

KURUMSAL YÖNETİMDE ETİK UNSURLARIN BENİMSENMESİNİN MARKA DEĞERİ VE HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ¹

THE EFFECT OF ADOPTION OF ETHICAL FACTORS IN CORPORATE MANAGEMENT ON BRAND VALUE AND STOCK PRICES

Çağatay MİRGEN * Mustafa Ali ÖZAY 

*Araştırma Makalesi / Geliş Tarihi: 01.07.2022
Kabul Tarihi: 31.12.2022*

Öz

Şirketlerin kurumsal yönetimlerinde, etik unsurları benimseyip benimsememesi paydaşları nazarında önemli bir unsur olabilmektedir. İletişim teknolojilerinin de etkisiyle, etik olan veya olmayan davranışlar, insanlar arasında hızla yayılabilmekte ve çok geniş çevrelerde yankı bulabilmektedir. Bilhassa etik kurallara uygun olmayan davranışlar sergileyen işletmelere; müşterileri, çalışanları, hissedarları ve diğeri ilişkili olduğu çevre unsurları kolektif bir şekilde olumsuz geri dönüşlerde bulunabilmektedir. Bu bağlamda bu çalışmanın amacı, şirketlerin etik olup olmamasının, işletmenin marka değeri ve hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisinin tespit edilmesidir. Çalışma kapsamında 2007-2022 zaman aralığındaki yıllık veri dikkate alınarak veri seti oluşturulmuştur. Etik değerlere Ethisphere Enstitüsü'nün ve marka değerlerine Brand Finance'in hazırlamış olduğu raporlardan ulaşılmıştır. Hisse senedi fiyatları ise şirketlere ait kapanış fiyatlarından oluşmaktadır. İlgili veri, panel regresyon analizleri aracılığıyla test edilmiştir. Sonuç olarak, şirketlerin etik olup olmamasının marka değeri üzerinde herhangi bir etkisi saptanamamıştır. Fakat şirketin etik olup olmaması ile hisse senedi fiyatları arasında ters yönlü bir ilişkinin varlığı ortaya koyulmuştur.

Anahtar Kelimeler: İşletme Etiği, Marka Değeri, Hisse Senedi Fiyatı, Ethisphere Enstitüsü, Brand Finance

JEL Sınıflaması: G11, G30, M19

Abstract

Whether companies adopt ethical elements in their corporate management can be an important factor in the eyes of their stakeholders. With the influence of communication technologies, ethical or unethical behaviors can spread rapidly among people and resonate in very wide circles. In particular, businesses that exhibit behaviors that do not comply with ethical rules; its customers, employees, shareholders and other related environmental elements can collectively give negative feedback. In this context, the aim of this study is to determine the effect of the ethicalness of the companies on the brand value and stock price of the company. Within the scope of the study, the data set was created by taking into account the annual data in the period of 2007-2022. Ethical values were obtained from the reports prepared by Ethisphere Institute and brand values by Brand Finance. Stock prices consist of closing prices of companies. Relevant data were tested through panel regression analyses. As a result, it has not been determined that there is any effect on the brand value of companies being ethical or not. However, it has been revealed that there is an inverse relationship between whether the company is ethical or not and its stock prices.

Keywords: Business Ethics, Brand Equity, Stock Price, Ethisphere Institute, Brand Finance.

JEL Classification: G11, G30, M19.

¹ **Bibliyografik Bilgi (APA):** FESA Dergisi, 2022; 7(4) , 652 - 660 / DOI: 10.29106/fesa.1139338

* Dr. Öğr. Gör., Milli Savunma Üniversitesi Kara Astsubay MYO, cmirgen@msu.edu.tr, Balıkesir – Türkiye, ORCID: 0000-0002-0970-0121

** Öğr. Gör., Milli Savunma Üniversitesi Kara Astsubay MYO, maozay@msu.edu.tr, Balıkesir – Türkiye, ORCID: 0000-0001-7625-6916

1. Giriş

Kurumsal Yönetim, işletmenin ortakları tarafından işletme yönteminin kullanımına tahsis edilen varlıklar ve değerlerin olumlu sonuçlar ortaya koyacak şekilde kullanılmasını ve yöneticilerin bu kullanımı neticesinde elde edilen sonuçları paydaşlara (yani tüm topluma) hesap verebilir pozisyonda olmalarını amaçlayan sistemler bütünüdür. Bu sebeple kurumsal yönetim basit ifade ile işletmenin ortakları ile olan ilişkilerini düzenleyen, geniş bir ifade ile ise işletmenin toplum ile olan ilişkisini sistemli bir hale getiren faaliyetlerin bir birliğimidir (Aysan, 2007; s.18). Kurumsal yönetimde etik unsurların benimsenmesi ise firma itibarını artırması, yatırımcı desteğini sağlaması açısından önemlidir. Etik uygulamalar yalnızca toplum gözünde imajı artırmakla kalmazlar ayrıca çıkabilecek sorunların belirlenmesi, kurumsal imajı zedeleyecek suistimallerin engellenmesi ve yasal cezaların en aza indirilmesinde büyük katkı sunarlar (Balkan, 2018; s.23).

şirketler 1980'li yılların sonlarından itibaren yeni çevre koşullarına ayak uydurmak zorunda kalmışlardır. Bu yıllarda coğrafî sınırların ortadan kalkması, bilginin daha hızlı bir şekilde yayılması, teknolojinin gelişmesi gibi unsurlar nedeniyle işletmeler rekabette sürdürülebilir bir avantaj elde edebilmek için iş etiği, ahlakı ve sosyal sorumluluk konularında birtakım değişiklikler yaşamak zorunda kalmışlardır.

1990'lı yıllardan itibaren Amerikan işletmelerinde özellikle örgüt ile dış çevre uyumunun önem kazandığı yeni bir iş etiği fıryası ortaya çıkmış ve doğruluk, paydaşlara karşı dürüstlük, sürdürülebilir kalkınma gibi konularda önem arz eden etik politikalar bu yeni fıryadan da nasibini almıştır. Günümüzde ise küreselleşmenin beraberinde getirdiği yoğun rekabet ortamında işletmeler rakiplerine karşı üstünlük elde edebilmek için müşteri, çalışan, tedarikçi, hissedar vs. ilişkilerinde etik değerlere daha fazla önem vermeye başlamışlardır. Çünkü işletmeler, etik olmayan davranışları gün yüzüne çıktığı takdirde çok ciddi toplum baskıları ile karşılaşabilmekte, ekonomik ve hukuki yaptırımlara maruz kalabilmektedir.

İş etiğini önemsemeyen şirketlerin etkileşim içinde bulunduğu gruplarla ilişkileri zarar görecektir, kaynakların zamanında ve düzenli bir şekilde, düşük maliyetlerle sağlanması daha da zor bir hal alacaktır. Bunun sonucunda, müşteri kayıplarıyla birlikte azalan siparişlerle satışların düşmesi işletme karlılığına da etki edecektir. Aynı zamanda bu durum işletmenin kötü bir imaj çizmesine sebebiyet verebilir. Ayrıca etik dışı davranışların sonucunda ortaya çıkabilecek hukuki yaptırımlar işletmeleri maddi açıdan zorlayabilecektir. Etik olmayan davranışlar kurum içinde de olumsuz etkilere neden olarak, taraflar arasında güvenin ortadan kalkmasına, iletişimin zarar görmesine, bağlılık ve sadakatin zayıflamasına neden olabilmektedir (Sucu, 2003; s.290).

İş etiği, iş dünyasındaki davranışları yönlendiren, onlara rehberlik eden etik prensipler ve standartların toplamıdır. İş etiğini açıklamaya çalışan tüm tanımlar, belirli bir durumdaki yanlış ve doğrunun ne olduğu konusunda var olan kuralları, standartları ve etik prensipleri içine almaktadır. Spesifik bir davranışın etiğe uygun olup olmadığı, yalnızca bireylerin kişisel etik ve değerleri tarafından değil, kitle iletişim araçlarını, çıkar gruplarını ve örgütleri de içine alan toplum tarafından belirlenmektedir. Bu yargılar, örgütlerin etkinliklerinin toplum tarafından kabulünü veya reddini etkilemektedir (Özkalp ve Kirel, 2010; s.504). Bununla birlikte, işletme etiğinin en önemli amaçlarından birisi, yönetsel yeterlilikle beraber etik yeterliliğidir. İşletme sadece belirli dönemlerde değil, her zaman ideal davranmalıdır. Böyle bir davranış şekli de etik düzeyi daha yüksek müşterilerin çekilmesine, müşteri rakip ilişkilerinin de iyileştirilmesine yol açmaktadır (Çabuk ve Şengül, 2005; s.172).

Evrensel etik kurallarına uymayan, toplumsal ahlak kurallarını yok sayan, yolsuzluk yapan, adam kayıran, rüşvet alan ya da veren, hukuk kurallarını yok sayan, aşırılıklara kaçan işletmeler kamuoyunun dikkatini çekmektedir. Bu durum maddi olmayan duran varlıkların içinde önemli bir yer edinen marka değeri ve şirketlere ait hisse senetlerini etkileyebilmektedir. Bireyler, yatırım kararlarını alırken rasyonel davranışları kabul edildiğinde, etik olmayan şirketlere yatırım yapma konusunda kararsızlık yaşayabilirler. Bu nedenle yatırımcılar, yatırım kararları alırken bazı teknik göstergelere ve şirket hakkındaki toplumsal yargılara da dikkate alabilmektedirler.

Marka; isim, işaret, logo veya bir sembol ile ifade edilebilir (Kotler, 2000; s.404). Tüketici güvenini kazanma yollarından biri değerli bir markaya sahip olmaktır. şirketler marka ile elde ettikleri güven sayesinde, sadık müşteri kitlesi ve yeni yatırımların finansmanında daha kolay fon temin etme imkânı yakalayabilirler. Değerli markalar firmaların sermaye piyasası araçlarına olan talebi de artırabilmektedir. Bu çalışmada ise şirketlerin, etik olma veya olmama durumunda marka değerlerinde ve hisse senedi fiyatlarında meydana gelen değişimlerin neler olabileceği araştırılmaktadır. Bu kapsamda ilgili literatür incelendiğinde ilk olarak Gunthorpe (1997), halka açık şirketlerin sergilemiş olduğu etik olmayan bir davranış karşısında finansal piyasaların nasıl tepki verdiğini incelemiştir. Olay çalışması metodolojisi kullanılarak yapılan çalışmada soruşturma altında olan veya etik olmayan bir davranış sergileyen şirketlerin çok ciddi ekonomik kayıplar yaşadığını tespit etmiş ve etik olmayan işletmelerin finansal piyasalar tarafından cezalandırıldığını göstermiştir. Areal ve Carvalho (2012), yapmış oldukları çalışmada etik değerlere önem veren ve Ethisphere Enstitüsü'nün en etik şirketler listesinde yer alan markaların rakiplerine karşı daha avantajlı bir konuma sahip olduklarını ortaya koymakta ve krizlerin yaşandığı dönemlerde bile rakiplerine göre pazarlarının daha az küçüldüğünü ifade etmektedir. Biglari (2018), yapmış olduğu çalışmada hisse senedi performansı ile işletmenin yönetim etiği arasında anlamlı bir ilişki olup olmadığını araştırmıştır. Malezya'da

gerçekleştirilen çalışmada işletmelerin etik performanslarını sıralayan ASEAN 2014 raporu baz alınarak en iyi 20 firma analize dahil edilmiştir. Elde edilen bulgular iyi yönetim etiği uygulamaları ile hisse senedinin performansı arasında bir ilişki olmadığına yöneliktir. Nikolaeva vd. (2019), yapmış oldukları çalışmada Ethisphere tarafından en etik seçilen şirketlerin borsa performanslarına ilişkin bir analiz gerçekleştirmişlerdir. Bu kapsamda yapılan çalışmalar sonucunda Ethisphere listelemelerine giren şirketlerin normalin üstünde bir getiri elde ettikleri ortaya konulmuştur. Yu,Wu ve Lenard (2022), en etik firmaların karşılaştırılabilir hisse senetlerine göre daha düşük hisse senedi değerlerine sahip olduğunu ortaya koymuşlardır.

Yılmaz ve Çetinel (2022) işletmelerin etik dışı faaliyetleri potansiyel çalışanların işveren marka değeri algılarını etkileyip etkilemediğini inceledikleri çalışmalarında, potansiyel çalışanların kendi etik değerleri ile uyumlu olan şirketlerde çalışmayı daha doğru buldukları sonucuna ulaşmışlardır. Baydaş ve Ercan (2020) İstanbul'daki KOBİ yönetici ve sahiplerinin etik kararlarının alınmasının yalnızca bireysel faktörlerden etkilendiğini tespit etmişlerdir. Bu kapsamda incelenen çalışmalar dikkate alındığında şirketlerin etik unsurları benimsemesinin potansiyel çalışanların şirket seçiminde, şirketlerin pazar payında, hisse senedi performansına olan etkisine kadar birçok konuda önem arz ettiği görülmektedir.

Bu çalışmanın amacı, işletmelerin benimsediği etik değerlerin, işletmelerin marka değeri ve hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu sayede, işletmelerin uyguladığı etik politikaların marka değeri üzerindeki etkisine ilişkin ilgili literatürdeki boşluğu dolduracağı düşünölmektedir. Ayrıca, etik uygulamalar ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiye dair daha önceden yapılan çalışmalara yeni bir perspektif sağlaması beklenmektedir. Bu kapsamda öncelikle araştırmanın veri setine ait bilgiler açıklanmaktadır. Daha sonra araştırmanın metodolojisi ortaya koyulmakta ve elde edilen bulgular sonuç ve tartışma kısmında yorumlanmaktadır.

2. Araştırmanın Veri Seti

Analiz kapsamında kullanılacak veri setinde şirketlere ait marka değerleri Brand Finance² tarafından yıllık olarak düzenlenen Global Brand 500 listelerinden elde edilmiştir. Brand Finance her yıla ait listeyi o yılın haziran ayında yayımlamaktadır. Brand Finance geliştirmiş olduğu finansal ve davranışlara dayalı marka değeri hesaplama yöntemini kullanmaktadır. Burada şirketlerin finansal verilerini dikkate almakla birlikte tüketici görüşlerinin marka değerine olan etkisini de hesaplamaya dahil ederek şirketlerin marka değerini ortaya koymaktadır. Hisse senetleri fiyatları ise yahoofinance.com adresinden elde edilmiştir. Burada şirketlerin hisse senetlerinin yıllık kapanış fiyatları dikkate alınmıştır. Etik değerler ise Ethisphere Enstitüsü³ tarafından belirlenen Dünyanın En Etik şirketleri raporlarından elde edilmiştir. Bu raporlarda Brand Finance'da olduğu gibi devam eden yıl içinde değerlendirme sonuçlarını yayımlamaktadır. Bu nedenle çalışmada 2022 yılına ait değerlere de yer verilmiştir. Ethisphere Enstitüsü, kurumsal etik standartlarını tanımlayan ve ölçen, kurumsal etiğe önem veren ve teşvik eden şirketleri belirleyen bir kuruluştur. Bu bağlamda, Brand Finance Global 500 raporlarında 2007-2022 yılları arasında devamlılık arz eden 32 şirkete ait yıllık veriler çalışmada kullanılmıştır. İlgili yıllarda Ethisphere Enstitüsü tarafından hazırlanan etik raporunda yer alan şirketlere "1" yer almayan şirketlere ise "0" değeri verilerek etik değişkenine ait veri seti oluşturulmuştur. Aşağıdaki Tablo 1.'de çalışma kapsamında ele alınan şirketlere ait bilgiler verilmiştir.

Tablo 1. Çalışma Kapsamında İncelenen şirketlere ait Bilgiler

Marka	Hisse Adı (Hisse Kodu)	İşlem Gördüğu Borsa	Para Birimi
Allianz	Allianz SE (ALV.DE)	XETRA	EUR
American Express	American Express Company (AXP)	NYSE	USD
Apple	Apple Inc. (AAPL)	NasdaqGS	USD
AT&T	AT&T Inc. (T)	NYSE	USD
Bank of America	Bank of America Corporation (BAC)	NYSE	USD
BMW	Bayerische Motoren Werke Aktiengesellschaft (BMW.DE)	XETRA	EUR
China Mobile	China Mobile Limited (0941.HK)	HKSE	HKD
CISCO	Cisco Systems, Inc. (CSCO)	NasdaqGS	USD
Citi	Citigroup Inc. (C)	NYSE	USD

² <https://brandirectory.com/rankings/global/>

³ worldsmoştethicalcompanies.com

Coca Cola	The Coca-Cola Company (KO)	NYSE	USD
FedEx	FedEx Corporation (FDX)	NYSE	USD
Ford	Ford Motor Company (F)	NasdaqCM	USD
Google	Alphabet Inc. (GOOG)	NasdaqGS	USD
Honda	Honda Motor Co., Ltd. (HMC)	NYSE	USD
IBM	International Business Machines Corporation (IBM)	NYSE	USD
Intel	Intel Corporation (INTC)	NasdaqGS	USD
Lowe's	Lowe's Companies, Inc. (LOW)	NYSE	USD
McDonald's	McDonald's Corporation (MCD)	NYSE	USD
Mercedes-Benz	Mercedes-Benz Group AG (MBG.DE)	XETRA	EUR
Microsoft	Microsoft Corporation (MSFT)	NasdaqGS	USD
Nike	NIKE, Inc. (NKE)	NYSE	USD
Oracle	Oracle Corporation (ORCL)	NYSE	USD
Pepsi	PepsiCo, Inc. (PEP)	NasdaqGS	USD
Samsung	Samsung Electronics Co., Ltd. (005930.KS)	KSE	KRW
Shell	Shell plc (SHEL)	NYSE	USD
Siemens	Siemens Aktiengesellschaft (SIE.DE)	XETRA	EUR
Toyota	Toyota Motor Corporation (TM)	NYSE	USD
UPS	United Parcel Service, Inc. (UPS)	NYSE	USD
Verizon	Verizon Communications Inc. (VZ)	NYSE	USD
Vodafone	Vodafone Group Public Limited Company (VOD)	NasdaqGS	USD
Walmart	Walmart Inc. (WMT)	NYSE	USD
Wells Fargo	Wells Fargo & Company (WFC)	NYSE	USD

İncelenen şirketlerin büyük çoğunluğu Amerikan Doları ile işlem görmesine karşın bazı şirketler kote oldukları borsalar nedeniyle farklı para birimleri ile işlem görmektedir. Örneğin; Allianz, BMW, Mercedes-Benz, Siemens Euro ile China Mobile, Hong Kong Doları ve Samsung ise Güney Kore Won'u ile işlem görmektedir. Bu nedenle Amerikan Doları dışında kalan para birimlerine ait hisse senetleri fiyatları, ait oldukları yılların döviz kurları esas alınarak Amerikan Doları'na çevrilmiştir. Döviz kuru bilgilerine Amerikan Merkez Bankası (FED)'nden ulaşılmıştır.

İktisadi değişkenlerden elde edilen veri setlerinde değerlerin genellikle homojen bir dağılım göstermemesi nedeniyle çalışmada kullanılan şirketlerin marka değerleri ve hisse senetleri fiyatlarına ait verilerin doğal logaritmaları kullanılmıştır.

3. Araştırmanın Metodolojisi ve Bulguları

Araştırma metodolojisi kapsamında şirketlerin etik anlayışı benimsemesinin marka değeri ve hisse senedi fiyatları üzerinde etkisi ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Ekonometrik analizler, veri setinin türüne göre kategorize edildiğinde; zaman serisi, yatay kesit ve panel veri şeklinde ele alınmaktadır. Değişkenlerin değerleri, zaman birimine göre ele alınırsa zaman serisi veriler, belli bir zamanda, farklı birimlerden toplanan verileri kapsamı durumunda ise yatay kesit veri olarak adlandırılmaktadır (Tatoğlu, 2018a; s.1). Her iki veri setini birlikte barındıran veri seti ise panel veridir. Yatay kesit ve zaman serisinin birlikte ele alınmasıyla artan gözlem sayısı, daha tutarlı sonuçların elde edilmesini sağlamaktadır (Baltagi, 2005; s.79). Bu doğrultuda veri setini oluşturan değişkenlerin bir panel veriyi barındırması nedeniyle yapılacak analiz sonuçlarına panel regresyon analizi yardımıyla ve Stata 14.1 paket programı aracılığıyla ulaşılmıştır.

Bu kapsamda analizde kullanılacak modeller aşağıdaki gibi kurgulanmıştır.

$$\ln md_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{Etik}_{it} + \beta_2 \ln hf_{it} + u_{it} \quad (\text{Model 1})$$

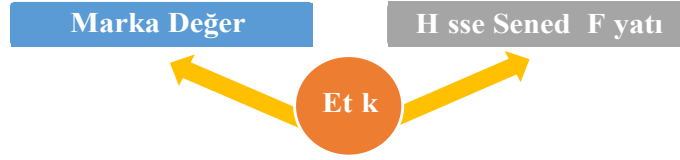
$$\ln hf_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 \text{Etik}_{it} + \beta_2 \ln md_{it} + u_{it} \quad (\text{Model 2})$$

Burada; “md”; ilgili şirketlerin marka değerini, “hf”; şirketlere ait hisse senedi fiyatlarını, ln; doğal logaritmayı, α ; sabit terimi, “ β ” açıklayıcı değişken katsayısını ve “u” ise rassal hata terimini göstermektedir. Çalışma kapsamında kurulan hipotezler ise aşağıdaki gibidir.

H₁: Kurumsal yönetimde etik unsurların benimsenmesinin marka değeri üzerine etkisi vardır.

H₂: Kurumsal yönetimde etik unsurların benimsenmesinin hisse senedi fiyatı üzerine etkisi vardır.

Şekil 1. Araştırma Modeli



Bu bağlamda kurumsal yönetimde etik unsurları benimseyen şirketlerin etik değerlere göstermiş oldukları özenin, şirketlerin marka değeri ve hisse senedi fiyatları üzerinde bir etki yaratıp yaratmadığı sorusunun cevabı aranmaktadır. Bu kapsamda gerçekleştirilecek analize geçilmeden önce incelenmesi gereken durumlara sırasıyla değinilecektir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem	Ortalama	Std. Sap.	Min. Değ.	Maks. Değ.
md (\$ Milyon)	512	35.596,82	37.155,46	6.344,34	355.080
hf (\$)	512	96,65	205,78	2,29	2.893,59

Yukarıda Tablo 2.’de değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler gösterilmektedir. Buna göre en düşük marka değeri yaklaşık 6,3 milyar dolar ile 2009 yılında FedEx’e aittir. En yüksek marka değerine, Apple 2022 yılında 355 milyar dolar ile ulaşmıştır. Hisse senedi fiyatları incelendiğinde ise en yüksek hisse senedi fiyatı 2.893,59 dolar ile Google’a aittir, en düşük fiyat ise 2,29 dolar ile 2008 yılında Ford’a ait olduğu saptanmıştır. Etik değer açısından incelendiğinde ise Apple yalnızca 2022 yılında etik şirketler raporunda yer almıştır. Google, 2007-2022 yılları arasında toplamda 6 kez etik şirket olarak değerlendirilmiştir. Ford ise 2010-2017 yılları arasında 8 kez üst üste etik şirketler raporuna girmiştir. Ayrıca Bank of America, China Mobile, Citi, Coca Cola, FedEx, Lowe’s, Mercedes-Benz, Samsung, Siemens, Verizon, Walmart, Wells Fargo ilgili yıllarda etik raporuna girmeyi başaramamışlardır. Pepsi ise tüm yıllarda rapora dahil olmakta birlikte, etik değerlere verdiği önemi ortaya koymaktadır.

Tablo 3. Korelasyon Matrisi

Değişkenler	(1)	(2)	(3)
(1) lnmd	1.000		
(2) etik	-0.0576	1.000	
(3) lnhf	0.2698	0.0139	1.000

Yukarıda korelasyon matrisinin verildiği Tablo 3. incelendiğinde, değişkenler arasındaki ilişkilerin düzeyi 0.80’nin altında olduğu görülmektedir. Değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunundan bahsedebilmek için 0.80’nin üzerinde değer veya değerlerin olması gerekmektedir. Ayrıca, çoklu doğrusallığın varyans şişirme faktörü (VIF) testi kullanarak test edilmesi sonucunda veri kümesinin etkilenmediği görülmüştür. Bu sonuçlar analiz için çok yönlü doğrusallık probleminin söz konusu olmadığını göstermektedir.

Panel veri analizinin gerçekleştirilebilmesi için ilk olarak değişkenlerin durağanlığının sınanması gerekmektedir. Bu kapsamda durağanlık için hangi testlerin kullanılması gerektiğini belirlemek amacıyla Pesaran (2004) CD Test kullanılmıştır. Panel birim kök testleri örnek çekim süreci sonucuna göre birinci kuşak ve ikinci kuşak testleri barındırmaktadır (Tatoğlu, 2018a; s.21). Değişkenlere ait serilerde yatay kesit bağımlılığı yani birimler arası korelasyon olması durumunda ikinci kuşak testler, olmaması durumunda ise birinci kuşak testlerin kullanılması uygun görülmektedir (Tatoğlu, 2018a; s.105). Pesaran (2004) CD Test sonuçlarına göre birimler arası korelasyon tespit edilmiştir. Değişkenlere ilişkin korelasyon katsayıları ortalama %54,6(lnmd), %40,8(lnhf)’dir. Bu nedenle durağanlık tespitinde ikinci kuşak panel birim kök testleri tercih edilmesi gerekmektedir. Bu kapsamda durağanlığın sınanması için Levin, Lin ve Chu (LLC), Fisher Genişletilmiş Dickey Fuller (Fisher ADF) testleri gerçekleştirilmiştir. Testlere ilişkin analiz sonuçlarına aşağıdaki Tablo 4.’de yer verilmiştir.

Tablo 4. Durağanlığın Tespitinde Kullanılan Panel Birim Kök Testleri

Değişkenler	Levin, Lin ve Chu (LLC)			Fisher Genişletilmiş Dickey Fuller (Fisher ADF) (test p değerleri)				Açıklama
	t	t*	p	P	Z	L*	P _m	
Inmd	-7.7966	-3.7483	0.0001	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	Düzeyde Durağan
etik	-17.4429	-10.7209	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	Düzeyde Durağan
Inhf	-7.1838	-3.447	0.0003	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	Düzeyde Durağan

Değişkenlere ait durağanlık test sonuçları incelendiğinde gerçekleştirilen ilk test olan LLC testine göre tüm değişkenlerin düzeyde durağan olduğu tespit edilmiştir (Inmd (p=0.0001), Etik (p=0.0000), ve Inhf (p=0.0003)). İkinci olarak gerçekleştirilen Fisher ADF test sonuçlarına göre tüm değişkenlerin düzeyde durağan olduğu (p=0.0000) sonucuna ulaşılmıştır. Sonraki aşama panel veri analizinin hangi yaklaşıma dayanan regresyon modeli ile gerçekleştirilmesi gerektiğinin belirlenmesidir. Bu kapsamda, klasik (havuzlanmış en küçük kareler), sabit etkiler ve rassal (tesadüfi) etkiler yaklaşımlarından biri kullanılarak tahmin edilmektedir (Tatoğlu, 2020; s.52). Model seçiminde birim veya zaman etkileri de dikkate alınmaktadır. Klasik yaklaşımın geçerliliğinin saptanabilmesi için F testi ve Olabilirlik Oranı Testi kullanılmıştır. Bu testler, veriler birimlere göre farklılık göstermediği durumda klasik modelin kullanılmasının uygun olduğunu vurgulamaktadır (Tatoğlu, 2018b; s.169). İlgili testlere ait sonuçlar aşağıdaki Tablo 5’de gösterilmektedir.

Tablo 5. Birim ve Zaman Etkinin Sınanması İçin Kullanılan Testler

Model	Sabit Etkiler Modelinde F Testi				Olabilirlik Oranı Testi			
	Birim Etkisi		Zaman Etkisi		Birim Etkisi		Zaman Etkisi	
	Prob > F	Sonuç	Prob > F	Sonuç	Prob >= chibar2	Sonuç	Prob >= chibar2	Sonuç
(1)	0.0000	Birim etki vardır.	0.0000	Zaman etki vardır.	0.0000	Birim etki vardır.	0.0000	Zaman etki vardır.
(2)	0.0000	Birim etki vardır.	0.0000	Zaman etki vardır.	0.0000	Birim etki vardır.	0.0347	Zaman etki vardır.
	<i>H₀: Birim etkiler sıfıra eşittir.</i>		<i>H₀: Zaman etkiler sıfıra eşittir.</i>		<i>H₀: Birim etkilerin standart hataları sıfıra eşittir.</i>		<i>H₀: Zaman etkilerin standart hataları sıfıra eşittir.</i>	

F testi ve olabilirlik oranı testi sonuçlarına göre Model 1 ve Model 2 için hem birim hem de zaman etkinin varlığı tespit edilmiştir. Bu nedenle kurgulanan her iki model için klasik yaklaşımın kullanılması uygun değildir. Bu durumda sabit etkiler veya tesadüfi etkiler yaklaşımları arasında seçim yapılması gerekmektedir. Çalışmada bu yaklaşımlar arasında seçim yapmak amacıyla Hausman (1978)’in önermiş olduğu test kullanılmıştır. Model 1 için gerçekleştirilen Hausman test sonucuna göre (Prob>chi2=0.4573) H₀ hipotezi kabul edilmiştir. Dolayısıyla Model 1 için tesadüfi etkiler tahmincisinin kullanılması uygundur. Model 2’ye ait Hausman test sonucuna göre (Prob>chi2=0.0149) H₀ hipotezi reddedilmiştir. Dolayısıyla Model 2 için sabit etkiler tahmincisinin kullanılmasının uygun olduğu saptanmıştır. Panel regresyon analizinin seçiminde doğru sonuçlara ulaşılabilmesi için bazı varsayımları sınanması gerekmektedir. Bunlar; heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon varlığının test edilmesidir. Modelde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyondan en az birinin olması durumunda uygun yöntemlerden yararlanılarak regresyon modeli kurulmaktadır (Tatoğlu, 2018a; s.251). Bu nedenle ilgili durumların tespit edilmesi için gerçekleştirilen test sonuçları aşağıdaki Tablo 6’de ve Tablo 7.’de gösterilmektedir.

Tablo 6. Model 1 için Dirençli Tahmincinin Belirlenmesi (Tesadüfi Etkiler)

Model	Heteroskedasite		Otokorelasyon		Birimler Arası Korelasyon
	Levene, Brown ve Forsythe testi		Durbin-Watson Testi	Balagı-Wu LBI Testi	Pesaran CD Test (Pr)
(1)	Test istatistiği	Pr > F	0.6504	0.9253	0.0000
	W0	0.00000			
	W50	0.00000			
	W10	0.00000			

	H_0 : birimlerin varyansları eşittir	Değer 2'den küçükse, otokorelasyon vardır.	H_0 : Birimler arası korelasyon yoktur.
--	--	--	---

Yukarıdaki Tablo 6. incelendiğinde test sonuçlarına göre Model 1 için heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon varlığı tespit edilmiştir.

Tablo 7. Model 2 için Dirençli Tahmincinin Belirlenmesi (Sabit Etkiler)

Model	Heteroskedasite	Otokorelasyon		Birimler Arası Korelasyon
	Wald testi	Durbin-Watson Testi	Balaghi-Wu LBI Testi	Pesaran CD Test (Pr)
(2)	0.0000	0.7736	0.98769	0.0000
	H_0 : Varyans birimlere göre değişmemektedir.	Değer 2'den küçükse, otokorelasyon vardır.		H_0 : Birimler arası korelasyon yoktur.

Yukarıdaki Tablo 7. incelendiğinde test sonuçlarına göre Model 2 için heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon varlığı tespit edilmiştir. Her iki model için de incelenen tüm varsayımlardan sapmaların olması nedeniyle bu varsayımlardan sapmaları dikkate alan Driscoll ve Kraay tahmincisine ait regresyon modeli ile nihai sonuca ulaşılmıştır. Regresyon tahmin sonuçları aşağıdaki Tablo 8.'de gösterilmektedir.

Tablo 8. Regresyon Modeli Tahmin Sonuçları

Bağımlı değişken	Model (1)		Model (2)	
	lnmd	lnhf	etik	lnmd
Bağımsız değişkenler	etik	lnhf	etik	lnmd
Katsayı	0.0077	0.5176	-0.1559	0.7030
Drisc/Kraay Std. Hata.	0.0414	0.0496	0.0390	0.0787
$P > t $ (Olasılık Değeri)	0.8550	0.0000*	0.0010*	0.0000*
	sabit		sabit	
Katsayı	8.1469		-3.1539	
Drisc/Kraay Std. Hata.	0.4884		0.7894	
$P > t $ (Olasılık Değeri)	0.0000		0.0010	
$adj. R^2$	0.0726		0.4097	
$Prob > chi2$	0.0000*		0.0000*	

Not: *%1 önem seviyesinde; **%5 önem seviyesinde; ***%10 önem seviyesinde anlamlılığı ifade etmektedir.

Driscoll ve Kraay tahmincisiyle Model (1) için tesadüfi etkiler yaklaşımıyla ve Model (2) için sabit etkiler yaklaşımıyla kurulan regresyon model tahmin sonuçlarına göre her iki modelin %1 önem seviyesinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Modellerdeki düzeltilmiş R^2 ($adj. R^2$) değeri ile bağımsız değişkenlerin, bağımlı değişkeni açıklama gücü gösterilmektedir. Buna göre Model (1)'de elde edilen R^2 değerine (0.0726) göre etik ve hisse senedi fiyatı olan bağımsız değişkenler, marka değeri olan bağımlı değişkenin %7,2'sini açıklamaktadır. Model (2)'de ise R^2 değeri 0.4097 olarak saptanmıştır. Yani modeldeki bağımsız değişkenler, bağımlı değişkenin %40,9'unu açıklamaktadır.

Model (1)'de Etik değişkeninin olasılık değeri 0.05'den büyük olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle şirketlerin etik unsurları dikkate alması ile marka değerleri arasında anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Model (2)'de etik ile hisse senedi fiyatı arasında negatif yönde istatistiksel olarak anlamlı ($P > |t| = 0.001$) bir ilişki tespit edilmiştir. Bu bağlamda " H_1 : Kurumsal yönetimde etik unsurların benimsenmesinin marka değeri üzerine etkisi vardır." hipotezi reddedilmiştir. " H_2 : Kurumsal yönetimde etik unsurların benimsenmesinin hisse senedi fiyatı üzerine etkisi vardır." Hipotezi kabul edilmiştir. Elde edilen bulgular Yu,Wu ve Lenard (2022) çalışmasıyla örtüşmektedir.

4. Sonuç ve Tartışma

Etik, günümüz örgütlerinde büyük önem taşımaktadır. Şirketlerin sergiledikleri ve sahip çıktıkları etik uygulamalar (toplumsal ahlak kurallarına uygun hareket etme, yolsuzluk ve rüşvete karşı olma, hukuk kurallarına riayet etme vb.) etkileşim içinde buldukları müşteriler, rakipler, şirket çalışanlarını, mevcut ve potansiyel ortaklarını etkilemektedir. Bu bağlamda şirketlerin etik unsurlar çerçevesinde hareket edip etmemesine bağlı olarak marka değeri ve hisse senedi fiyatlarında oluşabilecek değişimler yatırımcı kararlarına etki edecektir. Hisse senedi fiyatları yatırımcı kararlarının belirlenmesinde önemli bir gösterge olabilmektedir. Marka değerindeki değişim ise bir nevi şirket performansındaki değişimin habercisi olabilmektedir. Bu nedenle bu çalışmada etik ile marka değeri ve hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki araştırılmıştır. 2007-2022 yılları arasında Brand Finance Global 500 listesine girerek devamlılık arz eden 32 şirket ile analizler gerçekleştirilmiştir. Panel regresyon analizleri

sonucunda elde edilen bulgulara göre etik unsurları benimseyen şirketlerde etik ile marka değeri arasında anlamlı bir ilişki olmadığı saptanmıştır. Fakat etik ile hisse senetleri arasında ters yönlü bir ilişki olduğu ortaya koyulmuştur. Bu bağlamda, etik unsurlara önem veren şirketlerin, hisse senedi fiyatlarının düşeceği yorumu yapılabilir. Bu durum rasyonel yatırım kararları ile çelişmektedir. Rasyonel bir yatırımcının etik şirketlere ait hisse senetlerine yatırım yapması beklenmektedir. Yapılan yatırımlar da hisse senetleri fiyatlarını olumlu bir yönde etkileme olasılığını artırmaktadır. Fakat elde edilen sonuçlar bunun tam tersidir. Bu durum davranışsal finans ile açıklanabilir. Davranışsal finans bireylerin yatırım kararlarında rasyonel davranışlardan ziyade rasyonel olmayan davranışları benimsediğini vurgulamaktadır. Ayrıca Fama ve French (2007), yatırımcıların kurumsal sosyal sorumluluk veya iş etiği tercihinin, beklenen getirileri belirleyen faktörlerden biri olduğunu öne sürmektedir. Riedl ve Smeets (2017), çevresel, sosyal ve kurumsal yönetime önem veren yatırımcıların yatırım kararı verirken finansal motivasyonları olmasına rağmen, sosyal tercihleri finansal motivasyonların üzerinde olduğunda yatırımlarından daha düşük finansal getirileri kabul etmeye istekli olduklarını belirtmektedirler. Hong ve Kacperczyk (2009), çeşitli toplumsal kusurları temsil eden hisse senetlerinin yani etik olmayan veya ahlaka aykırı olarak kabul edilen bir faaliyete dahil olan veya bunlarla ilişkili şirketlerin (alkol, tütün, kumar ve silah üreticileri gibi) karşılaştırılabilir hisse senetlerinden daha yüksek beklenen getiriye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Bu nedenlerle etik değerleri ön plana koyan yatırımcıların daha düşük getiriye razı olduğu veya etik değerleri göz ardı ederek getirilerini daha da artırmak istediği yorumu yapılabilir.

Ayrıca yatırımcı açısından şirketlerin etik değerlerinde meydana gelen değişimlerin takip edilmesindeki zorluk veya şirketlerin bu konuda yatırımcıları bilinçlendirmede yetersiz kalmasıyla bir ters seçim söz konusu olabilecektir. Bu nedenle etik unsurlara verilen önemin yeterince anlaşılabilmesi şirketlerin marka değerine ve hisse fiyatlarına doğru bir şekilde nüfuz etmeyebilir.

Etik kavramının şirketler, bireyler, toplumlar tarafından nasıl algılandığı ve nasıl ölçülmesi gerektiği önemlidir. Aynı şekilde marka değerinin ölçülmesi için farklı kıstaslar ele alınabilir. Bu çalışmada benzer uluslararası endeksler yayımlayan kuruluşlar arasından Ethisphere Enstitüsü'nün örnekleminin seçilmesinin nedeni temel etik standartlarını ölçme ve tanımlama konusunda derin bir uzmanlığa sahip olmalarından kaynaklanmaktadır. Bu nedenlerle çalışmanın sınırlamalarından biri Ethisphere Enstitüsü'nün hazırlamış olduğu etik şirketler ve Brand Finance'nin hazırlamış olduğu marka değerlerine ait verilerin kullanılmasıdır. Bir diğer sınırlama ise etik kabul edilen tüm şirketlerin marka değerinin hesaplanmaması ve borsaya kote olmamaları nedeniyle kısıtlı bir örneklemin ele alınmış olmasıdır. Bu kapsamda etik değerlerin ölçülmesine yönelik çalışmalar geliştikçe daha fazla şirkete ulaşma imkânı elde edilecektir. Ayrıca farklı yöntemlerin karşılaştırılması sağlanabilecektir. Marka değerine ilişkin farklı yöntemlerin varlığı da unutulmamalıdır. Farklı marka değerleme yöntemlerinin esas aldığı değerler kapsamında yeni çalışmalar gerçekleştirilebilir. Ek olarak şirketlere ait etik değerler, bir kuruluşun sunduğu rapor dışında doğrudan tüketici gözünden değerlendirilerek ele alınabilir. Tüketicilerin şirketlerin etik davranış davranmadığına ait görüşleri farklı sonuçlara ulaşılmasını sağlayabilir. Firmaların gösterdikleri faaliyet alanlarına göre sınıflandırılarak ele alınması yine farklı sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilecektir. Etik standartların etkilerinin gözlenmesi zordur. Bu nedenle bu çalışmayla şirketlerin etik değerlerinin, marka değeri ve hisse fiyatlarına olan etkisini ortaya koyması açısından literatüre katkı sağlayacağı düşünölmektedir.

Kaynakça

- Areal, N. ve Carvalho, A. (2012). The Financial Performance of the World's Most Ethical Companies: Advantage in Times of Crisis. *Available at SSRN 2186088*.
- Aysan, M. A. (2007). Muhasebe ve Kurumsal Yönetim. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (35), 17-24.
- Balkan, B. (2018). İtibar Riski ve Etik. *Denetişim*, (18), 23-34.
- Baltagi, Badi H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (Third Edition). John Wiley & Sons Ltd.
- Baydaş, A. ve Ercan, S. (2020). Kobi Yöneticilerinin Girişimcilik ve Etik Değer Algısının Belirlenmesine Yönelik Ampirik Bir Uygulama. *Business & Management Studies: An International Journal*, 8(3), 3444-3470.
- Biglari, V. (2018). The Impact of Management Ethics on Stock Performance in Malaysia. *Journal of Accounting & Marketing*, 7(2), 1-8.
- Çabuk, S. ve Şengöl, S. (2005). İşletme Yöneticilerinin Mesleki Değerlerinin ve Demografik Özelliklerinin İşletme Etiği Üzerindeki Etkisi: Türkiye'de Büyük Ölçekli Sanayii İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 14(1), 171-180.
- Fama, Eugene F., ve French, Kenneth R. (2007). Disagreement, Tastes, and Asset Prices. *Journal of Financial Economics*. 83: 667–89.
- Gunthorpe, D. L. (1997). Business ethics: A quantitative analysis of the impact of unethical behavior by publicly traded corporations. *Journal of Business Ethics*, 16(5), 537-543.

- Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1251-1271.
- Hong, Harrison, ve Marcin Kacperczyk. (2009). The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets. *Journal of Financial Economics*. 93: 15–36.
- Kotler, P. (2000). *Pazarlama Yönetimi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Nikolaeva, R., Visentin, M. ve Mengoli, S. (2019). Ethics Rankings and Value Creation: An Abstract. In *Academy of Marketing Science World Marketing Congress* (pp. 623-624). Springer, Cham.
- Özkalp, E. ve Kirel, Ç. (2010). *Örgütsel Davranış*. 4.bs., Bursa: Ekin Kitabevi.
- Riedl, Arno, ve Paul Smeets. (2017). Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? *The Journal of Finance*. 72: 2505–48.
- Sucu, Y. (2003). “Yönetim ve Etik”, 11.Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi (22-24 Mayıs 2003), *Afyon Kocatepe Üniversitesi İ.İ.B.F.*, Yayın No: 57, 281-296.
- Tatoğlu Yerdelen, F. (2018a). *Panel Zaman Serileri Analizi Stata Uygulamalı*. Beta Yayınları, 2.Baskı İstanbul.
- Tatoğlu Yerdelen, F. (2018b). *Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı*. Beta Yayınları, 4.Baskı İstanbul.
- Tatoğlu Yerdelen, F. (2020). *Panel Veri Ekonometrisi Stata Uygulamalı*. Beta Yayınları, 4.Baskı İstanbul.
- Yılmaz, S. E. ve Çetinel, E. (2022). İşletmelerin Etik Dışı Faaliyetleri Potansiyel Çalışanların İşveren Marka Değeri Algılarını Etkiler Mi?. In *Full Papers Congress E-Book* (P. 1063).
- Yu, B., Wu, S. ve Lenard, M. J. (2022). Do Ethical Companies Have High Stock Prices or High Returns?. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(2), 81.