



SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK, KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK VE FİNANSMANA ERİŞİM ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ: BIST ÖRNEĞİ

INVESTIGATION OF THE RELATIONSHIP BETWEEN SUSTAINABILITY, CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND ACCESS TO FINANCE: BIST CASE

Hüseyin TEMİZ¹, İdris VARICI²



1. Doç. Dr., Samsun Üniversitesi, İktisadi İdari ve Sosyal Bilimler Fakültesi, Sağlık Yönetimi Bölümü, huseyin.temiz@samsun.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0003-0735-8884>
2. Doç. Dr., Ondokuz Mayıs Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, idris.varici@omu.edu.tr, <https://orcid.org/0000-0003-1825-0289>

Öz

Bu çalışmada sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluğun firmaların finansmana erişimi üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu amaçla BIST Tüm Endekste işlem gören ve eksik verisi olmayan 242 firmanın 2014-2019 yıllarını kapsayan verileri kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem görmelerinin, kurumsal sosyal sorumluluk komitesine sahip olmalarının ve kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayımlamalarının finansmana erişimi kolaylaştırdığı görülmüştür. Buna ek olarak, yayımlanan kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence hizmeti sağlanmasının finansmana erişim üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Sonuçlar firmaların finansmana erişiminin alternatif ölçüm yöntemleriyle de temsil edildiği ek analizlerden elde edilen bulgularla da desteklenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Sürdürülebilirlik, Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Finansmana Erişim, BIST.

Abstract

This study aims to investigate the effects of sustainability and corporate social responsibility on access to finance. In line with this purpose, data covering the years 2014-2019 of 242 firms having required data and operating in BIST All Shares Index were used. According to findings, it has been found that being traded in the BIST Sustainability Index, having corporate social responsibility committee and publishing corporate social responsibility report eases access to finance. In addition, having external assurance on corporate social responsibility reports has no significant effects on access to finance. These results have been also supported by additional analyses using alternative proxies for access to finance.

Keywords: Sustainability, Corporate Social Responsibility, Access to Finance, BIST.

Makale Türü Article Type
Araştırma Makalesi Research Article

Başvuru Tarihi Application Date
09.04.2021 04.09.2021

Yayına Kabul Tarihi Admission Date
06.03.2022 03.06.2022

DOI

<https://doi.org/10.30798/makuiibf.912331>

EXTENDED SUMMARY

Research Problem

In recent years there is growing attention to corporate sustainability and corporate social responsibility related issues from both practitioners and researchers. Corporate sustainability that embraces corporate social responsibility refers to the efforts of firms to meet the expectations of both shareholders and stakeholders without sacrificing the needs of future generations (Dyllick and Hockerts, 2002). In addition, firms are expected to benefit from sustainable practices through creating long term value. However, we have little knowledge about the channels through which sustainability activities create long-term value for firms. Therefore, it is evaluated that investigation of the possible value creation channels of sustainability is a fruitful field to investigate.

Research Questions

This study seeks to investigate the subject in the context of access to finance. In other words, this study aims to examine whether corporate sustainability eases to firms' access to finance in Turkish context. In line with the aim of the study, the main research questions can be expressed as “how does sustainability create long-term value for firms?” and “does sustainability eases to firms' access to finance?”. In line with the research questions, four hypotheses were expressed and tested in the study. These hypotheses are based on the criteria for firms to be listed on the BIST Sustainability Index, to have a corporate social responsibility committee, to release corporate social responsibility reports, and to provide external assurance services on corporate social responsibility reports.

Literature Review

It is seen that sustainability related studies are generally based on stakeholder theory (García-Sánchez, Gomez-Miranda, David and Rodríguez-Ariza, 2019). Stakeholder theory considers the parties that the firm interacts with a great extent than the shareholder theory. It reveals that disclosing non-financial information as well as financial information in a reliable manner plays a key role in the long-run survival and success of firms (Cheng, Ioannou, and Serafeim, 2014). The relationship between sustainability and access to finance is based on agency theory and information asymmetry. Previous studies provide evidence demonstrating the relationship between agency cost, information asymmetry and cost of capital/access to finance (D. Dhaliwal, Li, Tsang and Yang, 2014; Sinem, 2021). D. S. Dhaliwal, Li, Tsang and Yang (2011) reported that firms that bear relatively high capital costs tend to release corporate social responsibility (including sustainability) report in the following period, and this situation yield a decrease in cost of capital for the firms in the following period. Many studies reported that firms' corporate social responsibility reporting reduces their cost of capital and eases to access to finance (Bhuiyan and Nguyen, 2019; Cheng et al., 2014; García - Sánchez et al., 2019). Previous studies also Show that having external assurance on these reporting practices increases the reliability of the reports (Brown-Liburd and Zamora, 2015; Du and Wu, 2019; Weber, 2018). Studies investigating Turkish firms in the context of sustainability related issues mainly focused on the relationship between

sustainability and financial performance (Düzer and Saime, 2018; Sake and Dalgat, 2020), the relationship between corporate social performance and cost of capital (Sinem, 2021) and determinants of corporate sustainability (Acar, Durmaz, and Coşgunaras, 2021; Aytekin and Erol, 2018).

Methodology

Multiple linear regression which is one of the quantitative data methods was used in the study. The data used in study obtained from Thompson Reuters Refinitive (Eikon and Datastream) database. Investigation period covers years of 2014-2019 and hence the sample of the study includes both unit (firm) and time (year) dimensions. Therefore, panel data analysis techniques were utilized to test the hypotheses. In accordance with the structure of data, factors may have effect on findings such as consistent estimator selection (which estimator should be used into the model - among OLS, random and fixed effects), heterogeneity and multicollinearity problems were addressed with appropriate approaches. At the same time, robustness tests were performed through measuring access to finance, which is the variable of interest examined in the study, with alternative proxies.

Results and Conclusions

According to findings three of four hypotheses tested in the study were supported by findings. Results demonstrated that being listed on the BIST Sustainability Index, having a corporate social responsibility committee and disclosing corporate social responsibility report ease access to finance for firms. It has been found that having external assurance on sustainability related reports does not have significant effect on access to finance. Results demonstrating that sustainability is an effective factor in resource allocation are important for Turkish capital market. These results suggest that firms that are adopting sustainable policies into their activities and managing the relationship with their stakeholders effectively are advantageous in terms of access to finance. With this study, it is aimed to provide useful insights about sustainability and corporate social responsibility related issues which has attracted the attention of both market participants (establishment of the BIST Sustainability Index in 2014) and researchers (the published articles have an increasing trend in recent years) especially in Turkish context.

1. GİRİŞ

Günümüzde en varlıklı on işletmenin toplam serveti ABD ve Çin'in ardından dünyanın en zengin üçüncü ülkesi olma aşamasına gelmiştir (Hemming, 2020). Bu gelişmeye paralel olarak firmaların dünya üzerindeki etkileri de artmaya başlamış ve firmalar, faaliyetleri sonucunda ortaya çıkan ekonomik sonuçların yanında çevresel ve sosyal boyutlarda da toplum nazarında izlenmeye başlamıştır. Dolayısıyla, firmaların gelecek kuşakların ihtiyaçlarını da gözeterek daha sürdürülebilir bir yapıya kavuşmaları bir zorunluluk haline gelmiştir. Esasında bahse konu duruma Freeman (1984) firmalara yalnızca karın maksimize edilmesi amacıyla değil aynı zamanda daha geniş bir perspektifte tüm paydaşların çıkarlarını gözeterek faaliyetlerini sürdürmelerini önererek dikkat çekmiştir. Bu noktada işletmelerden beklenen faaliyetlerini insan haklarına ve ekolojik dengeye saygılı, etik kurallara ve toplumun sosyal yapısına uyumlu bir şekilde sürdürmeleridir (García-Sánchez, Hussain, Martínez-Ferrero, ve Ruiz-Barbadillo, 2019). Bu haliyle sürdürülebilirlik, firmanın faaliyetleri kapsamında etkileşimde olduğu çevreleri tanınması ve faaliyetlerinin olası etkilerinin farkında olarak bu süreci yönetme gayretidir. Bir başka ifadeyle, sürdürülebilirlik, firmanın faaliyetlerini sürdürürken etrafının “paydaş”lar tarafından kuşatılmış olduğunun bilincinde olmasıdır. Bahse konu farkındalıkla birlikte firmalardan paydaşları ile olan etkileşimlerini de etkin bir şekilde yönetmeleri beklenmektedir. Bu kapsamda firmalar uzun vadede değer yaratma potansiyeli olan alanları belirleyebilir, ekonomik, sosyal ve çevresel riskleri etkin bir şekilde yönetebilir, kaynak tüketimi ve tedarik zinciri gibi alanlarda uygulayacağı politikalarla faaliyet giderlerini azaltabilir ve paydaşlarıyla kurduğu iletişim mekanizmasıyla firmaya sadık ve güven duyan müşterilere sahip olabilir (Deloitte, 2020). Şüphesiz işletmelerin stratejik planlarında ve karar süreçlerinde sürdürülebilirlik konularını dikkate almaları, buna uygun faaliyetleri süreçlere eklemeleri ve bahse konu faaliyetlerle ilgili paydaşlarını bilgilendirmeleri oldukça zaman alıcı ve maliyetli bir uğraştır. Ancak firma yöneticileri bu uğraşların firmaya sağlayacağı avantajlar konusunda emin olursa sürdürülebilirlik bir zorunluluk olmaktan çıkıp bir tercih konusu haline gelebilir.

Sürdürülebilirlik kavramı kurumsal düzeyde ele alındığında firmaların hissedar ve paydaşlarının beklentilerini gelecek nesillerin ihtiyaçlarından ödün vermeksizin karşılama çabaları olarak tanımlanabilir (Dyllick ve Hockerts, 2002). Kurumsal sosyal sorumluluk ise ekonomik faaliyetlerin toplum beklentilerini karşılayacak şekilde sürdürülmesi ve üretim/dağıtım süreçlerinin sosyoekonomik refahı artıracak şekilde dizayn edilmesini ifade etmektedir (Frederick, 1960). Bu bağlamda sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk kavramlarının her ikisinin de “gönüllülük” esasına dayanan uygulamalar olmaları gibi yakınlıkları olduğu görülmektedir. Van Marrewijk (2003) sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluğu bir paranın iki yüzüne benzetmiş ve kavramları sosyal/çevresel faktörlerin ve paydaşlarla iletişim mekanizmasının işletme faaliyetlerine dahil edilmesi temelinde ele almıştır. Bu kapsamda kurumsal sosyal sorumluluğun kurumsal sürdürülebilirliğin

bünyesinde yer aldığı, diğer bir ifadeyle, kurumsal sosyal sorumluluk kurumsal sürdürülebilirliğin temel bileşenlerinden biri olarak görülmektedir (Caymaz, Soran ve Erenel, 2014; Van Marrewijk, 2003). Bu çalışmada da sürdürülebilirlik olarak ifade edilen kavram kurumsal sürdürülebilirliği ve bünyesinde barındırdığı kurumsal sosyal sorumluluğu temsil etmektedir.

Firmalardan faaliyetlerini sürdürülebilir hale getirmeleri yanında faaliyet sonuçları hakkında çevresel ve sosyal boyutları da içeren bir yapıda paydaşlarını bilgilendirmeleri beklenmektedir. Bilindiği gibi firmalar ekonomik durumlarını yayımladıkları finansal tablolarla belirli yasal düzenleme ve standartlara uygun bir yapıda ilgililerine sunmaktadır. Ek olarak firmaların yayımladığı finansal tablolar bağımsız denetçi tarafından da incelenerek finansal tabloların kredibilitesi artırılmakta ve kullanıcılarına güvence sunulmaktadır (Khurana ve Raman, 2004). Ancak finansal durumları hakkındaki bilgiler dışındaki konularda (örneğin sürdürülebilirlik konusunda) finansal raporlarda olduğu gibi yasal zemine sahip bir uygulama bulunmamaktadır. Bu durumda firmaların sürdürülebilirlik konusundaki bilgilerinin paydaşlarına iletilmesi faaliyet raporları, kurumsal sosyal sorumluluk raporları, sürdürülebilirlik raporları gibi araçlar vasıtasıyla büyük ölçüde gönüllü bir yapıda gerçekleşmektedir. Bu raporlar isim olarak farklılık gösterse de temelde aynı amaca hizmet eden iletişim araçlarıdır ve son yıllarda çoğunlukla Sürdürülebilirlik Raporu ifadesi benimsenmiştir (Carroll, 2015). Uygulama alanı dikkate alındığında ise Global Fortune 250 firmalarının %95'inin sürdürülebilirlik raporu yayımladığı bilinmektedir (Carroll, 2015). Ayrıca Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG) tarafından yayımlanan 2020 yılına ilişkin 52 farklı ülkeden 5.200 firmanın katıldığı ve küresel ölçekte firmaların sürdürülebilirlik raporlaması eğilimlerinin incelendiği anket bulgularına göre incelenen firmalarının %80'inin, Japonya ve Meksika'da faaliyet gösteren ilk 100 firmanın ise tamamının sürdürülebilirlik raporu yayımladığı tespit edilmiştir (KPMG, 2020). Raporda ek olarak, Kuzey Amerika'da faaliyet gösteren firmaların %90 raporlama oranıyla inceleme grubunda en yüksek sürdürülebilirlik raporlaması yapan coğrafya olduğu ve Fransa, Japonya, Hindistan ve Malezya'da ise sürdürülebilirlik raporlaması kapsamında ciddi artışların olduğu belirtilmiştir. Firmaların sürdürülebilirlik faaliyetleri ile ilgili paydaşlarını bilgilendirmelerinin bir diğer yolu da sürdürülebilirlikle ilişkili endekslerde işlem görmeleridir. Payları halka açık olan firmalar Türkiye'de olduğu gibi sürdürülebilirlik performansına göre oluşturulan endekslerde işlem görerek diğer işletmelerden ayrıldıklarını ve sürdürülebilirlik bağlamında belirli kriterleri karşıladıkları mesajını paydaşlarına iletebilirler.

Firmaların sürdürülebilirlik ve raporlama konusundaki artan uygulamaları ilgili literatürde de yansımalarını göstermekte ve konu araştırmacılar tarafından gittikçe artan bir ilgi görmektedir. Bu doğrultuda kurumsal sürdürülebilirlik ile ilişki olabilecek pek çok firmaya özgü değişken inceleme konusu olmaktadır. Konunun ilgi görmesinin bir nedeni de sürdürülebilirlik faaliyetlerinin ve bunlarla ilgili paydaşların bilgilendirilmesinin oldukça maliyetli ve zaman gerektiren bir yapıda olması ve firma yöneticilerinin bu uğraşların firmaya olan katkısı konusunda emin olmamalarıdır (O'Dwyer, 2002). Bu değerlendirme aynı zamanda ilgili alanda daha fazla akademik çalışma yapılması için bir çağrı olarak

değerlendirilebilir. Bu noktadan hareketle firmaların sürdürülebilirlik kapsamında incelenmesi ve yeni bilgilerin üretilmesi firmalar, düzenleyici kurum/kuruluşlar ve konuyla ilgili taraflar açısından önemli çıkarımlar sağlayacaktır.

İlgili literatür incelendiğinde, sürdürülebilirlik ile firma performansı (McGuire, Sundgren, ve Schneeweis, 1988; Mishra ve Suar, 2010), sermaye maliyeti (Ng ve Rezaee, 2015; Wu, Lin, ve Wu, 2014) ve kurumsal yönetim (Chan, vd., 2014; Harjoto ve Jo, 2011) gibi firmaya özgü değişkenler arasındaki ilişkilerin incelendiği görülmektedir. Ancak sürdürülebilirlik faaliyetleri daha geniş ve bütüncül bir yaklaşımla ele alındığında, inceleme konusunun mevcut literatürle sınırlı kalmaması ve sürdürülebilirlik konusunun farklı açılardan incelenmesi gerektiği görülmektedir. Sürdürülebilirlik faaliyetleri firmalar açısından uzun vadeli değer yaratma süreci olarak dikkate alındığında, firmaya sermaye sağlayacak tarafların da firmanın sürdürülebilirlik performansını sermaye sağlama karar sürecinde dikkate almaları beklenmektedir. Bu noktadan hareketle sürdürülebilirliğin firmaya olan etkileri kapsamında incelenen bir konu da firmaların finansmana erişimi konusudur. Bu incelemedeki amaç; firmaların sürdürülebilirlik performansları ve buna ilişkin açıklamalarının firmaların finansmana erişim üzerindeki etkilerinin incelenmesidir. Elde edilen bulgular firmaların sürdürülebilirlik performansları ve açıklamalarının firmaların finansmana erişimini kolaylaştırdığını göstermektedir (Cheng vd., 2014; García-Sánchez vd., 2019). Bu durum firmaların sürdürülebilirlik kapsamındaki faaliyetleri sayesinde nasıl değer yarattığı sorusunun da bir cevabı olarak değerlendirilebilir. Firmaların faaliyet ve karar süreçlerinde tüm paydaşların çıkarlarını korumaya yönelik hareket etmeleri ve buna ilişkin açıklamaları yayımlamaları uzun vadeli değer yaratma süreçleri hakkında paydaşları bilgilendirmelerine ve bu sayede paydaşlarıyla olan ilişkilerini etkin bir şekilde yönetebilmelerine olanak tanımaktadır (Bénabou ve Tirole, 2010).

Sürdürülebilirlikle ilgili Türkiye örneğinde yapılan çalışmalarda sürdürülebilirlik performansı ve finansal performans arasındaki ilişkilerin incelenmesi (Düzer ve Saime, 2018; Sak ve Dalgar, 2020), kurumsal sosyal performans ve borçlanma maliyetleri arasındaki ilişki (Sinem, 2021) ve sürdürülebilirlik ve belirleyici faktörleri (Acar vd., 2021; Aytekin ve Erol, 2018) gibi konuların incelendiği görülmektedir. Bu noktadan hareketle sürdürülebilirliğin firmaların finansmana erişimi üzerindeki etkisi Türkiye örneği açısından incelemeye açık bir konu olarak değerlendirilmiştir. Ek olarak, Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların farklı ülkelerdeki benzer firmalara göre karlılık oranları ya da iç kaynak yaratma kabiliyetleri daha düşüktür (Özmen, Şahinöz ve Yalçın, 2012). Dolayısıyla Türkiye’de faaliyet gösteren firmalar için finansmana erişim konusu ayrı bir öneme sahiptir. Bu doğrultuda çalışmanın amacı sürdürülebilirliğin firmaların finansmana erişimi üzerindeki etkisinin incelenmesi olarak belirlenmiştir. Bu sayede çalışma, (i) Türkiye örneği için yeni bilgiler üreterek ve (ii) sürdürülebilirlik faaliyetlerinin potansiyel avantajlarını ortaya koymak suretiyle konuyla ilgili farkındalık oluşturarak literatüre katkı sunmayı hedeflemektedir.

Belirlenen çalışma amacı kapsamında firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem görmeleri, yönetim kurulunda kurumsal sosyal sorumluluk komitesi olması, kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayımlamaları ve yayımlanan kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence hizmeti sağlanması temelinde oluşturulan hipotezler test edilmiştir. Çalışmanın örnekleme BIST Tüm Endekste işlem gören firmalardan oluşmaktadır. İnceleme dönemi 2014-2019 yıllarını kapsayan çalışmada toplam 1384 firma-yıldan oluşan gözlem seti kullanılmıştır.

Çalışmadan elde edilen bulgular firmalar, düzenleyici kurum/kuruluşlar ve ilgili diğer taraflar açısından önemli çıkarımlar sunmaktadır. Örneğin, firmalar sürdürülebilirlik performansının finansmana erişim üzerindeki etkileri kapsamında kendi sermaye yapılarını ve finansman ihtiyaçlarını değerlendirerek sürdürülebilirlik politikalarına yön verebilirler. Düzenleyici kurumlar firmaların sürdürülebilirlik performansı ve sermaye sağlayan tarafların bahse konu performansa verdikleri önemi dikkate alarak sermaye piyasası düzeyinde düzenlemeleri hayata geçirebilirler. Ek olarak, bu çalışma, bilimsel bir inceleme alanı olan ve gittikçe artan bir ilgiye sahip olan sürdürülebilirlik konusuna ilgi duyan araştırmacılar için potansiyel yeni araştırma soruları sunmaktadır.

Bu çalışma izleyen bölümlerden oluşmaktadır. İkinci bölümde ilgili literatür sunulmuştur. Üçüncü bölümde teorik çerçeve temelinde çalışmada test edilen hipotezler açıklanmıştır. Dördüncü bölümde çalışmada kullanılan veri, yöntem ve tanımlayıcı istatistikler sunulmuştur. Beşinci bölümde elde edilen bulgular ve ilave analizler raporlanmıştır. Altıncı bölümde ise elde edilen bulgulara ilişkin değerlendirmeler ve yedinci bölümde sonuç kısmı yer almaktadır.

2. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Literatürde kurumsal sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk çoğu zaman birbiri yerine kullanılan ve temsil edilen bir araştırma yapısında incelenmektedir. Bu nedenle kurumsal sürdürülebilirlik çalışmalarının çoğunda kurumsal sosyal sorumluluk verilerinin kullanıldığı görülmektedir. Bunun nedeni, daha önce de ifade edildiği gibi kurumsal sosyal sorumluluk ve kurumsal sürdürülebilirlik arasındaki yakın ilişkidir (Van Marrewijk, 2003). Örneğin García-Sánchez vd. (2019) firmaların kurumsal sosyal sorumluluk raporlamalarındaki açıkların giderilmesinde Küresel Raporlama İnisyatifi (Global Reporting Initiative - GRI) ve Uluslararası Finansal Kurumlar (International Finance Corporation - IFC) stratejilerinin benimsenmesinin etkisini incelemiştir. Elde edilen bulgular firmaların kurumsal sosyal sorumluluk komitesine sahip olmalarının GRI ve IFC stratejilerini benimsemelerinde belirleyici olduğu ve bu sayede firmaların daha sürdürülebilir bir yönetim anlayışına sahip oldukları tespit edilmiştir. Aynı zamanda bu durumun firmaların paydaşlar ile daha şeffaf bir iletişim mekanizması oluşturulmasını da teşvik ettiği belirtilmiştir. Cheng vd. (2014) firmaların sürdürülebilirlik performanslarının paydaşlarıyla arasındaki etkileşimi etkin yönetmelerini ve daha şeffaf bir yapıya kavuşmalarını sağladığını, vekâlet sorununu ve bilgi asimetrisini azalttığını ve bu sayede finansmana daha kolay erişim sağladıklarını gösteren bulgular raporlamışlardır. Bu durumun

itici gücünün ise firmaların sosyal/çevresel konulardaki performansının ve ilgili açıklamalarının olduğu ifade edilmiştir.

D. Dhaliwal vd., (2014) 31 ülkede faaliyet gösteren firma verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada kurumsal sosyal sorumluluk açıklamalarının sermaye maliyetini azalttığını ve bu ilişkinin paydaş ilişkilerinin güçlü olduğu ülkelerde daha belirgin olduğunu raporlamışlardır. Kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması ile sermaye maliyeti arasındaki negatif yönlü ilişkinin bahse konu raporlamanın firma ve paydaşlar arasındaki bilgi asimetrisini azaltıcı rolünden kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Kurumsal sosyal sorumluluk performansı ve bilgi asimetrisi ilişkisini inceleyen Cho, vd., (2013) performansın negatif ya da pozitif olmasından bağımsız olarak kurumsal sosyal sorumluluk açıklamalarının firma ve paydaşları arasındaki bilgi asimetrisini azalttığını gösteren bulgular raporlamışlardır. Buna ek olarak kurumsal sosyal sorumluluk performansının negatif olduğu örneklerde söz konusu ilişkinin daha belirgin olduğu da tespit edilmiştir. Fon tahsis edenlerle şirketler arasındaki bilgi asimetrisi fonların kısıtlanmasının ya da fon maliyetlerinin artışının sebebidir. Çünkü bilgi asimetrisi, bilgi kullanmak isteyen fon sahiplerinin kullanmak istedikleri bilgiler için maliyete katlanması gerektiği bir durumu işaret etmektedir. Bu nedenle fon sahipleri bu maliyeti sağlayacakları fona yansıtacak ve dolayısıyla firmalar açısından fon maliyetlerinin artmasına neden olan bir süreç ortaya çıkacaktır. Literatürde ilgili değerlendirmeyi destekleyen pek çok çalışma söz konusudur (Minard, 2016). Kurumsal sosyal sorumluluk raporlarının da içinde olduğu sürdürülebilirlik raporları daha çok gönüllü bilgi ifşasını içerdiğinden bilgi asimetrisini azaltan raporlardır. Çünkü ilgili raporların paydaşlar tarafından işletmelerin daha şeffaf olduğunun göstergesi olduğu düşünülmektedir (Cho vd., 2013). Firma ve paydaşlar arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılması rolünün yanında firma yönetiminin sürdürülebilirlik performansının artırılması ve buna bağlı olarak yapılan açıklamaların güvenilirliğinin sağlanmasına etkisi olan faktörleri inceleyen çalışmalar da konuyla ilgili önemli bulgular sunmaktadır. Bu kapsamda Fuente, vd., (2017) Madrid Borsasında işlem gören firmaların yer aldığı bir örnekte firmaların yönetim kurulu yapıları ve kurumsal sosyal sorumluluk açıklamaları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Elde edilen bulgular firmaların kurumsal sosyal sorumluluk açıklamaları ile yönetim kurulu bağımsızlığı ve cinsiyet çeşitliği arasında doğrudan ilişki olduğunu göstermektedir. Buna göre yönetim kurulunda daha fazla bağımsız üye ve kadın üye olmasının firmanın kurumsal sosyal sorumluluk açıklamalarını artırmaktadır. Firmalarda kurumsal sosyal sorumluluk komitesinin varlığı yeterli deneyim ve bilgiye sahip üyelerden oluşan bir yönetim kurulu alt komisyonunun varlığını göstermektedir. Bu üyeler yönetim kuruluna politikalar sunabilir, raporlanan bilgilerin doğruluğunu sağlayabilir ve önerilen önlemleri izleyebilir ve denetleyebilirler.

Firmaların sürdürülebilirlik performanslarının bir göstergesi olması ve bu kapsamda firmalar arasında konuyla ilgili farkındalığın artırılması amacıyla son 20 yılda gösterge niteliğinde sürdürülebilirlik endeksleri oluşturulmaktadır. Firmalar bu endekslerde işlem görerek de paydaşlarının firma sürdürülebilirlik performansına yönelik algılarını şekillendirebilir ve bazı faydalar sağlayabilirler.

Yapılan çalışmalarda sürdürülebilirlik endeksinde işlem görmenin firmalar açısından önemli kazanımlarından biri de düşük maliyetli finansmana erişim olarak ifade edilmektedir. Özellikle sosyal ve çevresel performansın değerlendirilmesi için kullanılan endeks vasıtasıyla firmaların karşılaştırılmasına ve firmalarla ilgili karar alma süreçlerine katkıda bulunmaktadır. Bahse konu endekste işlem gören firmalar için finansal anlamda olumlu kazanımlar elde edilmesi beklenmektedir. Orsato, vd., (2015) Brezilya Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem gören firmaları incelediği çalışmasında firmaların genellikle yeni faaliyetler kazanma, firma tanınırlığının artırılması ve bilgiye erişim gibi maddi olmayan kazanımların firmaların ilgili endekste işlem görme konusundaki motivasyonlarını oluşturduğunu tespit etmişlerdir. Buna ek olarak çevresel performansı düşük olan firmaların toplum nazarında meşruiyet kazanmak (Dawkins ve Fraas, 2011), finansal performansın artırılması (Zyglidopoulos, 2001), uzun vadede rekabetçi avantaj elde etmek (García-de-Madariaga ve Rodríguez-de-Rivera-Cremades, 2010) ve firmalar arasındaki bilgi ve deneyim paylaşımının artırılması (King ve Lenox, 2000) gibi amaçların firmaların söz konusu endekste işlem görme istekliliklerinin nedenleri olarak sıralanabilir.

Öte yandan sürdürülebilirlik raporları da dahil olmak üzere kurumsal sosyal sorumluluk raporlarının sadece yayımlanması paydaşların karar vermeleri açısından ilgili raporlara tam güvenini sağlamayabilir. İlgili raporlara güvence verilmesinin özellikle sosyal ve çevresel bilginin algılanan güvenilirliğinin artmasına sebep olduğu ve güvencenin sürdürülebilirliğe olumlu katkıda bulunduğu yapılan çalışmalarla ortaya konmuştur. Örneğin Hodge, vd., (2009) firmaların yayımladığı kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence sağlanmasının rapor kullanıcılarının yayımlanan bilgilerin güvenilirliği konusundaki algılarına etkisini incelemiş ve çevresel ve sosyal konularla ilgili bilgilerin güvenilirlik algısının dış güvence ile artırıldığı sonucuna ulaşmışlardır. Benzer şekilde Simnett, vd., (2009) sürdürülebilirlik raporlaması yapan 2.113 şirketten oluşan bir örnekleme, ilgili raporların dış güvence verilmesi suretiyle güvenilirliğinin dış paydaşlar nezdinde artırıldığı sonucuna ulaşmışlardır. Bunun en önemli nedenlerinden birinin sürdürülebilirlik raporlaması gibi raporlara ilişkin genel kabul görmüş bir raporlama standardının bulunmaması nedeniyle raporlamada önemli farklılıkların olabileceğidir. Bu anlamda dış güvence ile firmaların paydaşlarına çevresel ve sosyal konuları içeren raporlarına karşı güvenilirliğin artırıldığı ortaya çıkmıştır. Dolayısıyla firmaların ihtiyari olan kurumsal sosyal sorumluluk ve sürdürülebilirlik raporlamalarının yanı sıra dış güvence ile güvenilirliğin artırılması firma ve paydaşları arasında bilgi asimetrisini azaltabilir ve firmaların finansmana erişim konusunda daha avantajlı bir konuma kavuşacağı beklenebilir.

Konuyla ilgili Türkiye örnekleminde yapılan çalışmalar da son yıllarda artış göstermektedir. Ancak bu çalışma, daha önce Türkiye örneklemini konu eden diğer çalışmalardan firmaların sürdürülebilirlik performansının finansmana erişim üzerindeki etkilerini incelemesi bakımından farklılaşmaktadır. Bu durum BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem gören firma sayılarının da her yıl artış göstermesiyle birlikte değerlendirildiğinde Türkiye’de konuyla ilgili farkındalığın gelişim

gösterdiği çıkarımı yapılabilir. Bu kapsamda Düzer ve Saime (2018) çalışmasında GRI raporlama ilkelerine göre sürdürülebilirlik bilgilerini yayımlayan işletmelerin finansal performanslarını incelemiştir. Elde edilen bulgular sosyal ve çevresel açıklamaların firmaların finansal performansı üzerinde olumlu etkisinin olduğunu göstermiştir. Benzer şekilde Sak ve Dalgar (2020) BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem gören firmaların sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performansları üzerinde etkili olduğunu tespit etmişlerdir. Sinem (2021) firmaların sürdürülebilirlik performansının borçlanma maliyetleri üzerinde herhangi bir etkisi olup olmadığını incelediği çalışmada çevresel performansın borçlanma maliyetini azalttığını raporlamıştır.

3. TEORİK ÇERÇEVE VE HİPOTEZLERİN GELİŞTİRİLMESİ

Sürdürülebilirlikle ilgili yapılan çalışmaların genellikle paydaş teorisi (stakeholder theory) çerçevesinde şekillendiği görülmektedir (García-Sánchez vd., 2019). Bilindiği gibi paydaş teorisinde (shareholder theory) firmalar sahip ve ortaklarına karşı finansal sorumluluklara sahiptir ve sahiplerin beklentilerini önceleyerek faaliyetlerini sürdürmektedir. Bunun sonucunda paydaş teorisinde firmanın temel amacı hissedar değerini maksimize etmek olarak ifade edilebilir. Diğer taraftan, paydaş teorisine göre firmanın sorumlu (etkileşimde) olduğu ortaklar dışında da devlet, politik gruplar, çalışanlar, müşteriler, kreditorler ve hatta rakipler gibi gruplar söz konusudur (Freeman, 1984). Bahse konu teoriler arasındaki kapsam farklılıkları firmaların faaliyetlerini ve buna bağlı olarak ilgililerine sunmaları gereken bilgi içeriklerini değiştirmektedir. Örneğin ortak teorisinde firmaların finansal bilgileri ön planda yer alırken, paydaş teorisinde finansal bilgilerin yanında çevresel ve sosyal bilgiler de önem kazanmaktadır. Bunun nedeni paydaş teorisinin ortak teorisine göre firmanın etkileşimde olduğu çevreyi çok daha geniş bir yelpazede ele almasıdır. Paydaş teorisi bu yaklaşımla firmaların finansal bilgilerinin yanında finansal olmayan bilgilerini de beklentiye uygun ve gerçeği yansıtan bir şekilde sunmalarının uzun vadeli faaliyet sürdürebilmelerinde kilit rol üstlendiğini ortaya koymaktadır (Cheng vd., 2014).

Sürdürülebilirlik ve finansmana erişim arasındaki ilişkinin temelinde ise vekâlet (temsil) teorisi (agency theory) ve bilgi asimetrisi yer almaktadır (information asymmetry). Temsil maliyetlerinin ve bilgi asimetrisinin yüksek olduğu bir ortamda fon sahiplerinin firmalara fon sağlamak için razı olacakları getiri oranı da temsil ve bilgi asimetrisi maliyetlerini içerecek şekilde olacaktır (Cheng vd., 2014). Bu noktadan hareketle firmalar, temsil maliyetini ve bilgi asimetrisini düşürmeye yönelik faaliyetleri stratejik planlarına ekleyerek finansmana erişimi kolaylaştırabilir ve aynı zamanda borçlanma maliyetlerini azaltmaya yönelebilirler. Sürdürülebilirlik faaliyetleri, paydaş teorisi kapsamında, firmanın etkileşimde olduğu paydaşlarını geniş bir yelpazede ele aldığı için karşılıklı güven duygusu üzerine kurulu uzun vadeli bir ilişkiyi kapsamaktadır. Jones (1995) firma ve paydaşları arasındaki iletişimde etik uygulamalara yer verilmesinin kısa dönemli kazanımlardan çok daha etkin olacağını, firmaların bu sayede paydaşları ile karşılıklı güven ortamını tesis edebileceklerini belirtmiştir. Buna ek olarak, böyle bir ortamın firmalar için temsil maliyetlerinin azalması anlamına geleceği

değerlendirilmiştir. Bu kapsamda, paydaşlarını dikkate alan ve onlarla uygun iletişim kanallarını etkin bir şekilde kullanan firmaların kısa dönemli kazanımlardan ziyade uzun vadeli değer yaratan süreçlere yoğunlaşacağı ve kurulan güçlü ilişki sayesinde gelir/kar artışı sağlaması beklenebilir. Sürdürülebilirlik performansı yanında, firmaların yönetim kurulunda ayrı bir kurumsal sosyal sorumluluk komitesinin varlığının da kilit paydaşlarla firma arasındaki iletişimi güçlendirdiği ve firmanın şeffaflığının artırılmasında anlamlı bir rol üstlendiği yapılan çalışmalarla ortaya konmuştur (García-Sánchez vd., 2019). Benzer bir yaklaşımla, Martínez-Ferrero, vd., (2021) kurumsal sosyal sorumluluk komitesi varlığının firmanın sürdürülebilirlik performansının artırılmasında aracı bir rol üstlendiğini belirtmiştir. Dolayısıyla, sürdürülebilirlik konusunda diğer firmalardan ayrışan ve yönetim kurulunda ayrı bir kurumsal sosyal sorumluluk komitesi olan firmaların piyasa tarafından da düşük maliyetle ve daha kolay bir şekilde finansmana erişim konusunda ödüllendirilmeleri beklenebilir (Martínez-Ferrero ve García-Sánchez, 2017).

Diğer taraftan D. S. Dhaliwal vd. (2011) çalışmasında nispeten yüksek sermaye maliyetine katlanan firmaların izleyen dönemde kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması yapma eğiliminde olduğunu ve bu durumun firma için izleyen dönemde sermaye maliyetinde düşüşü beraberinde getirdiğini raporlamıştır. Ayrıca bu firmaları takip eden analistlerin firma ile ilgili tahminlerindeki yanlış paylarının azaldığı, diğer firmalara göre daha yüksek sermaye artışı gerçekleştirdiği tespit edilmiştir. Özellikle analistlerin tahmin hatalarının azalması açık bir şekilde firmanın kurmuş olduğu etkin iletişim mekanizması (kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması yapması) sayesinde bilgi asimetrisinin azalması sonucunda ortaya çıkmıştır. Yapılan çalışmalarda firmaların kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması yapmalarının sermaye maliyetlerini azalttığı ve finansmana erişime olumlu katkı yaptığı raporlanmıştır (Bhuiyan ve Nguyen, 2019; Cheng vd., 2014; García-Sánchez vd., 2019). Bu noktadan hareketle kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması yapan firmaların diğer firmalara göre hem borçlanma maliyetlerinin daha düşük hem de finansmana erişimlerinin daha iyi olacağı beklenmektedir.

Sürdürülebilirlik faaliyetlerinde bulunan ve bunlarla ilgili bilgileri kurumsal sosyal sorumluluk raporları, faaliyet raporları ya da sürdürülebilirlik raporları adı altında ilgililere duyuran firmalarla ilgili bir diğer husus da yayımlanan bilgilerin güvenilirliği konusudur. Yapılan çalışmalar yayımlanan raporların üçüncü taraflarca denetimden geçirilmesinin raporların güvenilirliğini artırdığını ortaya koymaktadır (Brown-Liburd ve Zamora, 2015; Du ve Wu, 2019; Weber, 2018). Finansal raporlama sürecinden farklılık gösteren sürdürülebilirlik raporlaması, denetim aşamasında da finansal tabloların denetiminden farklılık göstermektedir. Bu kapsamda sürdürülebilirlik raporu yayımlayan firmaların bu raporlara üçüncü taraflardan güvence hizmeti sağlamalarının yayımlanan bilgilerin kredibilitesine olumlu katkı yapacağı ve firmanın finansmana erişimini kolaylaştırması beklenmektedir. Bu doğrultuda çalışmada test edilecek hipotezler aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur:

H1A= Firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem görmesi finansmana erişimine olumlu katkı sunar.

H2A= Firmaların yönetim kurulunda kurumsal sosyal sorumluluk komitesi olması finansmana erişimine olumlu katkı sunar.

H3A= Firmaların sürdürülebilirlik raporu yayımlaması finansmana erişimine olumlu katkı sunar.

H4A= Firmaların yayımladığı sürdürülebilirlik raporlarına üçüncü taraflardan dış güvence hizmeti sağlanması finansmana erişime olumlu katkı sunar.

4. METODOLOJİ

Bu başlık altında çalışmada kullanılan veriler, model ve yöntemle ait bilgiler sunulmuştur.

4.1. Çalışmada Kullanılan Model

Bu çalışmada sürdürülebilirliğin firmaların finansmana erişimi üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu doğrultuda çalışmada kullanılan modelin oluşturulmasında daha önce konuyla ilgili yapılan çalışmalardan faydalanılmıştır. Literatürde kullanılan araştırma modelinin genel görünümü aşağıdaki şekildedir (Cheng vd., 2014; García-Sánchez vd., 2019).

$$KZ_{i,t} = \alpha_0 + Sürdürülebilirlik_{i,t} + Kontrol_{i,t} + Yıl + \eta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Eşitlik 1’de ifade edilen model çalışmada kullanılan modellerin genel görünümünü yansıtmaktadır. Modelde yer alan $KZ_{i,t}$ firmaların finansmana erişim düzeylerinin temsilcisidir. $Sürdürülebilirlik_{i,t}$ firmaların sürdürülebilirlik performansı temsilcilerini, $Kontrol_{i,t}$ firma düzeyinde kontrol değişkenlerini ve $Yıl$ inceleme dönemindeki yıl etkisini kontrol altına almak amacıyla modele dahil edilen yıl sabit etkileri göstermektedir. Aynı zamanda, inceleme modelinde hem birim (firma, i) hem de zaman (yıl, t) boyutuna sahip bir yapı söz konusudur. Bu yapı sürdürülebilirliğin firmanın finansmana erişimi üzerindeki etkisini incelerken bazı firmaya özgü değişkenlere ait bilgilerin yanında yıl bilgilerinin modele dahil edildiğini göstermektedir. Modelde yer alan η_i firma bilgisini $\varepsilon_{i,t}$ ise model hata terimini yansıtmaktadır.

4.2. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Çalışmanın amacına uygun olarak kullanılan değişkenler firmaların finansmana erişimi, sürdürülebilirlik ve kontrol değişkenleri olarak gruplandırılmıştır.

Finansmana Erişim (KZ): Firmaların finansmana erişimi Kaplan ve Zingales (1997) tarafından literatüre kazandırılan KZ endeksi ile temsil edilmiştir. Kaplan ve Zingales (1997) firmaların yatırım ve nakit akışı arasındaki duyarlılık ilişkisini finansal kısıtlar bağlamında incelemiştir. Olasılık tahminine

dayanan model esasında firmaların dış kaynağa olan bağımlılığını göstermektedir. KZ endeksinin hesaplanmasında kullanılan eşitlik aşağıdaki şekilde ifade edilebilir (Cheng vd., 2014).

$$KZ_{endeks_{i,t}} = -1,002 \left(\frac{NA_{i,t}}{TV_{i,t-1}} \right) - 39,638 \left(\frac{KP_{i,t}}{TV_{i,t-1}} \right) - 1,315 \left(\frac{NVB_{i,t}}{TV_{i,t-1}} \right) + 3,139 (Kaldıraç_{i,t}) + 0,283 Q_{i,t} \quad (2)$$

Görüldüğü gibi KZ endeksi beş bileşenden oluşan bir yapıya sahiptir. Eşitlikte yer alan ifadeler aşağıdaki şekilde tanımlanabilir.

$NA_{i,t}$ = Firmaların t dönemindeki nakit akışları.

$KP_{i,t}$ = Firmaların t döneminde ödemiş oldukları nakit kar payı ödemeleri.

$NVB_{i,t}$ = Firmaların t döneminde sahip oldukları nakit ve benzerleri.

$Kaldıraç_{i,t}$ = Firmaların t dönemindeki toplam borçlarının toplam varlıklara oranı.

$Q_{i,t}$ = Firmaların t dönemindeki Tobin Q oranı ((Sermayenin Piyasa Değeri + Yükümlülüklerin Piyasa Değeri) / (Sermayenin Defter Değeri + Yükümlülüklerin Piyasa Değeri)).

Eşitlik 2’de görüldüğü gibi KZ endeks değeri her firma-yıl için hesaplanmaktadır. KZ endeksinden elde edilen değer firmaların finansmana erişimini yansıtmaktadır. KZ endeksinin yüksek olması firmaların finansmana erişim konusunda zorlandıklarını, daha çok dış kaynağa bağımlı olduklarını ve endeks değerinin düşük olması tam tersini göstermektedir. KZ endeksinin hesaplanmasında kullanılan değişkenler uç değerlerinin elimine edilmesi amacıyla %1 ve %99 aralığında düzeltilmiştir.

Sürdürülebilirlik: Çalışmada incelenen hipotezlere uyumlu olarak firmaların sürdürülebilirliği kapsamında dört değişken kullanılmıştır. Bunlar sırasıyla; BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem görme (H1A testi için - *Sürdürülebilirlik*), yönetim kurulunda kurumsal sosyal sorumluluk komitesine sahip olma (H2A testi için - *KSS Komite*), kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması yayımlama (H3A testi için - *Raporlama*) ve yayımlanan kurumsal sosyal sorumluluk raporlamasına dış güvence hizmeti sağlama (H4A testi için - *Dış Güvence*) değişkenleridir.

BIST Sürdürülebilirlik Endeksi 2014 yılında “Borsa İstanbul’da işlem gören ve kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst seviyede olan şirketlerin yer alacağı bir endeks oluşturulması” amacıyla kurulmuştur (BIST, 2021). Endeksin bir amacı da Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların sürdürülebilirlik konusunda anlayış, bilgi ve uygulamalarının artırılmasıdır. Bir firmanın BIST sürdürülebilirlik endeksinde işlem görebilmesi için öncelikle bağımsız bir derecelendirme şirketi olan Ethical Investment Research Services (EIRIS) tarafından incelenerek gerekli kriterleri sağlaması gerekmektedir. Endekse her yıl yeni firmalar eklenmekte ve mevcut firmalardan kriterleri karşılamayanlar endeks dışı bırakılmaktadır. Bu kapsamda yapılan analizlerde *Sürdürülebilirlik* değişkeni olarak ifade edilen değişkende endekste yer alan firmalar 1 almayanlar ise 0 olarak

kodlanmıştır. *KSS Komite* değişkeni firmalardan yönetim kurulunda ayrı bir kurumsal sosyal sorumluluk komitesi olanlar için 1 olmayanlar için 0 değeri almıştır. *Raporlama* değişkeni kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması yapan firmalar için 1, yapmayan firmalar için 0 değerini almaktadır. Son olarak, *Dış Güvence* değişkeninde yayımlanan kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına üçüncü taraflarca güvence hizmeti sağlanan firmalar 1 sağlanmayan firmalar için 0 değeri yer almaktadır. Görüldüğü üzere sürdürülebilirlik kapsamında incelenen dört değişken de kukla değişkendir.

Kontrol Değişkenleri: Modelde yer alan kontrol değişkenlerinin tespitinde ilgili literatürde yer alan çalışmalardan faydalanılmıştır. Hussain, Rigoni, ve Orij (2018) toplam varlık büyüklüğü yüksek olan firmaların kar amacı olmayan (kurumsal sosyal sorumluluk / sürdürülebilirlik) faaliyetler için daha fazla kaynağa sahip olduğunu belirtmiştir. Bu nedenle çalışmada incelenen modellere firma büyüklüğü (*TV*) değişkeni eklenerek firmaların varlık büyüklüğü kapsamındaki özellikleri modelde kontrol altına alınmalıdır. Firma büyüklüğü değişkeni her firma yıl için toplam varlıkların doğal logaritması (*TV*) olarak hesaplanmıştır.

4.3. Model Tahminci Seçimi

Çalışmada kullanılan veri seti hem birim hem zaman boyutunu içerdiği için panel veri seti olarak adlandırılmaktadır. Panel veri yönteminin uygulanmasında temel olarak havuzlanmış veri OLS (pooled OLS), sabit etkiler (fixed effects) ve rassal etkiler (random effects) tahminçileri olmak üzere üç farklı tahminci söz konusudur. Çalışma kapsamında kullanılan veri seti ve inceleme konusu ile ilgili en tutarlı tahmincinin seçilerek analizlerin yapılması şüphesiz elde edilen bulgulardan yola çıkarak yapılacak çıkarımların isabetli olmasını sağlayacaktır. Tahminci seçiminde temel olarak dikkate alınması gereken tahmincilerin varsayımlarıdır. Örneğin sabit etkiler tahmincisinde hata terimi ve açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon olduğu varsayımı yapılırken rassal etkiler tahmincisinde tam tersi durum söz konusudur (Gujarati, 2009). Buna ek olarak sabit etkiler modeli gözlemlenemeyen değişkenlerin etkisini kontrol altına almak amacıyla da modele eklenebilir. Paneli oluşturan her birim için bir kukla değişkenin modele dahil edilmesi ve birimin zaman boyutunda göstermiş olduğu değişim üzerinden analizlerin yapılması sabit etkiler tahmincisinin temel özellikleri olarak sıralanabilir. Ancak çalışmada kullanılması gereken tahmincinin seçiminde referans istatistiklerin kullanılması ve buna göre tahmincilerin seçilmesi yerinde olacaktır.

Bu amaçla çalışmada incelenen modeller öncelikle OLS ve rassal etkiler tahminçileri ile çalıştırılmış ve hangi tahmincinin daha tutarlı bulgular ürettiğini belirlemek için Breusch-Pagan testi uygulanmıştır. Bahse konu testin boş hipotezinde birim varyansların 0 olduğu, diğer bir ifadeyle, birimler arasında bir farklılığın olmadığı kabul edilmektedir. Elde edilen test olasılık değerinin 0,05'den büyük olması ($p > 0,05$) rassal etkiler tahmincisinin OLS tahmincisinden daha tutarlı bulgular ürettiği anlamına gelmektedir. Daha sonra rassal etkiler ve sabit etkiler tahminçileri için hangisinin daha tutarlı olduğu Hausman testi ile incelenmiştir (Hausman, 1978). Hausman testi esasında hata terimi ve

açıklayıcı değişkenler arasındaki korelasyondan yola çıkarak bu seçimin yapılmasını sağlamaktadır. Hausman testinin boş hipotezinde hata terimi ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon olmadığı varsayılmaktadır. Bu varsayım daha önce de ifade edildiği gibi rassal etkiler tahmincisine aittir. Bu nedenle Hausman test olasılık değerinin 0,05’den küçük olması ($p < 0,05$) boş hipotezin reddedildiğini, diğer bir ifadeyle, sabit etkiler tahmincisinin veri setine daha uygun olduğunu göstermektedir. Bu kapsamda yapılan analizler sonucunda elde edilen bulgular çalışmada kullanılan modellerde sabit etkiler tahmincisinin kullanılması gerektiğini göstermiştir. Aynı zamanda hata terimleri paneli oluşturan firma düzeyinde kümelenerek (firm level clustered standard errors) heterojen varyans problemi kontrol altına alınmıştır.

4.4. Çalışmada Kullanılan Veri Seti

Bu çalışmada BIST Tüm Endekste yer alan firmalar inceleme örnekleme ve 2014-2019 yılları inceleme dönemi olarak belirlenmiştir. İnceleme döneminin 2014 yılından başlamasının nedeni BIST Sürdürülebilirlik Endeksinin 2014 yılında hesaplanmaya başlanmış olmasıdır. Bahse konu endekste (BIST Tüm Endeks) toplam 347 firma işlem görmektedir. Bu firmalardan finans sektöründe faaliyet gösterenler ve çalışmada kullanılacak değişkenlerin hesaplanabilmesi için ihtiyaç duyulan verilerinde eksiklik olan firmalar örneklem dışında bırakılmıştır. Veri setinin nihai hali düzensiz panel haline gelmiş ve yapılan eliminasyon işleminin ardından temel analizlerde toplam 242 firmaya ait 1.384 firma-yıl gözlem setine ulaşılarak analizler yapılmıştır. Çalışmada kullanılan tüm verilere Thompson Reuters Refinitive veri tabanından erişim sağlanmıştır.

5. BULGULAR

Çalışma kapsamında elde edilen bulgular tanımlayıcı istatistikler ve korelasyon bulguları, temel analiz bulguları ve alternatif ölçüm yöntemi bulguları olmak üzere üç grup halinde bu başlıkta raporlanmıştır.

5.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Bulguları

Çalışmada kullanılan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 1’de sunulmuştur.

Tablo 1. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	En Düşük	En Yüksek	Std. Sapma
Sürdürülebilirlik	0,113	0	1	0,317
KSS Komite	0,05	0	1	0,218
Raporlama	0,072	0	1	0,259
DışGüvence	0,021	0	1	0,143
Tobin Q	1,138	0,015	10,718	0,98
TV	19,959	15,095	25,743	1,871

NA	0,069	-0,151	0,298	0,113
NVB	0,111	0,003	0,419	0,119
FaizGideri	0,123	0,015	0,508	0,121
KP	0,017	0	0,201	0,037
KZ	0,195	-3,98	3,659	1,507
Kaldıraç	0,257	0	0,856	0,211

Tabloda yer alan değişkenler sırasıyla; *Sürdürülebilirlik*: BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem gören firmalar için 1 diğer firmalar için 0 değeri alan kukla değişken, *KSS Komite*: Yönetim kurulunda ayrı bir kurumsal sosyal sorumluluk komitesi olan firmalar için 1 diğerleri için 0 değeri alan kukla değişken, *Raporlama*: Kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayımlayan firmalar için 1 diğerleri için 0 değeri alan kukla değişken, *DışGüvence*: Yayımlanan kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına üçüncü taraflarca dış güvence hizmeti sağlanan firmalar için 1 diğerleri için 0 değeri alan kukla değişken, *Tobin Q*: Firmaların (borç ve sermayenin piyasa değeri / borç ve sermayenin defter değeri) oranı, *TV*: Firmaların toplam varlıklarının doğal logaritması, *NA*: Firmaların nakit akışlarının geçmiş dönem toplam varlıklarına deflate edilmesi, *NVB*: Firmaların nakit ve benzerlerinin geçmiş dönem toplam varlıklara deflate edilmesi, *Faiz Gideri*: Firmaların t dönemindeki faiz giderlerinin t dönemindeki toplam borçlarına oranı, *KP*: Firmaların ödemiş olduğu nakit kar payı tutarlarının geçmiş dönem toplam varlıklarına deflate edilmesi, *KZ*: Firmaların finansmana erişim durumunu temsil eden değişken, *Kaldıraç*: Firmaların toplam borcunun toplam varlıklara deflate edilmesini ifade etmektedir.

Tablo 1’de yer alan bulgularda inceleme grubu firmalarının %11,3’ünün BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem gördüğü, %5’inin ayrı bir kurumsal sosyal sorumluluk komitesine sahip olduğu, %7,2’sinin kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayımladığı ve %2,1’inin yayımlanan kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence hizmeti sağladığı görülmektedir. İnceleme döneminde firmaların ortalama Tobin Q oranı 1,138 ve toplam varlıklarının doğal logaritması ortalamasının (TV) 19,959 olduğu tespit edilmiştir. Firmaların toplam varlıklarının %6,9’u oranında nakit akışına ve toplam varlıklarının %11,1’i düzeyinde nakit ve benzerlerine sahip olduğu görülmüştür. İnceleme döneminde firmaların borçlanmaları için katlandıkları maliyet %12,3 düzeyinde gerçekleşmiştir. Toplam varlıkların %1,7’si oranında hissedarlara nakit kar payı ödemesi gerçekleşen inceleme döneminde firmaların ortalama borçluluk oranı %25,7 olarak tespit edilmiştir. Çalışmanın ilgi değişkeni olan firmaların finansmana erişimini temsil eden KZ değişkeni ortalamasının 0,195 olduğu görülmüştür. Çalışmada kullanılan değişkenler arasındaki korelasyon bulguları Tablo 2’de raporlanmıştır.

Tablo 2. Korelasyon Bulguları

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) KZ	1,000							
(2) FaizGideri	-0,021	1,000						
(3) Sürdürülebilirlik	-0,314***	-0,142***	1,000					
(4) KSS Komite	-0,225***	-0,091***	0,515***	1,000				
(5) Raporlama	-0,281***	-0,106***	0,651***	0,722***	1,000			
(6) DışGüvence	-0,219***	-0,085***	0,368***	0,535***	0,524***	1,000		
(7) TV	-0,235***	-0,170***	0,551***	0,402***	0,513***	0,253***	1,000	
(8) Kaldıraç	0,439***	-0,360***	0,168***	0,108***	0,127***	0,085***	0,226***	1,000

***, %1 düzeyinde anlamlı korelasyon katsayısını ifade etmektedir.

Tablo 2’de raporlanan bulgular incelendiğinde firma finansman erişiminin (KZ) Sürdürülebilirlik (-0,314, $p<0,001$), KSS Komite (-0,225, $p<0,001$), Raporlama (-0,281, $p<0,001$) ve Dış Güvence (-0,219, $p<0,001$) değişkenleri ile arasındaki ilişkide negatif ve anlamlı korelasyon katsayılarına sahip olduğu görülmektedir. Firmaların sürdürülebilirlik endeksinde işlem görmeleri, yönetim kurulunda kurumsal sosyal sorumluluk komitesinin olması, kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayımlamaları ve yayımlanan kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence sağlanması ile KZ skorları arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Daha önce de ifade edildiği gibi KZ skorunun yüksek olması firmanın finansmana erişim konusunda güçlük yaşadığı anlamına gelmektedir. Bu noktadan hareketle, tespit edilen ters yönlü ilişki firmaların finansmana erişiminin kolaylaştığı anlamına gelmektedir. KZ değişkeninin aynı zamanda TV ile negatif ve anlamlı korelasyon katsayısına (-0,235, $p<0,001$) sahip olduğu tespit edilmiştir. Bahse konu ilişki firma büyüklüğü arttıkça finansmana erişimin de kolaylaştığı şeklinde yorumlanabilir. Kaldıraç değişkeninin ise KZ ile arasında pozitif ilişki olduğu (0,439, $p<0,001$) ve söz konusu bulgudan firmaların borçluluk oranı arttıkça finansmana erişiminin de güçleştiği anlaşılabilir. Ek olarak, faiz giderleri ve sürdürülebilirlik değişkenleri arasındaki ilişki incelendiğinde negatif ve anlamlı korelasyon katsayılarının tespit edildiği görülmektedir. Bu durum, sürdürülebilirlik kapsamında ifade edilen firma özelliklerinin borçlanma maliyetleriyle ters yönlü bir ilişkiye sahip olduğu anlamına gelmektedir.

5.2. Temel Analiz Bulguları

Temel analizler kapsamında öncelikle firmaların sürdürülebilirlik kapsamında değerlendirilen değişkenlerine göre bazı temel finansal göstergeleri karşılaştırılmıştır. Buradaki amaç; sürdürülebilirlik değişkenleri bağlamında firmaların bazı temel finansal göstergeler konusunda farklılaşmış farklılaşmadığının tespit edilmesidir. Bu doğrultuda incelenen temel finansal göstergeler faiz giderleri, kar payı ödemeleri, nakit akışları ve nakit ve benzerleri kalemleridir. Bahse konu finansal göstergelerin

seçimindeki kriter firmaların finansal gücünü temsil eden temel değişkenler olmalarıdır. Firmaların sürdürülebilirlik kapsamında temel finansal göstergeler bağlamında farklılaşıp farklılaşmadığını test etmek için dört fark testi yapılmış ve elde edilen bulgular Tablo 3’de raporlanmıştır.

Tablo 3 Finansal Göstergelerin Fark Testi Bulguları

Sürdürülebilirlik	N	Ort. Faiz Gid.	Ort. KP	Ort. NA	Ort. NVB
0	1388	0,128	0,016	0,062	0,105
1	178	0,081	0,030	0,119	0,162
T-test		4,950	-5,050	-6,400	-6,100
Olasılık		0,000	0,000	0,000	0,000
KSS Komite	N	Ort. Faiz Gid.	Ort. KP	Ort. NA	Ort. NVB
0	1480	0,125	0,017	0,065	0,105
1	86	0,077	0,026	0,138	0,218
T-test		3,550	2,100	5,650	8,300
Olasılık		0,001	0,037	0,000	0,000
KSS Raporlama	N	Ort. Faiz Gid.	Ort. KP	Ort. NA	Ort. NVB
0	1440	0,127	0,016	0,064	0,105
1	126	0,078	0,031	0,130	0,189
T-test		4,250	-4,100	-6,150	-7,350
Olasılık		0,000	0,000	0,000	0,000
DışGüvence	N	Ort. Faiz Gid.	Ort. KP	Ort. NA	Ort. NVB
0	1530	0,124	0,017	0,067	0,110
1	36	0,056	0,029	0,152	0,182
T-test		3,300	-1,750	-4,350	-3,450
Olasılık		0,001	0,077	0,000	0,001

Tablo 3’de görüldüğü gibi firmalar BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem görme, kurumsal sosyal sorumluluk komitesi varlığı, kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayımlama ve yayımlanan raporlara dış güvence sağlanması kriterlerine göre gruplandırılmıştır. Yapılan bu gruplandırma kapsamında faiz gideri, nakit kar payı ödemesi, nakit akışları ve nakit ve benzerlerinin farklılaşıp farklılaşmadığı incelenmiştir. Farklılığın tespiti amacıyla t testi yöntemi uygulanmıştır. Bu bağlamda sürdürülebilirlik değişkenlerine göre inceleme grubu firmalarının borçlarının maliyetlerinin (faiz gideri) diğer firmalara göre daha düşük, hissedarlarına ödedikleri nakit kar payı düzeylerinin, nakit akışlarının ve nakit ve benzerlerinin diğer firmalara göre daha yüksek olduğu görülmüştür. Elde edilen bulgular sürdürülebilirlik kapsamında değerlendirilen firma özelliklerine sahip firmaların diğer firmalara göre daha düşük borçlanma maliyetine katlandıklarını, daha yüksek kar payı ödediklerini ve daha yüksek nakit akış ve nakit ve benzerlerine sahip olduklarını göstermiştir.

Sürdürülebilirlik özelliklerini taşıyan firmaların finansal göstergeler açısından diğer firmalardan ayrıştığını gösteren incelemede karşılaştırma gruplarında yer alan gözlem sayıları farklılık göstermektedir. Bu kapsamda Ruxton (2006) Welch t testi yönteminin (Welch, 1947) iki grupta yer alan örneklem sayısının farklı olması ve grup varyanslarının eşit olmama durumunda daha etkin sonuçlar elde edilmesine olanak tanıdığını ifade etmiştir. İncelenen gruplardaki örneklem sayılarının birbirinden farklı olmaları nedeniyle Welch t testi yöntemi kullanılarak aynı inceleme tekrarlanmış ve bulguların değişmediği gözlemlenmiştir.

Fark testleri ile sürdürülebilirlik kapsamında firmaların temel finansal göstergeler açısından farklılıkları incelendikten sonra sürdürülebilirliğin firmaların finansmana erişimine olan etkilerinin incelenmesi amacıyla regresyon analizi yöntemi uygulanmıştır. Bu analizde kullanılan modelde KZ bağımlı değişken olarak yer almaktadır. Daha önce belirtildiği gibi yapılan analizlerde sabit etkiler tahmincisi kullanılarak firma düzeyinde değişen ancak zamanda sabit gözlemlenemeyen değişkenlerin etkisi de kontrol altına alınmıştır. Ek olarak, modelde çoklu bağıntı problemi (multicollinearity) için hem korelasyon analizinde elde edilen korelasyon katsayıları hem de Varyans Şişirme Faktörü (VIF) değerleri dikkate alınmıştır. Korelasyon katsayıları dikkate alındığında en yüksek korelasyon katsayılarının sürdürülebilirlik değişkenleri arasında olduğu görülmüştür ($r=0,722$). Ancak bahse konu değişkenler aynı anda modele dahil edilmedikleri için çoklu bağıntı problemine neden olmayacaktır. Hesaplanan VIF değerlerinin de sınır olarak kabul edilen 10'un (Gujarati, 2009) altında olması (en yüksek 1,62) nedeniyle modelin çoklu bağıntı probleminden etkilenmediği tespit edilmiştir. Bu kapsamda yapılan analizlerden elde edilen bulgular Tablo 4'de sunulmuştur.

Tablo 4 Regresyon Analizi Bulguları

Değişkenler	Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alma	KSS Komitesine Sahip Olma	KSS Raporu Yayınlama	KSS Raporunun Dış Denetimi
Sürdürülebilirlik	-0,849*** (0,299)			
KSS Komite		-0,859*** (0,269)		
Raporlama			-0,654*** (0,234)	
Dış Güvence				-0,887 (0,592)
TV	0,091 (0,091)	0,048 (0,097)	0,042 (0,087)	0,012 (0,087)
Sabit Terim	0,599 (1,660)	1,392 (1,742)	1,520 (1,762)	2,126 (1,763)
Gözlem Sayısı	1.384	1.384	1.384	1.384
R ²	0,062	0,056	0,067	0,016
Firma Sayısı	242	242	242	242
Firma Etkisi	Evet	Evet	Evet	Evet
Yıl Etkisi	Evet	Evet	Evet	Evet

Tablo 4'de sağlaştırmış standart hatalar (robust standart errors) parantez içinde sunulmuştur. *** ve * sırasıyla %1 ve %10 düzeyinde anlamlı katsayıları ifade etmektedir. Modellerde yer alan değişkenler incelendiğinde kontrol değişkeni olarak yalnızca TV değişkeninin modele dahil edildiği görülmektedir. Bunun nedeni *Kaldıraç* değişkeninin bağımlı değişken olan KZ'nin hesaplanmasında da kullanılmış olmasıdır. *Kaldıraç* değişkeninin modelde açıklayıcı değişken olarak yer almasının elde edilecek bulguların tutarlılığı üzerindeki etkisini ortadan kaldırmak amacıyla bahse konu değişken modelde yer almamaktadır (Cheng vd., 2014).

Çalışma kapsamında sürdürülebilirlik dört farklı değişken aracılığıyla incelendiği için her değişken ayrı bir model vasıtasıyla incelenmiş ve bulgular dört sütun halinde sunulmuştur. Bu

doğrultuda her sütun (Model 1, Model 2, Model 3 ve Model 4) çalışma kapsamında incelenen sürdürülebilirlik değişkenlerinin açıklayıcı değişken olarak modellerde yer aldığı bulguları içermektedir. Model 1 sütunu incelendiğinde Sürdürülebilirlik değişkeninin negatif ve anlamlı (-0,849, $p < 0,001$) katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Söz konusu bulgu BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem gören firmaların finansmana erişiminin ortalamada daha kolay olduğunu göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, bahse konu endekste işlem görmeyen firmanın finansmana erişimini kolaylaştırdığı anlaşılmaktadır. Bu kapsamda elde edilen bulgular *H1A* hipotezini desteklemektedir. Model 2 sütunu incelendiğinde *KSS Komite* değişkeninin negatif ve anlamlı (-0,859, $p < 0,001$) katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Firmaların kurumsal yönetim komitesine sahip olmalarının finansmana erişimi kolaylaştırdığını gösteren bulgular aynı zamanda *H2A* hipotezini desteklemektedir. Model 3 sütununda yer alan bulgulara göre *Raporlama* değişkeni negatif ve anlamlı (-0,687, $p < 0,001$) katsayıya sahiptir. Firmaların kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayımlamalarının finansmana erişimi kolaylaştırdığı anlamına gelen katsayı *H3A* hipotezini desteklemektedir. Nihai olarak Model 4 sütununda firmaların yayımladıkları kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence sağlama durumuna ilişkin bulgular yer almaktadır. Bu kapsamda *DışGüvence* değişkeninin beklentilere uygun olarak negatif ancak anlamsız (-0,887, $p > 0,10$) katsayıya sahip olduğu görülmektedir. Bu durum firmaların yayımlamış oldukları kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına güvence hizmeti sağlanmasının finansmana erişim üzerindeki etkisine dair yapılacak yorumların da anlamsız olmasına neden olmakta ve *H4A* hipotezini desteklememektedir. Bu sonucun nedeni örneklem grubunda yer alan ve yayımladıkları kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence hizmeti sağlayan işletme sayısının azlığı ve Türkiye’de bahse konu uygulamanın nispeten yeniliğinden dolayı farkındalığının düşük olması olabilir. Modellerde yer alan kontrol değişkeni olan firma büyüklüğü (*TV*) değişkeninin her modelde pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan katsayılarla sahip olduğu görülmektedir. Bu durum da firma büyüklüğüne ilişkin yapılacak çıkarımların anlamsız olmasına neden olmaktadır.

5.3. Alternatif Ölçüm Yöntemine Ait Bulgular

Firmaların finansa erişimini temsil etmek üzere literatürde pek çok yöntem kullanılmaktadır (Kim ve Park, 2015). Bunun nedeni finansal açıdan kısıtları olan ya da iflas riski yüksek olan firmaların tahmin edilmesindeki güçlülüdür. Bu çalışmada ise literatürde yaygın olarak kullanılan *KZ* ölçüm yöntemi tercih edilmiştir. Ancak alternatifler arasından da yaygın olan bir yöntemle firmaların finansmana erişimi hesaplanarak analizlerin tekrar edilmesi çalışmadan elde edilen bulguların güvenilirliğinin artırılmasına katkı sunacaktır. Bu amaçla firmaların finansmana erişimini temsil etmek için Whited ve Wu (2006) çalışmasıyla literatüre kazandırılan ve *WW* endeksi olarak bilinen temsilci hesaplanmıştır. *WW* endeksi firmaları dış finans temin etme konusunda altı bileşenden oluşan bir yapıda incelemekte ve gösterimi aşağıdaki şekildedir.

$$WWendeks_{i,t} = -0,091 \left(\frac{NA_{i,t}}{TV_{i,t-1}} \right) - 0,062 \left(\frac{KP_{i,t}}{TV_{i,t-1}} \right) + 0,021 Kaldıraç_{i,t} - 0,044 TV_{i,t} + 0,102 \text{SektörSatışBüyüme}_{i,t} - 0,035 \text{SatışBüyüme}_{i,t} \quad (3)$$

Eşitlik 3’de formüle edilen *WW* endeksinin büyük olması firmanın finansmana erişim konusunda güçlük yaşadığının göstergesi olarak kabul edilmektedir. Endeks *KZ* endeksiyle ortak üç değişkenin (*NA*, *KP* ve *Kaldıraç*) yanında farklı üç bileşene daha sahiptir. Aynı zamanda *KZ* endeksinde kullanılan sabit değerler de *WW* endeksinde farklılık göstermektedir. *KZ* endeksiyle aynı olan üç bileşen ve *TV* değişkeni daha önce açıklandığı için burada yalnızca *WW* endeksinin farklılık gösterdiği diğer bileşenler açıklanmıştır. Bunlar sırasıyla *SektörSatışBüyüme* ve *SatışBüyüme* bileşenleridir. *SektörSatışBüyüme* firmanın faaliyet gösterdiği sektörün satış büyümesini (sektör toplam satış tutarı_{*t*} / Sektör toplam satış tutarı_{*t-1*}) ve *SatışBüyüme* firmanın yıllık satış büyümesini (Satışlar_{*t*} / Satışlar_{*t-1*}) ifade etmektedir. *WW* endeksi de *KZ* endeksinde olduğu gibi her firma yıl örneklemini için hesaplanmaktadır. Bu aşamada Tablo 4’de raporlanan analiz hesaplanan *WW* endeksi bağımlı değişken olarak dikkate alınarak tekrarlanmıştır. Elde edilen bulgular Tablo 5’de sunulmuştur.

Tablo 5 *WW* Endeksi Regresyon Analizi Bulguları

Değişkenler	Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alma	KSS Komitesine Sahip Olma	KSS Raporu Yayınlama	KSS Raporunun Dış Denetimi
Sürdürülebilirlik	-0.021*** (0.002)			
KSS Komite		-0.022*** (0.005)		
Raporlama			-0.019*** (0.004)	
DışGüvence				-0.016 (0.014)
Sabit Terim	-0.884*** (0.002)	-0.886*** (0.003)	-0.885*** (0.003)	-0.886*** (0.003)
Gözlem Sayısı	1,519	1,519	1,519	1,519
R ²	0.038	0.030	0.025	0.017
Firma Sayısı	261	261	261	261
Firma Etkisi	Evet	Evet	Evet	Evet
Yıl Etkisi	Evet	Evet	Evet	Evet

Tablo 5’de sağlaştırılmış standart hatalar parantez içinde sunulmuştur. ***, %1 düzeyinde anlamlı katsayıları ifade etmektedir. Temel analiz modelinde olduğu gibi *WW* değişkeninin finansmana erişimi temsil ettiği modelde kontrol değişkeni (*TV*) modele dahil edilmemiştir. Bunun nedeni *TV*’nin *WW* değişkeninin hesaplanmasında kullanılmış olmasıdır. Dolayısıyla, *TV*’nin modelde açıklayıcı değişken olarak yer alması içsellik (endogeneity) problemine neden olabilir. Diğer bir anlatımla, *TV*’ye etkisi olan gözlemlenemeyen bir faktör aynı zamanda *WW* üzerinde de bir etkisi olacak ve bulguların içsellik sorununa maruz kalmasına neden olacaktır. Bu kapsamda Tablo 5’de raporlanan bulgular incelendiğinde büyük ölçüde Tablo 4’de sunulan bulgularla benzerlik gösterdiği görülmektedir. Bu durum temel analizler kapsamında elde edilen bulguların firmaların finansmana erişiminin alternatif ölçüm yöntemlerine göre de desteklendiğini göstermektedir. Bu kapsamda her iki finansmana erişim

temsilcisi ile yapılan analizlerde sürdürülebilirliğin (*DışGüvence* dışında) firmaların finansmana erişimini kolaylaştırdığını destekleyen bulgular elde edildiği görülmüştür.

6. DEĞERLENDİRME

Sürdürülebilirliğin firmaların finansmana erişimi üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışmanın temel argümanı vekâlet teorisi ve bilgi asimetrisi temelinde şekillendirilmiştir. Sürdürülebilirlik bağlamında diğer firmalardan ayrılan firmaların (BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem görme, kurumsal sosyal sorumluluk komitesine sahip olma, kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayımlama ve yayımlanan raporlara dış güvence sağlama) paydaşlarının çıkarlarını da gözeterek şekilde sürdürülebilirlik politikalarını stratejik planlarına ve karar süreçlerine dahil edecekleri ve kısa dönemli kazanımlar yerine uzun vadeli değer yaratan süreçlere odaklanacakları beklenmektedir. Buna ek olarak sürdürülebilirlik kapsamında yapılan bilgilendirmelerin de (raporlama ve yayımlanan raporlara dış güvence sağlanması) firmanın daha şeffaf bir yapıya bürünmesini sağlayacağı ve bu sayede bilgi asimetrisini azaltacağı beklenmiştir.

Çalışmadan elde edilen bulgular beklentileri büyük ölçüde desteklemekte (*H4A* dışında) ve sürdürülebilirliğin firmaların finansmana erişimini kolaylaştırdığını göstermektedir. Bu kapsamda Türkiye örneğinde sürdürülebilirliğin kaynak dağılımı konusunda etkili bir mekanizma olduğu ortaya konulmuştur. Piyasa katılımcılarının sürdürülebilir politikaları faaliyetlerine adapte eden ve paydaşlarıyla arasındaki ilişkiyi etkin bir şekilde yönetebilen firmaları ödüllendirdiği ve sınırlı olan kaynaklara erişim konusunda bu firmaların daha avantajlı olduğu çıkarımı yapılabilir. Elde edilen bulgular aynı zamanda mevcut literatürle de büyük ölçüde uyum içindedir (Cheng vd., 2014; García-Sánchez vd., 2019; Harjoto ve Jo, 2015). Bahse konu bulgular Türkiye gibi gelişmekte olan ülke piyasaları açısından önemli çıkarımlara sahiptir. Bu çıkarımlardan birincisi, 2014 yılında hesaplanmaya başlayan ve gelişmiş ülkelere göre nispeten yeni olan BIST Sürdürülebilirlik Endeksinin faydaları hakkında piyasa ve firmaların farkındalıklarının artırılarak hem yaşanan çevreye hem de piyasa ve firmalara olan katkılarının artırılmasına dönük çabaların sarf edilmesi gerekliliğidir. Bu aynı zamanda Türkiye’de faaliyet gösteren firmaların daha şeffaf olmalarına ve bu sayede sermaye piyasalarının etkinliğinin artırılmasına da katkı sunacaktır. İkincisi, çalışmada da görüldüğü gibi sürdürülebilirliğin sağladığı avantajlarla firmalar yapmak istedikleri yatırımlarda ihtiyaç duydukları finansmana daha kolay erişim imkanı sağlayabilir ve bu sayede hem hissedarlarının hem de paydaşlarının çıkarına daha iyi hizmet edebilir. Bu bakış açısıyla, sürdürülebilirliğin iki tarafın da kazandığı bir süreç olduğu değerlendirildiğinde firmaların sürdürülebilir politikaları uygulamalarını teşvik edici düzenlemeler hayata geçirilebilir.

7. SONUÇ

Bu çalışmada BIST Tüm Endekste işlem gören firma örneklemini kullanılarak sürdürülebilirliğin finansmana erişim üzerindeki etkileri incelenmiştir. Bu amaçla çalışmada dört hipotez test edilmiştir. Bu hipotezlere sırasıyla firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem görmesi, kurumsal sosyal sorumluluk komitesine sahip olması, kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayımlaması ve yayımlanan kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence hizmeti sağlanması kriterleri temel oluşturmuştur.

Yapılan analizlerden elde edilen bulgular çalışmada test edilen hipotezlerin üçünü desteklemektedir. Bu kapsamda; firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem görmelerinin, kurumsal sosyal sorumluluk komitesine sahip olmalarının ve kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayımlamalarının finansmana erişimi kolaylaştırdığı görülmüştür. Yayımlanan kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence hizmeti sağlanmasının ise finansmana erişim üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir. Bunun nedeni örneklem sayısı içinde kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence hizmeti sağlayan firma sayısının azlığı ve bahse konu uygulamanın Türkiye için henüz yeni bir uygulama olması olabilir.

Bu çalışma Türkiye örneğinde sürdürülebilirliğin firmaların finansmana erişimi üzerindeki etkileri hakkında yeni bilgiler sunması bakımından bir başlangıç noktası olarak değerlendirilebilir. Bu nedenle, konunun daha iyi anlaşılması amacıyla sürdürülebilirliğin finansmana erişimi hangi yolla kolaylaştırdığı ampirik temellerle incelenerek yeni bilgiler üretilebilir. Örneğin sürdürülebilirliğin bilgi asimetrisi üzerindeki etkisi bu kapsamda incelenmesi değerli bir araştırma sorusu olarak değerlendirilebilir. Diğer taraftan, sürdürülebilirliğin uzun vadeli değer yaratma süreci özelliği dikkate alınarak firmaların uzun vadeli değeri diğer hangi kanallarla sağladığı da potansiyel bir araştırma sorusu olarak gelecek çalışmalara önerilmektedir.

KAYNAKÇA

- Acar, M., Durmaz, Ş., ve Coşgunaras, Ş. N. (2021). Sürdürülebilirlik performansını etkileyen finansal ve finansal olmayan faktörler üzerine bir araştırma: BIST sürdürülebilirlik endeksi örneği, *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 14(1), 129-160.
- Aytekin, S., ve Erol, A. F. (2018). Finansal performans kurumsal sürdürülebilirlik performansının temel belirleyicisi midir? BIST sürdürülebilirlik endeksinde aras yöntemi ile bir uygulama, *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi, Özel Sayı*, 869-886.
- Bénabou, R., ve Tirole, J. (2010). Individual and corporate social responsibility, *Economica*, 77(305), 1-19.
- Bhuiyan, M. B. U., ve Nguyen, T. H. N. (2019). Impact of CSR on cost of debt and cost of capital: Australian evidence, *Social Responsibility Journal*, 16(3), 419-430.
- BIST. (2021). *Sürdürülebilirlik endeksi*. Erişim: 7 Şubat 2021, <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/165/bist-surdurulebilirlik-endeksi>

- Brown-Liburd, H., ve Zamora, V. L. (2015). The role of corporate social responsibility (csr) assurance in investors' judgments when managerial pay is explicitly tied to CSR performance, *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(1), 75-96.
- Carroll, A. B. (2015). Corporate social responsibility: the centerpiece of competing and complementary frameworks, *Organizational Dynamics*, 44(2), 87-96.
- Caymaz, E., Soran, S., ve Erenel, F. (2014). *İşletmelerde Kurumsal Sürdürülebilirlik ve Kurumsal Sosyal Sorumluluk İlişkisi: Küresel İlkeler Sözleşmesi Türkiye Örneği*, 13. Ulusal İşletmecilik Kongresinde sunulan bildiri, Marmara Üniversitesi, Antalya. Erişim adresi: <https://www.akut.org.tr/docs/akademik-makaleler/E5-%C4%B0%C5%9Fletmelerde%20Kurumsal%20S%C3%BCrd%C3%BCr%C3%BClebilirlik%20ve.pdf>
- Chan, M. C., Watson, J., ve Woodliff, D. (2014). Corporate governance quality and CSR disclosures, *Journal of Business Ethics*, 125(1), 59-73.
- Cheng, B., Ioannou, I., ve Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance, *Strategic Management Journal*, 35(1), 1-23.
- Cho, S. Y., Lee, C., ve Pfeiffer Jr, R. J. (2013). Corporate social responsibility Performance and Information Asymmetry, *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83.
- Dawkins, C., ve Fraas, J. W. (2011). Coming clean: The impact of environmental performance and visibility on corporate climate change disclosure, *Journal of Business Ethics*, 100(2), 303-322.
- Deloitte. (2020). *Sustainability and Corporate Social Responsibility (CSR)*. Erişim: 10 Şubat 2021, <https://www2.deloitte.com/ru/en/pages/risk/solutions/sustainability-and-csr.html>
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., ve Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency, *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328-355.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., ve Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting, *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Du, K., ve Wu, S.-J. (2019). Does external assurance enhance the credibility of csr reports? Evidence from CSR-related misconduct events in Taiwan, *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 38(4), 101-130.
- Düzer, M., ve Saime, Ö. (2018). Sürdürülebilirlik performans göstergelerine ilişkin açıklamaların finansal performans üzerine etkisi: BIST'te bir uygulama, *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 11(1), 93-117.
- Dyllick, T., ve Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability, *Business Strategy and the Environment*, 11(2), 130-141.
- Frederick, W. C. (1960). The growing concern over business responsibility, *California Management Review*, 2(4), 54-61.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Fuente, J. A., García-Sánchez, I. M., ve Lozano, M. B. (2017). The role of the board of directors in the adoption of GRI guidelines for the disclosure of CSR information, *Journal of Cleaner Production*, 141, 737-750.
- García-de-Madariaga, J., ve Rodríguez-de-Rivera-Cremades, F. (2010). Corporate social responsibility and the classical theory of the firm: Are both theories irreconcilable?, *Innovar*, 20(37), 5-19.

- García-Sánchez, I. M., Gomez-Miranda, M.-E., David, F., ve Rodríguez-Ariza, L. (2019). The explanatory effect of CSR Committee and assurance services on the adoption of the IFC Performance standards, as a means of enhancing corporate transparency, sustainability accounting, *Management and Policy Journal*, 10(5), 773-797.
- García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Martínez-Ferrero, J., ve Ruiz-Barbadillo, E. (2019). Impact of disclosure and assurance quality of corporate sustainability reports on access to finance, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4), 832-848.
- Gujarati, D. N. (2009). *Basic econometrics*. Boston: Tata McGraw-Hill Education.
- Harjoto, M. A., ve Jo, H. (2011). Corporate governance and CSR Nexus, *Journal of Business Ethics*, 100(1), 45-67.
- Harjoto, M. A., ve Jo, H. (2015). Legal vs. normative CSR: Differential impact on analyst dispersion, stock return volatility, cost of capital, and firm value, *Journal of Business Ethics*, 128(1), 1-20.
- Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics, *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 46(6), 1251-1271.
- Hemming, G. (2020). *Wealth Wars: The Companies More Profitable Than Countries*. Erişim: 7 Ocak 2021, <https://abcfinance.co.uk/blog/companies-more-profitable-than-countries/>
- Hodge, K., Subramaniam, N., ve Stewart, J. (2009). Assurance of sustainability reports: impact on report users' confidence and perceptions of information credibility, *Australian Accounting Review*, 19(3), 178-194.
- Hussain, N., Rigoni, U., ve Orij, R. P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance, *Journal of Business Ethics*, 149(2), 411-432.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A Synthesis of ethics and economics, *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- Kaplan, S. N., ve Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?, *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169-215.
- Khurana, I. K., ve Raman, K. (2004). Litigation Risk and the financial reporting credibility of big 4 versus non-big 4 audits: Evidence from Anglo-American countries, *The Accounting Review*, 79(2), 473-495.
- Kim, J., ve Park, J. L. (2015). How do financial constraint and distress measures compare?, *Investment Management and Financial Innovations*, 12(2), 41-50.
- King, A. A., ve Lenox, M. J. (2000). Industry self-regulation without sanctions: the chemical industry's responsible care program, *Academy of Management Journal*, 43(4), 698-716.
- KPMG. (2020). *The Time Has Come: The KPMG Survey on Sustainability Reporting 2020*. Erişim. 17 Şubat 2021, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf>
- Martínez-Ferrero, J., ve García-Sánchez, I. M. (2017). Sustainability Assurance and Cost of Capital: Does Assurance Impact on Credibility of Corporate Social Responsibility Information?, *Business Ethics: A European Review*, 26(3), 223-239.
- Martínez-Ferrero, J., Lozano, M. B., ve Vivas, M. (2021). The impact of board cultural diversity on a firm's commitment toward the sustainability issues of emerging countries: The mediating effect of a CSR committee, corporate social responsibility and environmental management. Çevrimiçi ön yayım. <https://doi.org/10.1002/csr.2080>

- McGuire, J. B., Sundgren, A., ve Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance, *Academy of Management Journal*, 31(4), 854-872.
- Minard, P. (2016). Signalling Through the Noise: Private Certification, Information Asymmetry and Chinese Smes' Access to Finance, *Journal of Asian Public Policy*, 9(3), 243-256.
- Mishra, S., ve Suar, D. (2010). Does corporate social responsibility influence firm performance of Indian companies?, *Journal of Business Ethics*, 95(4), 571-601.
- Ng, A. C., ve Rezaee, Z. (2015). Business Sustainability performance and cost of equity capital, *Journal of Corporate Finance*, 34, 128-149.
- O'Dwyer, B. (2002). Managerial perceptions of corporate social disclosure: An Irish story, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 406-436.
- Orsato, R. J., Garcia, A., Mendes-Da-Silva, W., Simonetti, R., ve Monzoni, M. (2015). Sustainability indexes: Why join in? A study of the 'corporate sustainability index (ISE)' in Brazil, *Journal of Cleaner Production*, 96, 161-170.
- Özmen, E., Şahinöz, S., ve Yalçın, C. (2012). *Profitability, saving and investment of non-financial firms in Turkey* (TCMB Working Paper No. 12/14). Central Bank of Republic of Turkey.
- Ruxton, G. D. (2006). The unequal variance t-test is an underused alternative to student's t-test and the mann-whitney u test, *Behavioral Ecology*, 17(4), 688-690.
- Sak, A. F., ve Dalgat, H. (2020). kurumsal sürdürülebilirliğin firmaların finansal performansına etkisi: BIST kurumsal sürdürülebilirlik endeksindeki firmalar üzerine bir araştırma, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*(85), 173-186.
- Simnett, R., Vanstraelen, A., ve Chua, W. F. (2009). Assurance on Sustainability reports: An international comparison, *The Accounting Review*, 84(3), 937-967.
- Sinem, A. (2021). Kurumsal sosyal performansın borçlanma maliyetlerine etkisi, *Muhasebe ve Denetim Bakış*, 20(62), 191-206.
- Van Marrewijk, M. (2003). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion, *Journal of Business Ethics*, 44(2), 95-105.
- Weber, J. L. (2018). Corporate Social responsibility disclosure level, external assurance and cost of equity capital, *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(4), 694-724.
- Welch, B. L. (1947). The generalization of student's' problem when several different population variances are involved, *Biometrika*, 34(1/2), 28-35.
- Whited, T. M., ve Wu, G. (2006). Financial constraints risk, *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559.
- Wu, S.-w., Lin, F., ve Wu, C.-m. (2014). Corporate social responsibility and cost of capital: An empirical study of the Taiwan stock market, *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(sup1), 107-120.
- Zyglidopoulos, S. C. (2001). The impact of accidents on firms' reputation for social performance, *Business & Society*, 40(4), 416-441.