerin özet istatistikî bilgilerini vermektedir. Piyasa değerinin (PD), ortalama değeri (8,927)’dür. (VAR), toplam varlıklar değişkeninin ortalama değeri (9,052), (MME), müşteri memnuniyeti endeksinin ortalama değeri ise (8,772)’dir.

Piyasa Değeri ve Müşteri Memnuniyeti Endeksi arasındaki ilişkiyi test etmek için oluşturulan modelin korelasyon tabloları aşağıda gösterilmiştir.

**Tablo 4. Piyasa Değeri ve Müşteri Memnuniyeti İlişisini Test Etmede Kullanılan Modele İlişkin Korelasyon Tablosu**

	PD	VAR
VAR	0,184 0,062	
MME	0,306** 0,002	-0,471 0,285

\*\* ve \* sırasıyla %1 ve %5 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Değişkenler arasındaki ilişkilerin yönünü ve gücünü gösteren korelasyon tablosu incelendiğinde aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir;

- İşletmelerin piyasa değeri ve müşteri memnuniyeti değerleri arasındaki ilişkiyi test etmek için kurulan modelin korelasyon tablosu incelendiğinde Müşteri memnuniyeti endeksi ile piyasa değeri arasında anlamlı ilişkiler bulunmuştur.

Tablo 4'deki korelasyon tablosu incelendiğinde; (PD) piyasa değeri ile (MME) müşteri memnuniyeti arasında % 30,6'lık pozitif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir.

- (VAR) toplam varlıklar değişkeni ile (MME) müşteri memnuniyeti endeksi arasında - %47,1'lik negatif bir korelasyon ilişkisi görülmektedir. Ancak, bu negatif ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

- Elde edilen sonuçlar, piyasa değeri ile müşteri memnuniyeti endeksi arasında pozitif bir ilişki olduğunu ve endeksin işletmelerin piyasa değerini etkilediğini ortaya koymaktadır.

### 7.3. Hisse Senedi Getirileri Ve Müşteri Memnuniyeti Arasındaki İlişkinin Ampirik Analiz Sonuçları

#### 7.3.1. Özet İstatistik Bilgiler

Analizde kullanılan üçüncü model hisse senedi getirileri ve müşteri memnuniyeti endeksi arasındaki ilişkiyi test etmeyi amaçlamaktadır. Aşağıda GETIRI ve MME değişkenlerine ilişkin özet istatistik bilgileri verilmektedir.

**Tablo 5. Hisse Senedi Getirileri ve Müşteri Memnuniyeti İlişisini Test Etmede Kullanılan Değişkenlere İlişkin Özet İstatistik Bilgiler**

Değişkenler	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
GETIRI	105	-0,97	2,27	0,010	0,505
MME	106	8,19	9,38	8,859	0,269

Üçüncü modelde yer alan GETIRI değişkeninin ortalama değeri (0,010) ve MME'nin ortalama değeri (8,859) olarak bulunmuştur.

Üçüncü modele ilişkin değişkenlerin korelasyon tablosu aşağıda sunulmuştur.

**Tablo 6. Hisse Senedi Getiri ve Müşteri Memnuniyeti İlişisini Test Etmede Kullanılan Modele İlişkin Korelasyon Tablosu**

	GETIRI
MME	0,332** 0,001

\*\* ve \* sırasıyla %1 ve %5 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.



Değişkenler arasındaki ilişkilerin yönünü ve gücünü gösteren korelasyon tablosu incelendiğinde aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir;

- İşletmelerin hisse senedi getirileri ve müşteri memnuniyeti değerleri arasındaki ilişkiyi test etmek için kurulan modelin korelasyon tablosu incelendiğinde Müşteri Memnuniyeti Endeksi ile hisse senedi getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler bulunmuştur.

- Tablo 5'deki ve 6'daki korelasyon tabloları incelendiğinde; GETIRI değişkeni ile (MME) müşteri memnuniyeti endeksi arasında % 33,2'lik pozitif bir korelasyon ilişkisi olduğu ve bu ilişkinin de %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir.

- Elde edilen sonuçlar, hisse senedi getirileri ile müşteri memnuniyeti endeksi arasında pozitif bir ilişki olduğunu ve endeksin işletmelerin hisse senedi getirilerini etkilediğini ortaya koymaktadır.

## 8. MODELLERİN SONUÇLARI

### 8.1. Birinci Modelin Sonuçları

Varlıkların karlılığı ve müşteri memnuniyeti arasındaki ilişkiyi test eden üçüncü modelde yer alan değişkenlere ilişkin regresyon analizi sonuçları Tablo 7.'de gösterilmiştir. Bu analizde sektör ayırımı yapılmaksızın, analiz tüm sektörler için yapılmıştır.

**Tablo 7. Tüm Sektörler İçin Elde Edilen Sonuçlar**

Varlıkların Karlılığı	Sabit Katsayı $\beta_0$	SATBUY $\beta_1$	MME $\beta_2$	Düzeltilmiş $R^2$	F Değeri	Durbin-Watson d
2006	-2,121 (0,046)**	2,292 (0,032)**	2,169 (0,042)**	0,231	4,458 (0,024)**	1,261
2007	-2,037 (0,053)**	2,263 (0,033)**	2,159 (0,042)**	0,239	4,921 (0,017)**	2,519
2008	-2,202 (0,038)**	2,394 (0,025)**	2,234 (0,036)**	0,237	4,872 (0,017)**	2,390
Panel	-3,745 (0,000)***	3,816 (0,000)***	3,865 (0,000)***	0,255	13,851 (0,000)***	2,012

Tablo 7'de analiz kapsamında yer alan tüm işletmelerin varlık karlılığı (VARKAR) ile müşteri memnuniyeti (MME) arasındaki ilişki incelenmiştir. Varlık karlılığı ile müşteri memnuniyetinin analiz edildiği ilk modelde bağımsız değişkenlerin katsayıları bütün yıllar için pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı

bulunmuştur. Regresyon analizi sonuçlarına baktığımızda varlıkların karlılığı ile müşteri memnuniyeti arasında pozitif bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Bu ilişki, bütün yıllar için %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu sonuç,  $H_1$  hipotezini destekler niteliktedir. Tüm verilerin analize dahil edildiği panel regresyon sonuçları da pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Panel regresyon sonuçları %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. Regresyon analizi sonucu elde edilen anlamlılık düzeyi literatürdeki sonuçları desteklemektedir. Literatürde yapılan çalışmalarda istatistiksel anlamlılık düzeyinin bu model için genelde %5 olduğu görülmektedir. Analizde elde edilen F değerinin de bütün yıllar için %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Yani F testi sonucu varlık karlılığı ile müşteri memnuniyeti arasında doğrusal bir ilişki olduğu ortaya konmaktadır. Modelin açıklama gücünü ifade eden düzeltilmiş  $R^2$  değerinin bütün yıllar için %23, panel regresyon modeli için ise %25 düzeylerinde olduğu görülmektedir. Literatürdeki çalışmalarda düzeltilmiş  $R^2$  değeri %30 ile %54 arasında değerlere sahiptir. Bu çalışmada  $R^2$  değerinin daha düşük çıkmasının nedeni, analize tabi tutulan firma sayısının sınırlı olmasından kaynaklanabilmektedir. Durbin-Watson d testi sonuçlarına bakıldığında ise, elde edilen değerlerin 2 civarında olması nedeniyle hata terimleri arasında otokorelasyonun (hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olması durumu) olmadığı sonucuna varılabilmektedir. Analiz sonucunda elde edilen bulgular, literatürdeki çalışmaları (Smith ve Wright 2004; Guo ve diğerleri 2004; Anderson ve diğerleri 1994) desteklemektedir.

Elde edilen sonuçlar müşteri memnuniyeti ile varlık karlılığı arasında doğrusal ve pozitif yönlü bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Müşteri memnuniyetindeki artış firmaların varlık karlılığını da artıracaktır.

## 8.2. İkinci Modelin Sonuçları

İkinci modelde piyasa değeri ve müşteri memnuniyeti arasındaki ilişki test edilmiştir. Modelin amacı bilanço bilgilerinin etkisi kontrol edildikten sonra, müşteri memnuniyeti gibi finansal olmayan bilgilerin işletmelerin piyasa değerini etkileyip etkilemediğinin test edilmesidir. Bilanço bilgilerinin etkisini kontrol etmek için analize toplam varlıklar değişkeni dahil edilmiştir.

**Tablo 8. Banka-Sigorta Sektörü İçin Elde Edilen Sonuçlar**

PİYASA DEĞERİ	Sabit Katsayı $B_0$	VAR $\beta_1$	MME $\beta_2$	Düzeltilmiş $R^2$	F Değeri	Durbin-Watson d
2006	-3,682 (0,021)**	9,147 (0,001)***	3,638 (0,022)**	0,937	35,566 (0,002)***	1,993
2007	-4,176 (0,009)***	-0,782 (0,470)	4,914 (0,004)***	0,789	10,993 (0,012)**	3,309
2008	-3,126 (0,026)**	3,761 (0,013)**	3,254 (0,023)**	0,949	50,916 (0,000)***	2,671
Panel	-2,088 (0,048)**	2,927 (0,008)***	2,305 (0,031)**	0,263	5,451 (0,012)**	1,632

\*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

**Tablo 9. Üretim-Hizmet Sektörü İçin Elde Edilen Sonuçlar**

PİYASA DEĞERİ	Sabit Katsayı $\beta_0$	VAR $\beta_1$	MME $\beta_2$	Düzeltilmiş $R^2$	F Değeri	Durbin-Watson d
2006	-0,442 (0,663)	5,225 (0,000)***	2,348 (0,028)**	0,527	10,302 (0,000)***	2,032
2007	-3,833 (0,001)***	5,008 (0,000)***	3,502 (0,002)***	0,638	15,101 (0,000)***	1,477
2008	-2,161 (0,042)**	3,093 (0,006)***	2,792 (0,011)**	0,314	4,657 (0,012)**	2,472
Panel	0,742 (0,460)	2,486 (0,015)**	2,424 (0,017)**	0,073	5,035 (0,008)***	1,730

\*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Piyasa değeri ile müşteri memnuniyeti arasındaki ilişkinin incelendiği analizin sonuçları Banka-Sigorta sektörleri için Tablo 8’de gösterilmiştir. Tablo incelendiğinde, piyasa değeri ile müşteri memnuniyeti arasında pozitif ve 2006-2008 yılları için %5 düzeyinde, 2008 yılı için %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Toplam varlıklarla (VAR) piyasa değeri arasında 2007 yılında %1 düzeyinde, 2006-2008 yıllarında %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki vardır. Müşteri memnuniyeti ile piyasa değeri arasındaki ilişki panel regresyon analizi için de %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 9 Üretim-Hizmet sektörleri için regresyon analizi sonuçlarını vermektedir. Analizdeki bütün değişkenler ile piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar bulunmuştur. Müşteri memnuniyeti ile piyasa değeri arasında her üç yıl için de pozitif yönlü bir ilişki olduğu

görülmektedir. 2007 yılı için %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olan bu ilişki 2006-2008 yılları için %5 düzeyinde anlamlıdır. Modelde yer alan diğer değişkenlerle piyasa değeri arasında da istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler olduğu tablodan anlaşılmaktadır. Literatürdeki çalışmalara bakıldığında, her iki sektör için de piyasa değeri ile müşteri memnuniyeti arasında istatistiksel olarak anlamlı (%1 ve %5 düzeyinde) ilişkiler bulunduğu görülmektedir.

Modelde F değeri piyasa değeri ile müşteri memnuniyeti arasında aranan doğrusal ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır. Tablolara bakıldığında, F değerinin panel regresyon analizi de dahil bütün yıllar için istatistiksel olarak anlamlı olduğu anlaşılmaktadır. Bu sonuçlar literatürdeki çalışmaları da destekler niteliktedir.

Banka-Sigorta sektörleri için modelin düzeltilmiş  $R^2$  değerleri 2006 yılı için %94, 2007 yılı için %79 ve 2008 yılı için %95 olarak bulunmuştur. Bu değerler özellikle müşteri ilişkilerinin önemli olduğu bu sektörlerde modelin açıklama gücünün yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Üretim-Hizmet sektöründe düzeltilmiş  $R^2$  değeri banka-sigorta sektörüne göre daha düşük olmakla birlikte, literatürle uyumlu sonuçlar ortaya konmaktadır. Üretim-Hizmet sektörü için düzeltilmiş  $R^2$  değeri %30 ile %60 arasında değişmektedir. Panel regresyon için ise bu değer %7 olmaktadır. Düzeltilmiş  $R^2$  değeri literatürde yapılan çalışmalarda %3'e kadar düşebilmektedir.

Modelin Durbin-Watson d testi ise her iki sektör içinde hata terimlerinde otokorelasyonun olmadığını göstermektedir.

Her iki sektör için yapılan analiz incelendiğinde,  $H_2$  hipotezini destekleyen sonuçlar elde edildiği görülmektedir. Analiz sonuçları her iki sektör için de piyasa değeri ile müşteri memnuniyeti arasındaki doğrusal ve pozitif yönlü ilişkiyi ortaya koymaktadır. Bu doğrultuda, firmaların müşteri memnuniyeti değerlerinde meydana gelen olumlu gelişmelerin piyasa değerlerini de olumlu etkileyeceği sonucuna varılabilmektedir. Sonuçlar literatürdeki (Fornell ve diğ. 2006; Ittner ve Larcker 1998) araştırmaları destekler niteliktedir.

### 8.3. Üçüncü Modelin Sonuçları

Hisse senedi getirileri işletmeler için dışsal performans ölçütü olarak kabul edilmektedir. Bu değişken işletmenin değeri konusunda piyasa katılımcılarına bilgi sağlayan bir değişkendir. Getiri modeli, müşteri memnuniyeti gibi finansal olmayan bir bilginin değerlendirilmesinde kullanılabilir. Üçüncü modelde, müşteri memnuniyeti endeksi bilgisi ile hisse

senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmektedir. Tablo 10'da ve Tablo 11'de sektörler için regresyon analizi sonuçları verilmiştir.

**Tablo 10. Banka-Sigorta Sektörü İçin Elde Edilen Sonuçlar**

GETİRİ	Sabit Katsayı $\beta_0$	MME $\beta_1$	Düzeltilmiş $R^2$	F Değeri	Durbin-Watson d
<b>2006</b>	-3,457 (0,011)**	3,380 (0,012)**	0,566	11,422 (0,012)**	2,806
<b>2007</b>	-2,419 (0,046)**	2,471 (0,043)**	0,390	6,105 (0,043)**	1,971
<b>2008</b>	-3,070 (0,018)**	3,007 (0,020)**	0,501	9,039 (0,020)**	1,440
<b>Panel</b>	-2,788 (0,010)**	2,777 (0,010)**	0,205	7,714 (0,010)**	1,092

\*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir

**Tablo 11. Üretim-Hizmet Sektörü İçin Elde Edilen Sonuçlar**

GETİRİ	Sabit Katsayı $\beta_0$	MME $\beta_1$	Düzeltilmiş $R^2$	F Değeri	Durbin-Watson d
<b>2006</b>	-1,193 (0,245)	1,256 (0,222)	0,023	1,578 (0,222)	1,486
<b>2007</b>	-1,597 (0,123)	1,578 (0,128)	0,056	2,491 (0,128)	1,795
<b>2008</b>	-3,392 (0,002)***	3,176 (0,004)***	0,267	10,090 (0,004)***	1,894
<b>Panel</b>	-3,546 (0,001)***	3,552 (0,001)***	0,101	12,615 (0,001)***	1,158

\*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir

Üçüncü modelde, hisse senedi getirileri ve müşteri memnuniyeti arasındaki ilişkinin incelenmiştir. Tablo 10 ve Tablo 11 sırasıyla Banka-Sigorta ve Üretim-Hizmet sektörlerinin regresyon analizi sonuçlarını vermektedir.

Banka-Sigorta sektörleri regresyon analizi sonuçlarına bakıldığında, her üç yıl ve panel regresyon için %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir.

Üretim-Hizmet sektörleri regresyon analizi sonuçlarının verildiği Tablo 11 incelendiğinde; Üretim-Hizmet sektörleri için de, getiri ile müşteri

memnuniyeti arasında pozitif yönlü, ancak bu ilişkinin de 2006 ve 2007 yılları için istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. 2008 yılı ve panel regresyon için ise %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki vardır.

Modelde F testi sonuçlarının, banka ve hizmet sektörü için bütün yıllarda %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Üretim-Hizmet sektörü analiz sonuçlarına bakıldığında ise 2006-2007 yıllarında hisse senedi getirileri ile müşteri memnuniyeti arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı ortaya çıkmaktadır. Literatürde, hisse senedi ile müşteri memnuniyeti arasındaki ilişkinin test edildiği çalışmalarda, özellikle kişisel ilişkilerin önemli olduğu sektörlerde (banka-sigorta sektörü gibi) daha anlamlı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Yeung ve Ennew tarafından yapılan çalışmalarda F testi sonucunda, özellikle finansal hizmetlerin sunulduğu sektörlerde anlamlılık düzeyinin %1, diğer sektörleri için ise %1, %5 ve %10 arasında değiştiği gözlenmektedir (Yeung and Ennew, 2000-2001).

Hisse senedi getirileri ve müşteri memnuniyeti ilişkisinin test edildiği üçüncü modelin düzeltilmiş  $R^2$  sonuçları %2 ile %57 arasında değişirken, temel alınan literatürdeki çalışmalarda düzeltilmiş  $R^2$  değerleri %1 ile %25 arasında değişmektedir.

Durbin-Watson d testi ise bu model içinde otokorelasyonun olmadığını ortaya koymaktadır.

Tüm sektörler için regresyon analizi sonuçları incelendiğinde, hisse senedi getirileri ile müşteri memnuniyeti arasında, müşteri ilişkilerinin daha önemli olduğu Banka-Sigorta sektöründe anlamlı ve pozitif yönlü,  $H_3$  hipotezini destekler yönde bir ilişki olduğu görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, müşteri memnuniyeti endeksi bilgileri piyasa tarafından yeni bir bilgi olarak kabul edilmekte ve hisse senedi getirilerine yansımaktadır. Analiz sonucunda elde edilen bulgular literatürdeki (Yeung ve Ennew 2001) sonuçlarla benzerlik göstermektedir.

Üretim-Hizmet sektörleri için ise müşteri memnuniyeti bilgisinin, getiri açısından piyasa katılımcıları tarafından dikkate alınmadığı anlaşılmaktadır. 2006-2007 yılları, Üretim-Hizmet sektörü analiz sonuçları bu yönde kurulan hipotezi desteklememektedir.

Elde edilen sonuçlar müşteri memnuniyeti ölçümlerinin ve sonuçlarının hisse senedi getirilerini etkilediğini ortaya koymaktadır. Endeks ölçümleri firmalara olan güven olarak algılanmakta bu da hisse senedi getirilerine yansımaktadır. Banka-Sigorta sektörlerinde Üretim-Hizmet sektörüne göre

müşteri ilişkilerinin daha önemli olması analiz sonuçlarına da yansımış, ilk sektör için hisse senedi getirileri ile müşteri memnuniyeti arasında tüm yıllar için doğrusal bir ilişki bulunurken, Üretim-Hizmet sektörü için bu ilişki sadece 2008 yılında ve panel regresyonda bulunmuştur.

## **9. ANORMAL GETİRİNİN TEST EDİLMESİ**

Araştırmada önceki analizlerin yanı sıra, müşteri memnuniyeti endeksinin açıklanmasından sonra, endeks kapsamındaki işletmelerin hisse senetleri için fazla bir getiri sağlanıp sağlanmadığı test edilmiştir. Fazla getiriler, endeksin piyasaya açıklanmaması halinde elde edilecek olan normal getirilerden yüksek ve düşük olan getirilerdir. Bu getiriler olay günündeki toplam pazar endeksi getirisinin performansı ile ilişkilendirilir ve “anormal getiriler” (abnormal returns) olarak adlandırılır.

Literatürde yapılan çalışmalarda piyasalar tarafından yeni bir bilgi olarak algılanan haberlerin hisse senetlerinde anormal getirilere neden olabildiği tespit edilmiştir. Müşteri memnuniyeti ölçümlerinin de firmalar hakkında yeni bir bilgi olduğu kabul edildiğinde, hisse senedi getirilerinin etkileneceği beklenmektedir. Bu bağlamda, Nayyar (1995) yaptığı araştırmada 68 farklı endüstriden 106 firmayı incelemiştir. Çalışma sonucunda, müşteri memnuniyeti ile ilgili olumsuz haberlerin kümülatif anormal getirileri düşürdüğü, olumlu haberlerin ise kümülatif anormal getirilerde artışa neden olduğu ortaya konulmuştur.

Bu çalışmanın metaryalini, İMKB ‘de işlem gören ve endeks kapsamında yer alan, endeksin açıklandığı olay günü ve olay gününden 5 gün öncesi, 5 gün sonrası ile 10 gün öncesi, 10 gün sonrasını kapsayan ilgili işletmelerin günlük getiri oranları oluşturmaktadır. Bu getiri oranları Finnet ve İMKB aracılığıyla edinilmiştir.

Hisse senetlerinin ve endeksin getirisi aşağıdaki süreç izlenerek hesaplanmıştır (Kaderli ve Demir, 2009: 50).

Anormal getirilerin ölçülmesinde istatistiksel ve ekonomik modeller kullanılmaktadır. İstatistiksel modeller, herhangi bir ekonomik teoriye dayanmayan ve fiyat davranışları konusundaki istatistiki varsayımlardan ortaya çıkan modellerdir. Bu modeller, sabit ortalama getiri modeli, piyasa modeli ve faktör modelleridir. Ekonomik modeller ise, sermaye varlıklarını fiyatlama modeli (CAPM) ve arbitraj fiyatlama modeli (APT)’dir (Campbell ve diğerleri 1997: 153). Bu çalışmada tercih edilen model piyasa modelidir. Literatürde en çok kullanılan modeller piyasa modeli ve sermaye varlıklarını fiyatlama

modelidir. Uygulamada sermaye varlıklarını fiyatlama modelinde, bir hisse senedinin piyasa endeksi ile olan ilişkisi tek faktörlü bir model olan, piyasa modeli ile gösterilmektedir. Piyasa modeli, hisse senedi getirisini piyasa getirisi ile ilişkilendiren bir modeldir. Piyasa modeli ile hisse senedinin beklenen getirileri ile piyasa endeksinin beklenen getirileri arasında matematiksel bir ilişki kurulması söz konusudur. Her iki modelde piyasayı kapsamına rağmen, piyasa modelinde piyasa endeksinin (İMKB 100 gibi) kullanılması, modelin genişçe yorumlanmış bir piyasa örneğine dayanmasını sağlamaktadır. Sermaye varlıklarını fiyatlama modelinde kullanılan piyasa portföyünün kombinasyonu tam olarak bilinmediğinden, piyasa modelinin piyasa endeksini kullanması modele üstünlük sağlamaktadır. Ancak modelin tek faktörlü bir model olması ve hisse senedinin getirilerini sadece piyasa endeksinin getirisi ile ilişkilendirmesi başka faktörleri dikkate almaması önemli bir dezavantajdır (Karan, 2004: 213).

Bu matematiksel ilişkinin ifadesi şu şekildedir;

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Burada:

$r_{it}$  : i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini,

$r_{mt}$  : t günündeki piyasa getirisini (İMKB 100 Endeksinin getirisi),

$\alpha_i$  : modeldeki sabit katsayıyı,

$\beta_i$  : hisse senedinin sistematik riskini (eğimi),

$\varepsilon_{it}$  : hata terimini göstermektedir.

Çalışmada endeks kapsamındaki hisse senetleri ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Buna göre endeksin açıklandığı gün “olay günü”, diğer bir ifade ile “t=0” olduğu gün olarak kabul edilmiştir. Böylece o günden bir önceki gün “t=-1” ve bir sonraki gün ise “t=+1” olacaktır. Her bir hisse senedi için kurulan modelde gözlem, beş günlük anormal getiriler için “t=-5” ve “t=+5”, on günlük anormal getiriler için ise “t=-10” ve “t=+10” günleri için yapılmıştır.

Hisse senedi (i)'nin (t) günündeki getirisi ( $r_{i,t}$ ), (t) ayı ile bir önceki günün (t-1) kapanış fiyatları ( $P_{i,t-1}$  ve  $P_{i,t}$ ) arasındaki değişimdir;

$$r_{i,t} = [(P_{i,t} / P_{i,t-1}) - 1] \times 100 \quad (5)$$



Benzer şekilde piyasanın (t) günündeki getirisi ( $r_{m,t}$ ), İMKB endeksinin (t) günü ile bir önceki günün (t-1) kapanış değerleri ( $P_{m,t-1}$  ve  $P_{m,t}$ ) arasındaki değişimdir;

$$r_{m,t} = [(P_{m,t} / P_{m,t-1}) - 1] \times 100 \quad (6)$$

Hisse senedi (i)'nin endekse göre (t) günündeki anormal getirisi ( $ar_{it}$ ), hisse senedi getirisi ( $r_{i,t}$ ) ile endeks getirisi ( $r_{m,t}$ ) arasındaki farktır.

$$ar_{it} = r_{i,t} - r_{m,t} \quad (7)$$

Anormal getiriler hesaplandıktan sonra yıllara göre pozitif ve negatif anormal getiriler hesaplanmıştır. Beş günlük anormal getiriler için hisse senedinin endekse göre ortalama pozitif ve negatif anormal getirileri ( $AR_t$ ),  $-5 \leq t \leq +5$  günlerindeki anormal getirilerinin ( $ar_{it}$ ) eşit ağırlıklı aritmetik ortalamasıdır.

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ar_{it} \quad (8)$$

Son aşamada, hesaplanan ortalama anormal getiriler, sırasıyla birbirleriyle toplanarak, kümülatif anormal getiriler ( $CAR_t$ ) hesaplanmıştır. Başka deyişle;

$$CAR_t = \sum_{i=1}^n AR_t \quad (9)$$

Araştırmada, müşteri memnuniyeti endeksinin açıklanmasını takip eden 5 günlük ve 10 günlük pozitif ve negatif getiriler dikkate alınmıştır. Sürenin on gün ile sınırlandırılmasının nedeni, hisse senedi getirilerini etkileyen diğer faktörlerin etkisini en aza indirmektir. Analizde beş günlük ve on günlük hisse senedi getirileri (pozitif ve negatif) ile müşteri memnuniyeti endeksi arasındaki ilişki aşağıdaki eşitlik kullanılarak test edilmiştir.

$$CAR_t = \beta_0 + \beta_1 MME + \varepsilon \quad (10)$$

### **9.1. Kümülatif Anormal Getiri Ve Müşteri Memnuniyeti Arasındaki İlişkinin Ampirik Analiz Sonuçları**

Bu analizin amacı, endeksin piyasaya açıklandığı günün etrafında fazla bir getirinin elde edilip edilemeyeceğinin tespit edilmesidir. Fazla getiri literatürde anormal getiri olarak ifade edilmektedir.

Araştırmadaki regresyon analizi sonuçları, müşteri memnuniyeti göstergesinin, hisse senedi piyasası katılımcıları için, gittikçe değeri artan bir gösterge olduğunu ortaya koymaktadır. Anormal getiri testi, müşteri memnuniyeti ölçümlerinin hisse senedi piyasası için yeni bir bilgi kaynağı olup olmadığını test etmek amacıyla yapılmıştır. Analizde, işletmelerin müşteri memnuniyet puanları ilk açıklandıktan sonra hisse senedi piyasasının tepkisinin ölçülmesi amaçlanmaktadır. Bu nedenle işletmelerin müşteri memnuniyeti ölçümlerinin açıklandığı olay gününü takip eden  $\pm 5$  ve  $\pm 10$  günlük sürelerde pozitif ve negatif kümülatif anormal getiriler incelenmiştir.

Tablo 12’de 5 ve 10 günlük kümülatif anormal getiriler ve müşteri memnuniyeti arasındaki ilişkinin regresyon analizi sonuçları verilmiştir.

**Tablo 12. Kümülatif Anormal Getiriler ve Müşteri Memnuniyeti İlişkisinin Sonuçları**

	Sabit Katsayı $\beta_0$	MME $\beta_1$	Düzeltilmiş $R^2$	F Değeri	Durbin-Watson d
<b>5 Günlük Kümülatif Anormal Getiri</b>					
<b>2006</b>	1,201 (0,240)	-1,217 (0,235)	0,017	1,480 (0,235)	1,750
<b>2007</b>	-3,152 (0,003)***	3,152 (0,003)***	0,208	9,938 (0,003)***	2,078
<b>2008</b>	-1,226 (0,230)	1,246 (0,223)	0,019	1,553 (0,223)	1,913
<b>10 Günlük Kümülatif Anormal Getiri</b>					
<b>2006</b>	0,986 (0,333)	-1,016 (0,319)	0,001	1,033 (0,319)	1,575
<b>2007</b>	-2,245 (0,032)**	2,189 (0,036)**	0,100	4,790 (0,036)**	2,021
<b>2008</b>	-2,081 (0,047)**	2,113 (0,044)**	0,110	4,463 (0,044)**	2,086

\*\*\*, \*\* ve \* sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 12 incelendiğinde; 5 günlük pozitif ve negatif kümülatif anormal getiriler ile müşteri memnuniyeti arasında 2006 yılı için negatif yönlü, ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki söz konusudur. 2007 yılı için pozitif ve istatistiksel olarak %1 düzeyinde anlamlı bir ilişki bulunmuştur. 2008

yılı incelendiğinde ise, pozitif yönlü ancak, istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki olduğu görülmektedir.

10 günlük pozitif ve negatif kümülatif anormal getirilerle müşteri memnuniyeti arasındaki regresyon analizi sonuçlarına bakıldığında, 2006 yılı dışındaki yıllar için (2007-2008 yılları için), pozitif ve %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. 2006 yılı için ise negatif yönlü ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir ilişki söz konusudur. Müşteri memnuniyeti değişkeninin katsayısının ( $\beta_1$ ), pozitif çıkması, müşteri memnuniyeti puanlarının açıklanmasının, piyasa katılımcıları tarafından yeni ve hisse senedi fiyatı ile ilişkili bir bilgi olarak algılandığı şeklinde yorumlanabilmektedir.

Modelin F testi sonuçlarının, 5 günlük anormal getiriler açısından 2006 ve 2008 yılları için, 10 günlük kümülatif anormal getiriler için ise 2006 yılı için anlamlı olmadığı görülmektedir.

Modelin açıklama gücü anlamına gelen düzeltilmiş  $R^2$  değeri %1 ile %20 arasında değişmektedir. Özellikle test sonuçlarının anlamlı çıkmadığı yıllardaki  $R^2$  değerlerinin oldukça düşük (%01) çıktığı tablodan anlaşılmaktadır.

Hata terimleri arasında ilişki olmadığı Durbin-Watson d testi sonuçlarından anlaşılmaktadır.

Müşteri memnuniyeti ölçümlerinin hisse senetlerinde anormal getirilere neden olması literatürle uyumlu bir sonuçtur. Ancak bu ilişkinin 2006 yılında istatistiksel olarak anlamsız çıkması müşteri memnuniyeti ölçümlerinin ülkemizde henüz çok yeni olmasından ve piyasa katılımcıları tarafından çok fazla bilinmemesinden kaynaklanabilmektedir.

## **SONUÇ VE DEĞERLENDİRMELER**

Performans ölçümü işletmeler için gittikçe artan bir öneme sahiptir. İşletmelerin performanslarını ölçmeleri, eksikliklerini belirlemeleri ve geleceklerini öngörmeleri açısından anlamlı olmaktadır. Ancak bu ölçümlerin maddi varlıklara dayanması, maddi olmayan varlıkların ihmal edilmesi yanlış sonuçlara neden olabilmektedir. Oysa maddi olmayan varlıklar, işletmeler için oldukça fazla öneme sahiptir. İşletmelerin rekabet üstünlüğü sağlamaları büyük ölçüde maddi olmayan varlıklara bağlıdır.

Finansal olmayan performans ölçümlerinin, finansal performansa ilişkin iyi bir gösterge olabileceği çalışma boyunca vurgulanmıştır. Diğer bir ifadeyle,

finansal performans ölçümleri gelecek dönemdeki finansal performans göstergelerinin tahmininde önemli bir işleve sahip olmaktadır. Buna göre, finansal olmayan performans ölçümlerinin pozitif yönde değişmesi, finansal performansın da pozitif yönde değişeceğinin belirtisi olabilmektedir. Finansal olmayan performans ölçümlerinin göz ardı edilmesi, işletmelerin gelecekteki finansal performansının öngörülmesinde yanlış sonuçlara neden olabilecektir. Finansal olmayan performans ölçümlerine ilginin artmasının nedeni, rekabetin artması, pazarlar arasındaki sınırların kalkması ve müşteri değerinin gittikçe önem kazanmasından dolayıdır.

Finansal olmayan performans ölçümlerine yönelik son yıllarda yapılan çalışmalar, özellikle müşteri memnuniyeti ve müşteri sadakatine odaklanmıştır. Müşteri memnuniyetini ve müşteri sadakatini sağlayabilen işletmelerin bu durumları, finansal göstergelere de yansımaktadır.

Bu çalışma kapsamında, İMKB’de işlem gören ve müşteri memnuniyeti endeksi kapsamında yer alan işletmelerin finansal performanslarının endeksten etkilenip etkilenmediği test edilmeye çalışılmıştır. Çalışma, endeksin 2006 yılında ilk defa açıklanması nedeniyle, müşteri memnuniyetinin etkilerinin ve dolayısıyla finansal olmayan performans ölçümlerinin önemini incelemesi bakımından önem taşımaktadır.

Müşteri memnuniyeti ve finansal performans arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla 37 işletmenin 2006-2008 dönemine ilişkin verileri üzerinde inceleme yapılmıştır. Analizde, Banka-Sigorta ve Üretim-Hizmet sektörleri ayrı ayrı incelenmiştir. Finansal performans göstergeleri belirlenirken, finansal performansın ölçümünde yaygın olarak kullanılan değişkenler seçilmesine dikkat edilmiştir.

Yapılan analizlerde çok değişkenli regresyon analizlerinden yararlanılmıştır. Çok değişkenli regresyon analizinde piyasa değeri, varlıkların karlılığı değişkenleri ile müşteri memnuniyeti arasındaki ilişki test edilmiş ve ulaşılan sonuçlar aşağıda özetlenmiştir.

Müşteri memnuniyetinin önemini ortaya koymak amacı ile literatürdeki çalışmalara (Yeung and Ennew, 2000; Yeung and Ennew, 2001; Ittner and Larcker,1998; Smith and Wright, 2004; Dardan vd., 2006-2007; Fornell and diğerleri 2006) benzer bir metodoloji takip edilmiş ve müşteri memnuniyeti ile finansal performans göstergeleri olarak kabul edilen değişkenler arasındaki ilişki incelenmiştir. Ayrıca analizde, müşteri memnuniyeti endeksi açıklandıktan sonra, hisse senedi piyasasının tepkisini ölçmek amacıyla kümülatif anormal getiriler ile müşteri memnuniyeti arasındaki ilişki test edilmiştir.

Dışsal performans ölçümleri seçilirken, işletmenin değeri konusunda piyasa katılımcılarına bilgi sağlayan değişkenlerin seçilmesine dikkat edilmiştir. Bu çerçevede kullanılan değişkenler, piyasa değeri, hisse senedi getirisi ve varlıkların karlılığı değişkenleridir. Seçilen bu değişkenler çoğunlukla literatürde kullanılan değişkenler olmaktadır.

Çalışmada oluşturulan model dışsal performans ölçümleri ile müşteri memnuniyeti arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla oluşturulmuştur. Her iki sektör içinde, varlıkların karlılığı, piyasa değeri ile müşteri memnuniyeti arasında incelenen ilişkide istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılrken, getiri modelinde Üretim-Hizmet sektörü için sadece 2008 yılında anlamlı sonuçlar elde edilmiştir. 2006-2007 yılları için pozitif bir ilişki bulunmuştur, ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlılığa sahip değildir.

Müşteri memnuniyeti endeksi açıklamalarının hisse senedi piyasası katılımcıları için yeni bir bilgi kaynağı olup olmadığını test etmek için hisse senetlerinin kümülatif anormal getirileri analize tabi tutulmuştur. Analiz, müşteri memnuniyeti endeks sonuçlarının açıklanmasını takip eden beş ve on günlük süreler temel alınarak yapılmıştır. Sürenin maksimum on gün ile sınırlandırılmasının nedeni, hisse senedi piyasasını etkileyen diğer faktörlerinin etkisinin en aza indirilmesinin amaçlanmasıdır.

Beş günlük pozitif ve negatif kümülatif anormal getirilerle müşteri memnuniyeti analiz sonuçları sadece 2007 yılı için istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. 2006-2008 yılları için pozitif bir ilişki söz konusudur ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir.

On günlük pozitif ve negatif kümülatif anormal getiri regresyon analizi sonuçlarına bakıldığında, 2006 yılı dışındaki yıllar için pozitif yönlü ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu ortaya konmuştur. Elde edilen bu sonuçlar, müşteri memnuniyeti bilgilerinin piyasa katılımcıları tarafından büyük ölçüde yeni bir bilgi olarak kabul edildiğine kısmen kanıtlar sağlamaktadır.

Türkiye’de 2006 yılında oluşturulmaya başlanan müşteri memnuniyeti endeksi ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlayan bu tez çalışması, bir takım sınırlılıkları da içermektedir. Müşteri memnuniyeti endeksinin ilk defa 2006 yılında açıklanmaya başlanması nedeniyle analize tabi tutulan işletme sayısı sınırlı olmuştur. Endeks kapsamında yer alan işletme sayısı daha fazla olmasına rağmen, gerek endeks kapsamında yer alan gerekse İMKB’de işlem gören işletme sayısı sınırlı olmaktadır. Çalışmada kullanılan değişkenler, işletmelerin İMKB’de işlem görmesini zorunlu kılmaktadır. Sonuçların genellenebilmesi ve geçerliliğin daha anlamlı olması için analize tabi tutulan işletme sayısının artırılması gerekmektedir. İkincisi, müşteri

memnuniyeti endeksinin henüz çok yeni olması nedeniyle, piyasa katılımcılarının çoğunun bu bilgiden habersiz olmasıdır. Müşteri memnuniyeti bilgisinden haberdar olan piyasa katılımcısı sayısı arttıkça, bunun finansal performansa yansması daha güçlü olacağı düşünülmektedir. Üçüncüsü, finansal performansı ölçen farklı değişkenler analize dahil edilerek sonuçların genişletilmesi mümkün olacaktır. Ayrıca analizde dikkate alınan yıl sayısı arttıkça, daha güçlü sonuçlara ulaşılabilecektir.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, müşteri memnuniyetinin işletmelerin gelecekteki dışsal finansal performansının tahmin edilmesinde önemli bir gösterge olduğunu destekler niteliktedir. Bu sonuçlar, finansal olmayan performans ölçümleri ile finansal performans ölçümleri arasındaki ilişkiyi doğrulamaktadır. Analizlerde elde edilen sonuçlar işletmelerin, finansal varlıkların yanı sıra finansal olmayan varlıkları da performans ölçümünde dikkate almaları gereğinin önemini ortaya koymaktadır. Özellikle müşteri ilişkilerinin önemli bir faktör olduğu Banka-Sigorta sektörleri gibi sektörlerde bu durum daha fazla önem kazanmaktadır.

Diğer ülkelere göre oluşturulması oldukça geç kalan Müşteri Memnuniyeti Endeksinin (MME) geliştirilmesi ve kullanımının yaygınlaştırılması gerekmektedir. Bu sayede işletmeler müşteri ilişkilerine daha fazla odaklanacak, bunun sonucunda da piyasalar mükemmelleşme yolunda ilerleyecektir. Ayrıca endeksin yaygınlaşması müşteri kararlarına temel oluşturacak, ulusal rekabetin gelişerek, ekonominin gelişmesine imkan verecektir.

## KAYNAKÇA

- Akgül, A. ve O. Çevik (2003) “İstatistiksel Analiz Teknikleri-SPSS’te İşletme Yönetimi Uygulamaları”, Ankara: Mustafa Kitabevi.
- Anderson, E. W., C. Fornell and D.R. Lehmann (1994) “Customer Satisfaction, Market Share and Profitability: Findings From Sweden”, **Journal of Marketing**, 58 (July), 58-66.
- Anderson, E.W., C. Fornell and S.K. Mazvancheryl (2004) “Customer Satisfaction and Shareholder Value”, **Journal of Marketing**, 68 (October), 172-185.
- Ballou, B.B., D.L. Heitger and R. Tabor (2003) “Nonfinancial Performance Measures in the Healthcare Industry”, **Management Accounting Quarterly**, 5(1), 11-16.

- Banker, R.D., G. Potter and D. Srinivasan (2000) "An Empirical Investigation of An Incentive Plan that Includes Nonfinancial Performance Measures", **The Accounting Review**, 75(1), 65-92.
- Banker, R.D. and R.Mashruwala (2007) "The Moderating Role of Competition in the Relationship Between Nonfinancial Measures and Future Financial Performance", **Contemporary Accounting Research**, 24(3), 763-793.
- Barsky, N.P. and W.G. Bremser (1999) "Performance Measurement, Budgeting and Strategic Implementation in the Multinational Enterprise", **Managerial Finance**, 25(3), 3-5.
- Brignall, T.J.S. (2007) "A Financial Perspective On Performance Management", **The Irish Accounting Review**. 14(1), 15-29.
- Bryant, L., D.A Jones and S.K. Widener (2004) "Managing Value Creation Within the Firm: An Examination of Multiple Performance Measures", **Journal of Management Accounting Research**, 16, 107-131.
- Campbell, J.Y., A.W. Lo and A.C. Mackinlay (1997) "The Econometrics of Financial Markets", **Princeton University Pres**, New Jersey, New York University.
- Capon, N., J.U. Farley and S. Hoenig (1990) "Determinants of Financial Performance: A Meta Analysis", **Management Science**, 36(10), 1143-1159.
- Davila, A. and G. Foster (2005) "Management Accounting Systems Adoption Decisions: Evidence and Performance Implications from Early-Stage/Startup Companies", **The Accounting Review**, 80(4), 1042-1055.
- Debusk, G., R. Brown and L. Killough (2003) "Components and Relative Weights in Utilization of Dashboard Measurement Systems Like the Balanced Scorecard" **The British Accounting Review**, 35(3), 215-231.
- Eklöf, J.A., P.Hackl and A. Westlund (1999) "On Measuring Interactions Between Customer Satisfaction and Financial Results", **Total Quality Management**, 10(4-5), 514-522.
- Ely, K. And G. Waymire (1999) "Intangible Assets and Stock Prices in The Pre-SEC Era", **Journal of Accounting Research**, 37, Supplement, 17-44.
- Fornell, C., M.D. Johnson, E.W. Anderson, J Cha and E. Bryantb (1996) "The American Customer Satisfaction Index: Nature, Purpose and Findings", **Journal of Marketing**, 60(4), 7-18.
- Gunasekaran, A. (1999) "A Frame for The Design and Audit of An Activity- Based Costing System", **Managerial Auditing Journal**, 14(3), 115-130.

- Guo, C., A. Kumar and P. Jiraporn (2004) "Customer Satisfaction and Profitability: Is there a Lagged Effect?", **Journal of Strategic Marketing**, 12(3), 129-144.
- Gupta, S. and V. Zeithaml (2006) "Customer Metrics and Their Impact on Financial Performance", **Marketing Science**, 25(6), 718-739.
- Hallowell, R. (1996) "The Relationships of Customer Satisfaction, Customer Loyalty, and Profitability: An Empirical Study", **International Journal of Service Industry Management**, 7(4), 27-42.
- Ittner, C.D. and D.F. Larcker (1998) "Are Nonfinancial Measures Leading Indicators of Financial Performance? An Analysis of Customer Satisfaction", **Journal of Accounting Research**, 36 (supplement), 1-35.
- Kaderli, Y., S. (2009) Demir "Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi", **Mali Çözüm**, 91, 45-65.
- Karan, M.B. (2004) **Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi**, Ankara: Gazi Kitabevi.
- Nayyar, P. (1995) "Stock Market Reactions to Customer Service Changes", **Strategic Management Journal**, 16(1), 39-53.
- Said, A.A., H.R. Hassabelnaby, B. Wier (2003) "An Empirical Investigation of The Performance Consequences of Nonfinancial Measures", **Journal of Management Accounting Research**, 15(1), 193-223.
- Smith, W.I. and A. Lockamy III (2000) "Target Costing for Supply Chain Management: An Economic Framework", **Journal of Corporate Accounting & Finance**, 12(1), 67-77.
- Yeung, M.C.H., C.T. Ennew (2001) "Measuring the Impact of Customer Satisfaction on Profitability: A Sectoral Analysis", **Journal of Targeting, Measurement and Analysis for Marketing**, 10(2), 106-116.
- Vancouver Island University, [www.mala.ca/library/resources/fpi.pdf](http://www.mala.ca/library/resources/fpi.pdf) (erişim tarihi: 06.06.2009)
- Türkiye Müşteri Memnuniyeti Endeksi, [www.tmme.org.tr](http://www.tmme.org.tr) (erişim tarihi: 23.08.2009)
- Finnet Elektronik Yayıncılık Data İletişim, [www.finnet.com.tr](http://www.finnet.com.tr) (erişim tarihi: 23.08.2009)
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, [www.imkb.gov.tr](http://www.imkb.gov.tr) (erişim tarihi: 12.07.2009)