

# ESG SKORUNUN FİRMAYA ÖZGÜ BELİRLEYİCİLERİ, BORSA İSTANBUL ÖRNEĞİ

## Makale Bilgileri

Geliş Tarihi : 18.01.2023  
Kabul Tarihi : 13.06.2023  
Türü : Araştırma Makalesi  
DOI Numarası : 10.55322/mbakis.1238294

Doç. Dr. Arzu ŞAHİN\*

Dr. Elif ACAR\*\*

## Bibliyografik Bilgiler

Şahin, A., & Acar, E. (2023). "ESG Skorunun Firmaya Özgü Belirleyicileri, Borsa İstanbul Örneği" *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi* (Yıl: 2023, Sayı : 70, Sayfa : 111-128) <https://doi.org/10.55322/mbakis.1238294>

## ÖZ

Bu çalışma, son yıllarda kurumsal sürdürülebilirlik performansının bir ölçütü olarak yaygınlaşan çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (Environmental, Social, and Corporate Governance [ESG]) uygulamalarına etki eden firma düzeyindeki dinamikleri araştırmayı amaçlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda, Borsa İstanbul'da listelenen 222 finansal olmayan şirketin 2014-2021 dönem verileri panel probit ve panel logit modelleri kullanılarak analiz edilmiştir. Analiz bulguları, faaliyet nakit akışı ve nakit dönüşüm süresi açısından likiditesi yüksek olan ve varlık hacmi bakımından nispeten büyük olan şirketlerin ESG skoruna sahip olma olasılığının daha yüksek olduğunu göstermektedir. ESG bilgisi raporlama performansının, daha güçlü likiditeye ve daha büyük varlıklara sahip olmakla pozitif bir ilişkisinin bulunması, meşruiyet teorisi, paydaş teorisi ve atıl kaynaklar teorisi ile uyumludur.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Sürdürülebilirlik, ESG Belirleyicileri, Meşruiyet Teorisi, Atıl Kaynaklar Teorisi, Paydaş Teorisi

**JEL Kodları:** G30, M14, Q01, C33

\* Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Finans Bölümü, asahin@atu.edu.tr, orcid.org/0000-0002-9944-1791

\*\* Adana Alparslan Türkeş Bilim ve Teknoloji Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Yönetim Bilişim Sistemleri Bölümü, eacar@atu.edu.tr, orcid.org/0000-0003-0107-5517

**FIRM SPECIFIC DETERMINANTS OF ESG SCORE, BORSA ISTANBUL EXAMPLE****ABSTRACT**

This study aims to investigate the firm-level dynamics that affect environmental, social, and corporate governance (ESG) practices, which have gained widespread recognition as a measure of corporate sustainability performance in recent years. For this purpose, using panel probit and panel logit models, we analyze the data from 222 non-financial companies listed on Borsa Istanbul between 2014 and 2021. The analysis findings indicate that companies with higher liquidity in terms of operating cash flow and cash conversion cycle, as well as larger in asset volume are more likely to have an ESG score. This positive relationship of ESG reporting performance with stronger liquidity and larger assets is consistent with legitimacy theory, stakeholder theory, and slack resource theory.

**Keywords:** Corporate Sustainability, ESG Determinants, Legitimacy Theory, Slack Resource Theory, Stakeholder Theory.

**JEL Codes:** G30, M14, Q01, C33

**1. GİRİŞ**

1970'li yılların başından itibaren, sürdürülebilir kalkınma, ekonomik kalkınmanın önüne geçen bir yaklaşım olarak şirketlerin kurumsal sürdürülebilirliğe odaklanmalarını öncelikli hale getirmiştir (Coşkun Arslan & Özkan, 2018: 32-33). Kurumsal sürdürülebilirlik, “işletmelerin faaliyetlerinde ve karar mekanizmalarında çevresel (environment), sosyal (social) ve kurumsal yönetim (governance) (ÇYS veya ESG) faktörlerini birlikte dikkate alarak uzun vadeli değer yaratma ve bu faktörlere ilişkin riskleri etkin bir şekilde yönetme” olarak tanımlanmaktadır (BIST, 2014: 5-6). Dolayısıyla kurumsal sürdürülebilir bir firma, paydaşların ve genel olarak toplumun beklentilerini karşılamayı hedefleyerek faaliyetlerinde ekonomik, çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim başarısını dengeleyen firmadır.

2008 küresel finansal krizi ve 2019 pandemisi sonrasında, kurumsal sürdürülebilirlik ve ESG konuları daha fazla dikkat çekmeye başlamıştır (Danışman & Tarazi, 2022: 3; Şahin, 2022a: 133). Son yıllarda, kurumsal sürdürülebilirlik performansının bir göstergesi olarak yaygınlaşan ESG skorları, sürdürülebilirlikle ilgili bilgi paylaşımı ve şeffaflığın ölçüsü olmuştur. ESG skorları, firmalar arasında önemli ölçüde değişkenlik gösterir (Abdul Rahman & Alsayegh Homayoun, 2021: 10; Salah & Salama, 2016: 55) ve bu farklılığı etkileyen faktörler son yıllarda araştırmaların odak noktası olmuştur (Dyduch & Krasodomka, 2017: 5-6; El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023: 2; Sharma, Panday & Dangwal, 2020: 209). Firma düzeyinde yapılan araştırmalar genellikle ESG uygulamalarının finansal performansa etkisini veya firmanın finansal ve finansal olmayan özelliklerinin ESG uygulamalarına etkisini incelemiştir. Bu çalışmaların birinci grubunda, kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının firma performansına olumlu bir etkisi olduğu konusunda genel bir fikir birliği bulunmaktadır (Aras vd., 2020). İkinci gruptaki çalışmalar ise firma karakteristik özelliklerinin ESG uygulamaları ve raporlaması konularında firmalar arası farklılıkları açıklamakta etkili olduğu sonucuna varmıştır.

Bu çalışmada, BIST’te listelenen 222 finansal olmayan firmanın 2014-2021 dönemi panel verileri kullanılarak, firmaların ESG bilgisi raporlama motivasyonlarına etki eden firma-düzeyi karakteristiklerinin araştırılması amaçlanmıştır. Çalışmada, firmaya özgü itici güçlerin analiz edilmesi için ikili tercih modelleri kullanılmıştır. Bu çalışmada, ESG üzerinde etkisi araştırılan bağımsız değişkenler, meşruiyet teorisi (legitimacy theory), atıl kaynaklar teorisi (slack resource theory) ve paydaş teorisi (stakeholder theory) kapsamında belirlenmiştir. Meşruiyet teorisi, bir firmanın toplumun beklentilerini karşılamaya yönelik çabalarının ESG bilgisi raporlamasına olan etkisini açıklamakta faydalı olmaktadır. Atıl kaynaklar teorisi, firmanın ESG uygulamaları ve raporlaması için yeterli kaynaklara sahip olup olmamasının etkisini incelemek için bir çerçeve sunmaktadır. Paydaş teorisi ise, firmaların ESG uygulamaları ve raporlamasında paydaşların beklentilerini gözetmelerinin önemine dikkat çekmektedir.

Bu çalışmanın literatüre birkaç açıdan katkı sağlaması beklenmektedir. İlk olarak, Türkiye’de ESG performansının belirleyicilerini inceleyen sınırlı sayıda çalışma (Özçelik, Avcı Öztürk & Gürsakal, 2014; Yıldırım, Uzun Kocamış & Kuzu, 2018) olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışmada, Türkiye’ye özgü verilerle yapılan mevcut çalışmalarda kullanılmayan, ancak gelişmekte olan ülkelerde önemli olduğu düşünülen likidite ve varlık kullanım verimi gibi değişkenlere yer verilmiştir. Uluslararası literatürde genellikle likidite oranı veya nakit akışları gibi likidite göstergeleri kullanıldığı fark edilmiş, ancak dinamik bir likidite göstergesi olan nakit dönüşüm süresine yer verilmediği tespit edilmiştir. Bu çalışmada, ESG skoru üzerinde etkisi araştırılan likidite değişkenleri arasında nakit dönüşüm süresine de yer verilmektedir. Son olarak, bu çalışmada ESG uygulamalarına dair bilgi paylaşımı ile firma-düzeyi değişkenler arasındaki ilişkiyi açıklamayı amaçlayan bağımsız değişkenler, mevcut teorilere uygun bir şekilde oluşturulmuş ve bulguların bu teorilerle uyumlu olup olmadığı değerlendirilmiştir. Bu şekilde, çalışmanın literatüre teorik ve metodolojik açıdan katkı sağlaması hedeflenmektedir.

## 2. LİTERATÜR ÖZETİ VE HİPOTEZLER

Bu bölümde, firma düzeyinde kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarındaki farklılıkları açıklayan teorilere değinilmiştir. Bu teoriler, ESG skorunu etkileyen firmaya özel faktörleri belirlemek için hipotezlerin oluşturulmasına yardımcı olmuştur. Ayrıca, bu alanda yapılan önceki çalışmalar da özetlenmiştir.

### 2.1. Firma Düzeyi ESG Belirleyicilerine İlişkin Teorileri

ESG bilgisi yayınlayan firmaların firma düzeyinde özelliklerini açıklayan teoriler; meşruiyet teorisi (legitimacy theory), atıl kaynaklar teorisi (slack resource theory) ve paydaş teorisidir (stakeholder theory).

*Meşruiyet Teorisi (The Legitimacy Theory):* Meşruiyet teorisi, ESG uygulamaları hakkında gönüllü bilgi paylaşımını açıklamak için yaygın olarak başvurulan bir teoridir (El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023: 4; Dyduch & Krasodomska, 2017:5-6). Meşruiyet<sup>1</sup>, şirket normlarının toplumda gelişen normlarla uyumlu hale getirilmesidir (Indrianingsih & Agustina, 2020: 117). Firmalar, ürün ve hizmetlerinin farklı paydaş grupları için fayda sağladığını ve tercih sebebi olduğunu kanıtlamak üzere sürdürülebilirlik uygulamalarına dair açıklamalarda bulunur ve böylece toplumda meşru bir statü elde etmeyi hedefler.

1 Suchman (1995) tarafından kurumsal meşruiyet, bir kurumun eylemlerinin sosyal olarak inşa edilmiş bazı normlar, değerler, inançlar ve tanımlar sistemi içinde arzu edilir, uygun veya yerinde olduğuna dair genelleştirilmiş bir algı veya varsayım olarak tanımlanmıştır (Suchman, 1995: 574).

Özellikle, daha fazla sosyal görünürlüğe sahip olan firmalar medya, düzenleyiciler ve toplumun geneli tarafından çeşitli baskılara maruz kalma eğilimindedir. Bu nedenle, bu tür firmalar yalnızca paydaşların beklentilerini karşılamak için değil, aynı zamanda sosyal açıdan bilinçli ve toplum tarafından kabul edilebilir davranışlar sergilediklerini göstermek ve söz konusu baskıları azaltmak için ESG bilgisi yayınlamayı bir araç olarak kullanabilmektedir (Abdul Rahman & Alsayegh, 2021: 10; Baldini vd. 2018: 94). Meşruiyet teorisine göre finansal performans, kârlılık, kaldıraç, büyüklük, çapraz kotasyon, ortaklık yapısı, yabancı sermaye payı, borsada listelenme süresi, analist kapsamı gibi faktörlerin güçlü olması firma görünürlüğünü ve meşruiyet ihtiyacını artırmakta ve bu ihtiyaç da ESG raporlamasına yansımaktadır.

*Atıl Kaynaklar Teorisi (Slack Resources Theory):* Atıl kaynaklar teorisine göre nakit akışı ve birikmiş kâr gibi finansal kaynaklara sahip olan firmalar, ESG aktiviteleri için daha fazla kaynağa sahiptir ve bu nedenle ESG aktivite düzeyleri daha yüksektir. Finansal atıl kaynaklardaki artışlar veya finansal atıl kaynakları artıran durumlar firmaları ESG uygulamalarına daha fazla yatırım yapmaya teşvik etmektedir (Chen vd., 2021: 4-5; DuqueGrisales & AguileraCaracuel, 2021: 322; El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023: 4; Özçelik, Avcı Öztürk & Gürsakal, 2014: 192-193).

*Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory):* Firmaların başarılı ve sürdürülebilir bir şekilde pazarda var olabilmeleri, tüm paydaşlarının ihtiyaçlarını dikkate almalarını ve paydaşlara gerekli bilgileri, özellikle sürdürülebilirlik raporlarını sunmalarını gerektirir. Bu nedenle, paydaş teorisi, bir şirketin ESG raporlamasının temel motivasyon kaynağının paydaşlara bilgi sağlamak olduğunu savunur. Bir şirketin olumlu bir itibar oluşturması ve paydaşlardan destek alması, sürdürülebilirlik gibi bilgilerin açıklanması ile sağlanabilir. Bu durum genellikle finansal olarak güçlü şirketler tarafından gerçekleştirildiği için paydaş teorisi, güçlü finansal yapı ile sürdürülebilirlik raporlaması arasında pozitif bir ilişki öngörür (Sharma, Panday & Dangwal, 2020: 209; Indrianingsih & Agustina, 2020: 117).

## 2.2. Literatür Özeti

Bu araştırmanın bağlamında incelenen çalışmaların özeti örneklem kapsamına göre düzenlenmiş bir akışla sunulmuştur. İlk olarak, tek bir ekonomiye odaklanan çalışmalar (Chen vd., 2021; Dyduch & Krasodomska, 2017; Indrianingsih & Agustina, 2020; Özçelik, Avcı Öztürk & Gürsakal, 2014; Salah & Salama, 2016; Sharma, Panday & Dangwal, 2020; Vitezić, Vuko & Mörec, 2012; Yıldırım, Uzun Kocamış & Kuzu, 2018) özetlenmiştir. İkinci olarak, bölgesel uygulamalara odaklanan araştırmaların (Abdul Rahman & Alsayegh, 2021; El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023) özeti sunulmuştur. Son olarak, örneklemin bir ülke veya bölge ile sınırlı olmadığı, daha geniş kapsamlı örneklem üzerinde çalışan araştırmaların (Del Bosco & Misani, 2016; Baldini vd. 2018; Crespi & Migliavacca, 2020) özetlerine yer verilmiştir.

Özçelik, Avcı Öztürk ve Gürsakal (2014), BIST 100 endeksine dahil olan 81 firmanın 2010-2012 dönemine ait verilerini analiz ederek, firma büyüklüğü dışındaki finansal özelliklerin kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayınlama üzerinde önemli bir etkisi olmadığını ve büyük firmaların sosyal ve çevresel sorumluluk taşıma olasılığının daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır. Yıldırım, Uzun Kocamış ve Kuzu (2018) ise BIST 100 endeksinde yer alan 91 işletmenin 2004-2016 döneminde sürdürülebilirlik

raporlaması yapma olasılığının finansal performans göstergeleri arasında büyüklükle pozitif bir ilişki olduğunu, ancak kârlılık ile ilişkili olmadığını bulmuştur.

Vitezić, Vuko ve Mörec (2012), Hırvatistan gibi gelişmekte olan bir ekonomide örneklem olarak seçtikleri 42 girişimin 2002-2010 dönemine ait 9 yıllık verileriyle yaptıkları analizde, finansal performansı yüksek olan büyük ölçekli girişimlerin sosyal sorumluluk bilincine sahip olma ve sosyal ve çevresel faaliyetlerini ve stratejilerini raporlama olasılığının daha yüksek olduğu sonucuna varmıştır. Salah ve Salama (2016) Mısır Borsası'nda listelenen 7 işletmenin 2007-2014 yılları arasındaki sosyal performansı ve finansal performansı arasındaki ilişkiyi inceleyerek, olumlu finansal özelliklerin (pay başına kazanç, varlık ve maddi duran varlık büyüklüğü) kurumsal sürdürülebilirlik raporu paylaşımını artırdığı sonucuna ulaşmıştır. Dyduch ve Krasodomska (2017) ise Polonya Borsası'ndan 60 şirketin 2014 yılındaki sosyal sorumluluk açıklamaları üzerinde sektörün çevre duyarlılığı, firma büyüklüğü, borsada listelenme süresi, firmanın saygınlığı ve yabancı sermaye payının etkili olduğunu ve sonuçların özellikle meşruiyet teorisi ile ilişkili olduğunu göstermiştir.

Indrianingsih ve Agustina (2020) tarafından yapılan araştırmada, 2013-2017 yılları arasında Endonezya Borsası'nda listelenen 17 finansal olmayan firma verileri ile analiz yapılmış; sürdürülebilirlik raporu yayınlama konusunda likiditenin ve denetim komitesi değişkenlerinin pozitif etkisi olduğu ve kaldıraç ise negatif etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Sharma, Panday ve Dangwal (2020) ise Bombay Borsasında işlem gören Hindistan şirketleri için 2013-2016 döneminde ESG yayınlama endeksi oluşturarak, finansal ve pazar performansının bu endeks üzerinde pozitif etkisi olduğunu ve kaldıraç ise negatif etkisi olduğunu göstermiştir. Chen ve diğerleri (2021) ise 2008-2019 döneminde Anakara Çin, Hong Kong, ABD ve Singapur'da işlem gören 311 Çin firmasının ESG'ye uyumu ile finansal performansları arasındaki kısa ve uzun vadeli karşılıklı etkileşimi inceleyerek, finansal performans iyileşmelerinin firmaların ESG kapsamındaki aktivitelere daha fazla yatırım yapmalarını teşvik ettiğini kanıtlamıştır.

Abdul Rahman ve Alsayegh (2021) tarafından yapılan araştırmada, Türkiye'nin de dahil olduğu 20 Asya ülkesinde 2005-2017 döneminde halka açık firmalar üzerinde yapılan analizde, firma özelliklerinin ESG raporlaması ile ilişkili olduğu ve ekonomik sürdürülebilirlik performansı, kârlılık, kaldıraç ve firma büyüklüğü daha yüksek olan firmaların ESG bilgisi yayınlama olasılığının daha fazla olduğu gösterilmiştir. El Khoury, Nasrallah ve Alareeni (2023) ise Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) bölgesinde yer alan 38 bankanın 2011-2019 dönemine ait ülke ve firma düzeyi verilerini (kârlılık, firma büyüklüğü ve kaldıraç, vb.) analiz etmiş, ESG skorunun kârlılık ile negatif ve firma büyüklüğü ile pozitif ilişkili olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Del Bosco ve Misani (2016) tarafından gerçekleştirilen bir çalışmada, 30 ülkeden S&P Global 1200 endeksinde listelenen 1141 firmaya odaklanılmış ve çapraz kotasyonun kurumsal sosyal sorumluluk performansını artırdığı sonucuna ulaşılmıştır. Baldini ve diğerleri (2018) ise 26 ülkeden firmaların 2005-2012 dönemine ait 14.174 adet gözlemini analiz ederek, ESG skoru paylaşma uygulamalarının ülke ve firma düzeyinde belirleyicilerini araştırmışlardır. Bu çalışmada, kaldıraç, firma büyüklüğü, çapraz kotasyon ve analist kapsamı gibi firma düzeyi özelliklerin yanı sıra ülke düzeyinde bazı kurumsal faktörlerin ESG paylaşımını pozitif etkilediği bulunmuştur. Crespi ve Migliavacca (2020) tarafından gerçekleştirilen bir başka çalışmada ise dünya genelinde 22 ülkeden 727 finansal kuruluşun 2006-2017

döneminde kurumsal sosyal sorumluluk (MSCI ESG skoru) öncülleri incelenmiştir. Bu çalışmada, ESG skorunun zamanla lineer olarak büyüdüğü ve bu eğilimin firma büyüklüğü, kârlılık ve ülkenin ekonomik ve sosyal gelişimi ile arttığı sonucuna varılmıştır.

### 2.3. Hipotez Oluşturma

Meşruiyet teorisi, atıl kaynaklar teorisi ve paydaş teorisi, firmaların ESG performansını etkileyen faktörleri açıklamak için kullanılmaktadır. Bu teorilerin genel olarak, güçlü finansal özelliklerin ESG uygulamalarına ilişkin bilgi paylaşımını artırdığına dair önermeleri bulunmasına rağmen, bazı çalışmalarda etkileme yönü konusunda farklı bulgular elde edilmiştir. Bu bağlamda, aşağıda belirtilen hipotezler, söz konusu üç teoriye dayanarak oluşturulmuştur.

Paydaş teorisi, yüksek likiditeye sahip firmaların paydaşlar nezdinde güven ve olumlu imaj oluşturacak sürdürülebilirlik raporlarını daha fazla paylaşma eğiliminde olacaklarını önermektedir (Indrianingsih & Agustina, 2020: 117). Atıl kaynaklar teorisi ise finansal atıl kaynakların genellikle firmaların harcamalarını ve sosyal harcamaları, örneğin bağışları artırdığını önermektedir (Seifert, Morris & Bartkus, 2004: 135, 136, 154). Bu bağlamda, finansal atıl kaynak kapasitesine sahip olan firmaların sürdürülebilirlik uygulamalarına daha fazla yatırım yapma eğiliminde oldukları belirtilmektedir (Chams, García-Blandón & Hassan, 2021: 5). Ayrıca, likiditesi güçlü olan firmalar, daha görünür olacaklarından toplumda meşruluk kazanma amacıyla ESG yayınlama eğiliminde olabilirler. Bu üç teori ile uyumlu olarak, likidite ile sürdürülebilirlik raporlaması arasında pozitif bir ilişki olduğunu öne süren aşağıdaki H1 hipotezi oluşturulmuştur.

*H1. Likidite gücü arttıkça ESG bilgisi raporlama olasılığı artar.*

Borç yükü yüksek olan firmalar genellikle kredi verenlerin desteğine bağımlıdır ve kredi anapara ve faiz ödemelerini yapabilmek için yeterli kâr bildirimini yapmaya çalışırlar. Bu nedenle, sürdürülebilirlik uygulamalarına bütçe ayırmak, kredi verenlerin geri ödeme riskini artırabilir. Dolayısıyla, paydaş teorisine göre, yüksek borçluluk durumunda, alacaklılara geri ödeme güvencesi vermek öncelikli hale gelir ve borçluluk düzeyi sürdürülebilirlik raporlarının açıklanması üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olabilir (Indrianingsih & Agustina, 2020: 120-121; Sharma, Panday & Dangwal, 2020: 210).

Ayrıca, ESG bilgi paylaşımı ile borçluluk arasında negatif bir ilişki öneren başka bir açıklama, firmaların kreditorleriyle yakın ilişkileri olduğu için ESG bilgisini sürdürülebilirlik raporları dışında başka yollarla iletebileceği şeklindedir (Dyduch & Krasodomska, 2017: 8). Öte yandan, daha fazla denetlenen yüksek borçlu firmaların, temsil maliyetlerini düşürmek amacıyla kreditorlerine daha fazla ESG bilgisi aktarma eğiliminde olduklarını ileri süren bir görüş de bulunmaktadır. Bu görüşe dayanarak, ESG bilgisi yayınlaması ile borçluluk arasında pozitif bir ilişki öneren (El Khoury, Nasrallah & Alareeni 2023: 5) veya pozitif bir ilişki bulan (Baldini vd. 2018) çalışmalar da vardır. Bu çalışmada, ilk görüş (paydaş teorisinin önerdiği görüş) kabul edilerek, kaldıraç ile ESG bilgi paylaşımı arasında aşağıdaki hipotez oluşturulmuştur.

*H2. Kaldıraç düzeyi ESG bilgisi yayınlama olasılığını düşürür.*

Sürdürülebilirlik uygulamaları raporlama kavramının gelişiminden bu yana, çevresel ve sosyal faktörlerle birlikte dengelenmesi gereken ilk faktör kârlılıktır (Indrianingsih & Agustina, 2020: 116). Bu nedenle, kârlılık ESG bilgisi yayınlamanın temel belirleyicisidir (Sharma, Panday & Dangwal, 2020). Kârlı firmalar, sürdürülebilirlik uygulamalarını paydaşlarına daha kapsamlı bir şekilde açıklama özgürlüğüne ve esnekliğine sahip olabilir (Dyduch & Krasodomska, 2017: 7), bu da kamu denetiminde olan kârlı faaliyetlerini meşrulaştırma olanağı sağlar (El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023: 4). Meşruiyet teorisine göre, kâr-ESG bilgisi paylaşımı arasında pozitif bir ilişki beklenir. Aynı zamanda kârlılık, sürdürülebilirlik uygulamalarına kaynak sağlama yeteneğini artırır (atıl kaynaklar teorisi) ve paydaşlara finansal olmayan bilgi aktarma imkanı sunar (paydaş teorisi). Bu pozitif ilişkiyi destekleyen çalışmalar (Abdul Rahman & Alsayegh, 2021; Salah & Salama, 2016; Vitezić, Vuko & Mörec, 2012) mevcuttur. Bununla birlikte, bazı çalışmalarda anlamlı olmayan veya negatif ilişkiler elde edilmiştir (Dyduch & Krasodomska, 2017: 7; El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023: 4; Sharma, Panday & Dangwal, 2020: 210). Meşruiyet teorisi ve diğer iki teoriye göre aşağıdaki H3 hipotezi önerilmiştir.

*H3. Kârlılık, ESG bilgisi açıklanma olasılığını olumlu etkiler.*

Varlıkların işletmenin sürekliliğine katkı sağlayacak şekilde etkin kullanımı varlık kontrol gücüne ve faaliyet etkinliğine işaret eder. Paydaş teorisine göre varlık kullanımının etkin olması daha geniş kapsamlı bilgi paylaşma yeteneğini artırır ve sürdürülebilirlik raporlarını olumlu etkiler (Indrianingsih & Agustina, 2020: 117). Faaliyet verimliliği, varlık devir hızı (Indrianingsih & Agustina, 2020) veya stok devir hızı (Wulanda, Hasan & Ilham, 2017) gibi faktörlerle ifade edilebilir. Bu çalışmada, faaliyet verimliliğinin sürdürülebilirlik raporlaması üzerinde pozitif bir etkisi olduğu varsayılarak aşağıdaki H4 hipotezi kurulmuştur.

*H4. Faaliyet Verimliliği ESG raporlamasını olumlu etkiler.*

Büyük şirketlerin, sürdürülebilirlik raporlaması yapma ve meşruiyet kazanma konusunda ölçek faktörüyle önemli pozitif ilişkiler gösterdiği literatürde tespit edilmiştir (El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023: 2). Firma büyüklüğü (ölçek) ile sürdürülebilirlik raporlaması arasında pozitif ilişkiler elde eden çalışmalar (Abdul Rahman & Alsayegh, 2021; Crespi & Migliavacca, 2020; Dyduch & Krasodomska, 2017:7; Sharma, Panday & Dangwal, 2020) çeşitli sebeplerle bu ilişkiyi açıklamıştır.

Büyük şirketler, ölçek ekonomisinden faydalanabilen, finansal kaynaklara daha kolay erişebilen (özellikle gelişmekte olan ekonomilerde), sosyal sorumluluklara daha fazla kaynak ayırabilen, toplumu ve çevreyi daha fazla etkileyebilen, hissedar ve paydaş sayısı daha fazla olan işletmelerdir. Meşruiyet teorisine göre, bu özellikleriyle daha görünür olan ve kamu baskısına daha fazla maruz kalan büyük işletmelerin faaliyetlerinin toplum kurallarına uygun olduğunun, yani meşru olduğunun sürdürülebilirlik raporları yoluyla teyit edilme ihtiyacı daha yüksektir. Paydaş teorisine göre ise büyük işletmeler, daha fazla ve çeşitli paydaş grubuyla daha çok ESG bilgisi paylaşmaya eğilimlidir (Chen vd., 2021: 4-5; Dremptic, Klein & Zwergel, 2020: 348; Dyduch & Krasodomska, 2017:7; Indrianingsih & Agustina, 2020: 117). Bu yaygın görüşü dayanarak aşağıdaki H5 hipotezi önerilmiştir.

*H5. Ölçek, ESG bilgi paylaşımı ile pozitif ilişkilidir.*

Sürdürülebilirlik raporlaması düzeyinde sektör ve dönem etkisini birlikte kontrol eden (Abdul Rahman & Alsayegh, 2021), sadece sektör etkisini (Baldini vd, 2018; Sharma, Panday ve Dangwal, 2020: 211) veya yıl etkisini kontrol eden (Crespi & Migliavacca, 2020; El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023; Özçelik, Avcı Öztürk & Gürsakal, 2014) araştırmalar da bulunmaktadır. Bu çalışmalar, firmanın faaliyet gösterdiği sektörün ve analiz yıllarının ESG düzeyiyle ilişkisini incelemiştir. Bu bağlamda, sektör ve analiz yıllarının ESG düzeyi ile ilişkisini test etmek üzere aşağıdaki H6 hipotezi önerilmiştir.

*H6. Sektör ve Yıl, ESG bilgisi açıklaması ile ilişkilidir.*

### **3. VERİ SETİ, YÖNTEM VE BULGULAR**

Bu bölümde, ikinci bölümde oluşturulan hipotezlerin test edildiği analizin veri seti, yöntemi ve bulguları detaylı olarak sunulmuştur.

#### **3.1. Veri Seti ve Yöntem**

Bu çalışmada, 2014-2021 yıllarını kapsayan 8 yıllık bir dönemde Borsa İstanbul'da listelenen finansal olmayan firmalar arasından analiz için uygun olan 222 firma seçilerek, firma düzeyine ait elde edilen panel veri seti üzerinde ESG uygulamalarına yönelik bilgi paylaşımını etkileyen firmaya özgü faktörler incelenmiştir. Analiz için kullanılan veriler, Refinitiv veritabanından temin edilmiştir. ESG skoru bulunan firmaları skoru bulunmayan firmalardan ayıran özelliklerinin incelenmesi amacıyla diğer bazı çalışmalarda (Dyduch & Krasodomska, 2017; Özçelik, Avcı Öztürk & Gürsakal, 2014; Vitezić, Vuko & Mörec, 2012; Wulanda, Hasan & Ilham, 2017; Yıldırım, Uzun Kocamış & Kuzu, 2018) olduğu gibi bu çalışmada da ikili tercih modelleri olan logit modeli ve probit modeli kullanılmıştır.

Modellerde bağımlı değişken olarak ESG skoru kullanılmıştır. ESG skoru, Refinitiv veri tabanında ilgili dönemde mevcut ise "1", değilse "0" değerini almaktadır. ESG skoruna etkisi incelenen bağımsız değişkenler ise likidite, kaldıraç, kârlılık, verimlilik ve ölçek gibi temel değişkenler ile sektör ve yıl kontrol değişkenleridir. Likidite değişkeni, iki gösterge kullanılarak temsil edilmektedir. İlk gösterge, faaliyetlerden elde edilen nakit akımlarının varlıklara oranı (FANA)'dır. Nakit akımının ESG aktivitelere yönelik harcamaları etkileyen bir likidite faktörü olduğu çeşitli çalışmalarda belirtilmiştir (Chams, García-Blandón & Hassan, 2021: 9; Seifert, Morris & Bartkus, 2004). İşletme sermayesi yönetiminde zafiyetleri bulunan firmalar, nakit dengesinde bozulma, yetersiz çalışma sermayesi, kısa vadeli borç ödeme sorunları gibi likidite sorunları ile karşı karşıya kalmaktadır. İkinci likidite göstergesi, işletme sermayesinin etkinliğini ölçen dinamik bir likidite ölçütü olan NDS'dir (Şahin, 2022b: 115-116). NDS'nin kısılması, işletme sermayesi yönetim etkinliğini veya likidite gücünün artışı göstermektedir ve ESG ye dair bir skor bulunması olasılığını artırması beklenmektedir.

Kaldıraç-ESG ilişkisini inceleyen birçok çalışmada (Abdul Rahman & Alsayegh, 2021; Baldini vd, 2018; Chen vd., 2021; Crespi & Migliavacca, 2020; Dyduch & Krasodomska 2017; Özçelik, Avcı Öztürk & Gürsakal, 2014) olduğu gibi finansal kaldıraç düzeyi toplam borçların toplam varlıklar içindeki payı (BORÇ) ile ifade edilmiştir. Kârlılık ölçütü olarak, faiz ve vergi öncesi kârdan faydalanan çalışmalarla (Salah & Salama, 2016; Sharma, Panday & Dangwal, 2020) benzer olarak faiz ve vergi

öncesi kârın varlıklara oranı (FVÖK) bir başka ifade ile yatırım kârlılığı oranı kullanılmıştır. Verimlilik değişkeninin temsilcisi, Indrianingsih ve Agustina'nın (2020) çalışmasına benzer şekilde dikkate alınan toplam varlıkların satışa dönüşme etkinliğini gösteren varlık devir hızıdır (VDH). Şirket ölçeğini temsil eden, uygulamalı çalışmalarda (Abdul Rahman & Alsayegh, 2021; Chen vd., 2021; El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023; Özçelik, Avcı Öztürk & Gürsakal, 2014; Salah & Salama, 2016; Wulanda, Hasan & Ilham, 2017) yaygın olarak faydalanılan varlık büyüklüğünün logaritması (ÖLÇEK) kullanılmıştır. Yıl ve sektör etkisini kontrol etmek amacı ile 8 yıllık dönemde ilgili yılı (YIL) ve 30 sektörde ilgili sektörü (SEKTR) ifade eden kukla değişkenler oluşturulmuştur.

Tablo 1'de, analizde kullanılan değişkenlerin açıklamaları ve hesaplama şekilleri yer almaktadır. ESG Skoru (ESG), Refinitiv TRESGS verisinde skor bulunması durumunda "1", bulunmaması durumunda "0" değerini alan kukla değişkendir. Likidite değişkeninin iki temsilcisinden ilki faaliyetlerden elde edilen nakit akımının varlıklara oranı (FANA) ve ikincisi nakit dönüşüm süresi (NDS)'dir. Kaldıraç değişkeni toplam borçlanma oranı (BORÇ)'dir. Kârlılık değişkeni, faiz ve vergi öncesi kârın varlıklara oranını (FVÖK)'dir. Verimlilik değişkeni ise varlık devir hızını (VDH) yani net satışların varlıklara oranını gösterir. Şirket ölçeğini temsil etmek için logaritma alınmış varlık büyüklüğü (HACİM) kullanılır. Yıl (YIL) ve sektör (SEKTR) kukla değişkenleri ise analizde yıl ve sektör etkisini kontrol etmek amacıyla kullanılan kukla değişkenlerdir.

**Tablo 1. Analiz Değişkenleri Açıklaması**

Değişken	Değişken Temsilci	Formül	Kısaltması
ESG Skoru	Refinitiv TRESGS	Kukla Değişken (ESG varsa 1, yoksa 0)	ESG
Likidite	Faaliyet Nakit Akımı	Faaliyet Nakit Akımı/Varlık	FANA
Likidite	Nakit Döngü Süresi	ATS+SBS-BÖS	NDS
Kaldıraç	Borçlanma Oranı	Borç/Varlık	BORÇ
Kârlılık	Yatırım Kârlılığı	Faiz Vergi Öncesi Kâr/Varlık	FVÖK
Verimlilik	Varlık Devir Hızı	Net Satışlar/Varlık	VDH
Ölçek	Varlık Hacmi	Log(Varlık)	HACİM
Yıl	2014-2021 yılları	Kukla Değişken(İlgili yıl 1, diğer 0)	YIL
Sektör	30 sektör	Kukla Değişken(İlgili sektör 1, diğer 0)	SEKTR

Tablo 2'de analiz değişkenlerinin tanımlayıcı istatistikleri verilmektedir. ESG'nin gözlem sayısı GS sütununda gösterildiği gibi 1776'dır ve bu, analize dahil edilen 222 firmanın 8 yıllık gözlemini yansıtmaktadır. Bağımsız değişkenlerin gözlem sayıları, kayıp gözlemler ve aykırı değerlerin dışlanması nedeniyle farklılaşmaktadır. 2014-2021 döneminde 1776 gözlemin 180'inde ESG skoru bulunmaktadır. ESG skoru bulunan 180 gözleme ait değişken ortalamaları EOrt. başlıklı sütun ile verilmiştir ve genel

örneklem ortalamalarından önemli ölçüde farklılık göstermektedir. Örneklemin tipik bir firması ortalama olarak %5 faaliyet nakit akımı, 110 gün nakit döngü süresi, %44 borçlanma, %7 faiz vergi öncesi kârlılık, 0,9 varlık devir hızı ve 5,72 varlık büyüklüğü (logaritması) ile faaliyet göstermektedir. ESG skoru bulunan ortalama bir firmanın ise finansal açıdan daha güçlü olduğu görülmektedir. Örneğin, ESG skoru bulunan firmalar genellikle daha yüksek faaliyet nakit akımı (%11), daha düşük nakit döngü süresi (47 gün) ve daha büyük varlık büyüklüğü (7,09) sergilemektedir. ESG skoru bulunan firmaların ortalama kaldıraç oranının %41 ile genel ortalamaya (%44) göre daha düşük olduğu da gözlenmektedir. Yine ESG skoruna sahip firmalarda ortalama kârlılık (%10) genele göre (%7) daha yüksek ve ortalama varlık verimliliği (1.05) genele göre (0,9) daha fazladır. Değişkenlerin ortalamadan sapması yüksektir.

**Tablo 2. Analiz Değişkenleri Tanımlayıcı İstatistikleri**

Değişken	Değişken Temsilci	Kısaltma	GS.	Ort.	SS.	Min.	Max.	EOrt.
ESG Skoru	Refinitiv TRESGS	ESG	1776					
Likidite	Faaliyet Nakit Akımı	FANA	1628	0,05	0,15	-1,08	1,98	0,11
Likidite	Nakit Döngü Süresi	NDS	1435	110	145	-618	1135	47
Kaldıraç	Borçlanma Oranı	BORÇ	1644	0,44	0,31	0,01	4,19	0,41
Kârlılık	Yatırım Kârlılığı	FVÖK	1618	0,07	0,18	-3,45	0,92	0,10
Verimlilik	Varlık Devir Hızı	VDH	1641	0,88	0,75	0	7,51	1,05
Ölçek	Varlık Hacmi	ÖLÇEK	1644	5,72	0,90	1,58	9	7,09
Yıl	2014-2021 yılları	YIL						
Sektör	30 Sektör	SEKTR						

Kaynak: Refinitiv veri tabanından temin edilen veriler analize uygun olarak düzenlenmiştir.

Not: ESG: ESG skoru bulunması halinde “1”, bulunmaması halinde “0” değerini alan kukla değişkendir. FANA: Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit Akımı / Varlıklar. NDS: Alacak Tahsil Süresi + Stok Bulundurma Süresi – Borç Ödeme Süresi. BORÇ: Borçlar / Varlıklar. FVÖK: Faiz Vergi Öncesi Kâr / Varlıklar. VDH: Net Satışlar / Varlıklar. ÖLÇEK: Logaritma (Varlıklar). YIL: 2014-2021 yılları için kukla değişkendir. SEKTR: 30 sektörün kukla değişkendir. GS.: Gözlem Sayısı. Kayıp gözlemler olması ve aykırı değerlerin elenmesi nedeni ile değişkenlerin gözlem sayıları farklılaşmıştır. Ort.: ortalama. SS.: Standart Sapma. Min.: Minimum. Max: Maksimum. EOrt.: ESG skoru bulunan 180 gözleme ait ortalamaları içeren sütundur.

Tablo 3 ile izlenen korelasyon ilişkisi, bağımsız değişkenler arasında %5 anlam düzeyinde korelasyonlar bulunduğunu ancak katsayıların 0,42 ve altında olması sebebi ile çoklu doğrusal bağlantı sorununa yol açmayacağını göstermektedir.

**Tablo 3. Analiz Değişkenleri Korelasyon Katsayıları**

Değişken	FANA	NDS	BORÇ	FVÖK	VDH	HACİM
FANA	1					
NDS	-0,17**	1				
BORÇ	-0,14**	-0,17**	1			
FVÖK	0,33**	-0,03	-0,30**	1		
VDH	0,12**	-0,29**	0,42**	0,07**	1	
ÖLÇEK	0,11**	-0,18**	0,01	0,04	0,06**	1

Not: FANA: Faliyetlerden Elde Edilen Nakit Akımı / Varlıklar. NDS: Alacak Tahsil Süresi + Stok Bulundurma Süresi – Borç Ödeme Süresi. BORÇ: Borçlar / Varlıklar. FVÖK: Faiz Vergi Öncesi Kâr / Varlıklar. VDH: Net Satışlar / Varlıklar. ÖLÇEK: Varlık Logaritması Varlıklar. \*\*\*: p<0,01, \*\*: p<0,05, \*: p<0,1.

### 3.2. Bulgular ve Tartışma

ESG skoru bulunan firmaların özellikleri, ikili tercih modellerinden logit modeli ve probit modeli ile tahmin edilmiş ve tahminlere ilişkin istatistikler Tablo 4 ile sunulmuştur. Analizde kullanılan ikili tercih modelleri aşağıdaki 4 eşitlik ile gösterilmiştir. Birinci eşitlik genel ikili tercih modelini temsil etmektedir ve diğer eşitlikler bu eşitlikten türetilmiştir.

$$Y_{it} = \beta X'_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (Y_{it} = 1, y_{it}^* \geq 0, Y_{it} = 0, \text{diğer}), \quad (1. \text{Eşitlik, Genel ikili tercih modeli})$$

Genel olarak panel ikili tercih modelini içeren 1. eşitlikte  $X'$ : bağımsız değişkenler vektörü ve  $\varepsilon_{it}$ : hata terimidir.  $Y$ : iki sonuçlu bağımlı değişkendir.  $y_{it}^*$ : gözlemlenemeyen gizli değişkendir.  $y_{it}^*$ 'nin gözlemlenen  $Y_{it}$  değişkeniyle ilişkisi “ $Y_{it} = 1, y_{it}^* \geq 0, Y_{it} = 0, \text{diğer}$ ” şeklindedir. 1. eşitliğin analiz değişkenleri ile düzenlenmesi sonucunda 2., 3. ve 4. eşitlikler oluşturulmuştur.

$$ESG_{it} = \beta FANA_{it} + \beta NDS_{it} + \beta BORÇ_{it} + \beta FVÖK_{it} + \beta VDH_{it} + \beta ÖLÇEK_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (2. \text{Eşitlik})$$

$$ESG_{it} = \beta FANA_{it} + \beta NDS_{it} + \beta BORÇ_{it} + \beta FVÖK_{it} + \beta VDH_{it} + \beta ÖLÇEK_{it} + \beta YIL_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (3. \text{Eşitlik})$$

$$ESG_{it} = \beta FANA_{it} + \beta NDS_{it} + \beta BORÇ_{it} + \beta FVÖK_{it} + \beta VDH_{it} + \beta ÖLÇEK_{it} + \beta SEKTR_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (4. \text{Eşitlik})$$

2., 3. ve 4. eşitliklerde bağımlı değişken olan ESG, i firmasının t döneminde ESG skoru bulunması halinde “1”, ESG skoru bulunmaması halinde “0” değerini almaktadır. Firmanın ESG skoru bulunma olasılığına etkisi incelenen değişkenlerden likidite, kaldıraç, kârlılık, verimlilik ve ölçek temel değiş-

kenleri temel eşitlik olan 2. eşitliği oluşturmuştur. 2. eşitliğe yıl kukla değişkeninin eklenmesi ile 3. eşitlik, sektör yapay değişkeninin eklenmesi ile 4. eşitlik elde edilmiştir. Her 3 eşitliğin probit ve logit tahmincileri ile tahmin edilmesi sonucunda 6 model ( $3 \times 2 = 6$ ) kurulmuştur.

ESG skoru bulunma olasılığını etkileyen faktörlerin tahmin sonuçlarını içeren Tablo 4'te probit ve logit modellerine ait 3'er regresyon versiyonu bulunmaktadır. 1. ve 4. modeller kontrol değişkenleri hariç değişkenleri içeren temel probit model (1. Model) ve temel logit model (4. Model) istatistiklerini sunmaktadır. Yıl kontrol değişkenlerinin (8 kukla değişkeni) topluca probit modelde bağımsız değişken olarak yer alması ile 2. model, logit modelde yer alması ile 5. model versiyonları oluşmuş ve ilgili model istatistikleri ilgili sütunlarda raporlanmıştır. Söz konusu modellerin parametrelerine göre yıl etkisi bulunmaktadır ve yıl değişkeni temel model değişkenlerinin anlamlılığında değişikliğe yol açmamıştır.

Analize dahil olan 222 firmanın faaliyet gösterdiği 30 sektör için oluşturulan yapay değişkenlerin her birinin ayrı ayrı bağımsız değişken olarak modele eklenmesi ile ilave 30 probit regresyon versiyonu ve 30 logit regresyon versiyonu oluşmuştur. Tablo 4'te 60 regresyon katsayılarının raporlanamaması<sup>2</sup> nedeni ile 3. ve 6. sütunlar boş bırakılmış sadece 60 regresyonda da sektör değişkeninin istatistiki olarak anlamlı olmadığı (yok ifadesi ile) belirtilmiştir. Söz konusu regresyonlarda da temel değişkenlerin istatistiki önemi değişmemiştir.

Probit ve logit tahmincileri istatistiklerine göre ESG skorunun raporlanmasını etkileyen firma özellikleri likidite ve ölçektir. Likiditesi daha yüksek olan nispeten daha büyük ölçekli şirketlerin ESG skoruna sahip olma olasılığı daha yüksektir.

---

2 Söz konusu regresyonlara ait istatistikler istenildiği takdirde sunulabilir.

Tablo 4. Tahminci İstatistikleri

Bağımlı Değişken: ESG	Probit Tahmini			Logit Tahmini		
	1	2	3	4	5	6
FANA (likidite)	1.56** (2.36)	2.21** (2.36)		2.77** (2.27)	3.91** (2.19)	
NDS (likidite)	-0.00** (-2.46)	-0.00** (-2.31)		-0.00** (-2.51)	-0.01** (-2.26)	
BORÇ (kaldıraç)	-0.76 (-1.40)	-0.61 (-0.81)		-1.37 (-1.37)	-1.47 (-1.00)	
FVÖK (kârlılık)	0.46 (0.46)	0.19 (0.14)		1.05 (0.55)	1.05 (0.40)	
VDH (verimlilik)	0.18 (1.21)	0.18 (0.77)		0.35 (1.26)	0.40 (0.91)	
ÖLÇEK (ölçek)	1.13*** (9.66)	1.48*** (8.79)		2.08*** (9.02)	2.91*** (8.20)	
YIL (kontrol)		var***			var***	
SEKTR (kontrol)			yok			yok
N	1403	1403		1403	1403	
Wald X <sup>2</sup>	107***	117***		95***	94***	
LR X <sup>2</sup>	58***	101***		59***	90***	

Not: Bağımlı değişken ESG, skor varsa "1" yoksa "0" değerini alan kukla değişkendir. FANA: Faaliyetlerden Elde Edilen Nakit Akımı / Varlıklar. NDS: Alacak Tahsil Süresi + Stok Bulundurma Süresi – Borç Ödeme Süresi. BORÇ: Borçlar / Varlıklar. FVÖK: Faiz Vergi Öncesi Kâr / Varlıklar. VDH: Net Satışlar / Varlıklar. ÖLÇEK: Logaritma (Varlıklar). YIL: 2014-2021 yılları kukla değişkenidir. SEKTR: 30 sektör için kukla değişkenidir. Var: 8 yıla ait kukla değişkenlerinin bulunduğu probit ve logit model versiyonlarında her bir yılın etkisi bulunmaktadır. Yok: 30 sektör kukla değişkeninin ayrı ayrı dahil olduğu 30 probit ve 30 logit modelde sektör etkisi bulunmadığını ifade etmektedir. 60 model parametreleri raporlanmadığı için 3. ve 6.sütunlarda diğer değişken istatistikleri boş bırakılmıştır. GS.: Gözlem Sayısı. \*\*\*: p<0,01, \*\*: p<0,05, \*: p<0,1.

Likidite ile ESG raporlama arasındaki anlamlı ilişki, iki likidite göstergesi olan FANA ve NDS ile doğrulanmıştır. Varlıklarına nispetle faaliyetlerinden daha fazla nakit akışı üreten ve nakit döngü süresi daha kısa olan işletmelerin ESG uygulamalarına yatırım yapma ve ESG uygulamalarına ilişkin bilgi paylaşımında bulunma olasılıkları daha yüksektir. Yüksek likidite veya etkin çalışma sermayesi yönetimi ile ESG raporlama arasındaki pozitif ilişki meşruiyet, atıl kaynaklar ve paydaş teorilerinin üçü ile uyumludur. Likiditenin kurumsal sürdürülebilirlik performansını artırdığı yönündeki bulgular Chams, García-Blandón ve Hassan (2021), Indrianingsih ve Agustina (2020) ve Seifert, Morris ve Bartkus (2004) çalışmalarının bulguları ile paraleldir.

Ölçek göstergesi olan varlık büyüklüğü ile ESG bağımlı değişkeni arasındaki anlamlı pozitif ilişki, büyük girişimlerin kurumsal sürdürülebilirlik bilgisi paylaşma olasılığının yüksek olduğunu ifade etmektedir. Büyük işletmelerin ESG raporlama motivasyonlarının daha yüksek olması meşruiyet ve paydaş

teorisi ile uyumludur. Ölçek ve ESG arasındaki pozitif anlamlı ilişki birçok çalışma (Abdul Rahman & Alsayegh, 2021; Baldini vd., 2018; Crespi & Migliavacca, 2020; Drempetic, Klein & Zwergel, 2020; Dyduch & Krasodomska, 2017; El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023; Özçelik, Avcı Öztürk & Gürl sakal, 2014; Salah & Salama, 2016; Sharma, Panday & Dangwal, 2020, Vitezić, Vuko & Mörec, 2012; Wulanda, Hasan & Ilham, 2017; Yıldırım, Uzun Kocamış & Kuzu, 2018) bulgusu ile örtüşmektedir.

Analizde ESG bilgisi yayınlama olasılığı üzerinde anlamlı etkisi olmayan değişkenler kaldıraç, kârlılık, faaliyet verimliliği temel değişkenleri ile sektör kontrol değişkenidir. Borçlanma düzeyinin ESG skoru ile beklenen yönde negatif olan ilişkisi istatistiki açıdan anlamlı değildir ve literatürde buna benzer bulgular elde eden araştırmalar (Crespi & Migliavacca, 2020; Dyduch & Krasodomska, 2017; El Khoury, Nasrallah & Alareeni, 2023) bulunmaktadır. Dyduch ve Krasodomska (2017), Indrianingsih ve Agustina (2020), Salah ve Salama (2016) ve Yıldırım, Uzun Kocamış ve Kuzu (2018) kârlılık ile sürdürülebilirlik raporlaması arasında anlamlı ilişki elde etmemiştir. Verimlilik değişkeninin etkili olmaması Indrianingsih ve Agustina (2020) çalışma bulgusu ile benzerlik göstermektedir.

Sonuç olarak likidite yönünden güçlü büyük ölçekli işletmeler çevresel, sosyal ve kurumsal yönetimle ilgili alanlara yatırım yapmaya ve bu faaliyetlerini açıklamaya daha çok eğilimlidir.

#### 4. SONUÇ

Sürdürülebilirlik ve ESG faktörleri, günümüz şirketlerinin rekabetçi olabilmeleri için odaklandığı diğer konular kadar önem taşımaktadır. Uzun vadeli başarıya ulaşmak için şirketlerin büyüme stratejilerinde ESG faktörlerine öncelik vermesi gerekmektedir (BIST, 2020: 2-3).

Bu çalışmada Türkiye'deki halka açık finansal olmayan şirketlerin ESG skorunu etkileyen faktörler araştırılmıştır. BIST'te listelenen 222 finansal olmayan firmanın 2014-2021 dönemi panel verileri ikili tercih modellerinden probit ve logit modelleri ile analiz edilmiştir. ESG bilgisi yayınlama olasılığı ile ilişkisi incelenen değişkenler meşruiyet teorisi, paydaş teorisi ve atıl kaynaklar teorisine göre belirlenen; likidite, kaldıraç, kârlılık, verimlilik ve ölçek değişkenleridir.

Analiz sonuçlarına göre, likidite ve ölçek faktörleri, ESG bilgisi yayınlama olasılığını artıran önemli faktörler olarak ortaya çıkmıştır. Likidite gücü daha yüksek olan ve daha büyük ölçekli olan şirketler sürdürülebilirlik uygulamalarına yatırım yapmaya ve bu uygulamalarını raporlamaya daha meyillidir. ESG bilgisi raporlamanın likidite ve varlık hacmi ile olan pozitif ilişkisi meşruiyet teorisi, paydaş teorisi ve atıl kaynaklar teorisi ile uyum göstermektedir.

Faaliyet nakit akışı bakımından likiditesi güçlü olan ve nakit dönüşüm süresi açısından işletme sermayesi yönetiminde etkinlik gösteren firmalar ile ESG skorunun pozitif ilişkisi meşruiyet teorisi, paydaş teorisi ve atıl kaynaklar teorisi ile uyumludur. Yüksek likidite, firma görünürlüğünü artırması yönü ile meşruiyet teorisini, paydaşlar nezdinde olumlu imajın oluşumuna teşvik etmesi yönü ile paydaş teorisini ve atıl finansal kaynakları artırması yönü ile de atıl kaynaklar teorisini teyit etmektedir.

Ayrıca, büyük işletmeler ile ESG bilgisi raporlama olasılığı arasındaki pozitif ilişki, paydaş teorisi ve meşruiyet teorisi ile uyumludur. Büyük işletmelerin, paydaşlarını finansal olmayan bilgiler de dahil olmak üzere daha kapsamlı bir şekilde bilgilendirmeye yönelik bir eğilim göstermesi paydaş teorisini

desteklemektedir. Büyük işletmelerin toplumda meşru bir statü kazanma motivasyonuna sahip olması ise meşruiyet teorisini doğrulamaktadır.

Genel olarak Türkiye'deki halka açık finansal olmayan firmaların kurumsal sürdürülebilirlik performanslarını raporlamaları, firma likiditesi ve büyüklüğü ile doğrudan ilişkilidir. ESG uygulamalarına yatırım yapabilen veya yatırım yapmayı tercih eden firmalar likidite avantajına sahip ve nispeten büyük firmalardır.

Bu sonuçlar, şirketlerin sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşmak için likidite yönetimi ve büyüme stratejilerinde ESG faktörlerine yer vermesi gerektiğini göstermektedir. Bu çalışmanın sonuçları, Türkiye'deki şirketlerin ESG performanslarını değerlendirmek ve sürdürülebilirlik stratejilerini geliştirmek isteyen yöneticilere rehberlik edebilir. Ayrıca, ESG faktörlerini göz önünde bulunduran yatırımcılar ve paydaşlar için de önemli bir bilgi kaynağı olabilir.

**KAYNAKÇA**

- Abdul Rahman R. & Alsayegh M.F. (2021). Determinants of Corporate Environment, Social and Governance (ESG) Reporting among Asian Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14, 167. <https://doi.org/10.3390/jrfm14040167>
- Aras, G., Tezcan, N., Kutlu Furtuna, Ö. & Hacıoğlu Kazak, E. (2020). Sürdürülebilirlik Değerlemesinde Yeni Yaklaşım: Çok Boyutlu Kurumsal Sürdürülebilirlik Modeli – Bankacılık Sektörü Değerlemesi. İstanbul: Yıldız Teknik Üniversitesi Finans Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilirlik Merkezi (CFGs) Yayınları.
- Baldini, M., Dal Maso, L., Liberatore, G., Mazzi, F. & Terzani, S. (2018). Role of Country and Firm-Level Determinants in Environmental, Social, and Governance Disclosure. *Journal of Business Ethics*, 150 (1), 79-98.
- BİST (2014). Şirketler İçin Sürdürülebilirlik Rehberi. <https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/surdurulebilirlik-rehberi.pdf>, 23.12.2022
- BİST (2020) [https://www.borsaistanbul.com/files/Surdurulebilirlik\\_Rehberi\\_2020.pdf](https://www.borsaistanbul.com/files/Surdurulebilirlik_Rehberi_2020.pdf), 23.12.2022
- Chams, N., García-Blandón, J. & Hassan, K. (2021). Role Reversal! Financial Performance as an Antecedent of ESG: The Moderating Effect of Total Quality Management. *Sustainability* 13, 7026. <https://doi.org/10.3390/su13137026>
- Chen, L., Yuan, T., Cebula, R.J., Shuangjin, W. & Foley, M. (2021). Fulfillment of ESG Responsibilities and Firm Performance: A Zero-Sum Game or Mutually Beneficial. *Sustainability*, 13, 10954. <https://doi.org/10.3390/su131910954>
- Coşkun Arslan, M. & Özkan, O. (2018). Entegre Raporlamaya Evrilme Süreci ve Durum Tespiti – BİST Örneği. *Mali Çözüm Dergisi*, 28 (148), 36.
- Crespi, F. & Migliavacca, M. (2020). The Determinants of ESG Rating in the Financial Industry: The Same Old Story or a Different Tale?. *Sustainability* 12 (16), 6398. <https://doi.org/10.3390/su12166398>
- Danışman, G.O. & Tarazi, A. (2022). ESG Activity and Bank Lending During Financial Crises. Working Papers HAL- fihal 03547104.
- Del Bosco, B. & Misani, N. (2016). The Effect of Cross-Listing on the Environmental, Social, and Governance Performance of Firms. *Journal of World Business*, 51, 977–990
- DuqueGrisales, E. & AguileraCaracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multinationals: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168, 315-334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Drempetic, S., Klein, C. & Zwergel, B. (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review. *Journal of Business Ethics*, 167, 333–360 (2020). <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Dyduch, J. & Krasodomska, J. (2017). Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: An Empirical Study of Polish Listed Companies. *Sustainability*, 9 (11), 1934. <https://doi.org/10.3390/su9111934>
- El Khoury, R., Nasrallah, N. & Alareeni, B. (2023). The Determinants of ESG in the Banking Sector of MENA Region: A Trend or Necessity?. *Competitiveness Review* ,33 (1), 7-29. <https://doi.org/10.1108/CR-09-2021-0118>
- Indrianingsih, I. & Agustina, L. (2020). The Effect of Company Size, Financial Performance, and Corporate Governance on the Disclosure of Sustainability Report. *Accounting Analysis Journal*, 9(2), 116-122. <https://doi.org/10.15294/aa.v9i2.31177>
- Özçelik, F., Avcı Öztürk, B. & Gürsakal, S. (2014), Investigating the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Turkey. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 28 (3), 189-203

- Salah, W. & Salama, M.A. (2016). A Quantitative Analysis for the Correlation Between Corporate Financial and Social Performance. *International Journal of Recent Contributions from Engineering, Science & IT (iJES)*, 4 (4), 55–62. <https://doi.org/10.3991/ijes.v4i4.6551>
- Seifert, B., Morris, S.A. & Bartkus, B.R. (2004). Having, Giving, and Getting: Slack Resources, Corporate Philanthropy, and Firm Financial Performance. *Business and Society*, 43 (2), 135-161.
- Sharma, P., Panday, P. & Dangwal, R.C. (2020). Determinants of Environmental, Social and Corporate Governance (ESG) Disclosure: A Study of Indian Companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17, 208–217. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00085-y>
- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional: Approaches. *The Academy of Management Review*, 20 (3), 571–610.
- Şahin, A. (2022a). Kurumsal Sürdürülebilirlik Ölçütü Olarak ESG Skoru ile Finansal Performans ve Finansal Risk İlişkisi, BİST Örneği, Sinan Sönmez (Ed.), *Sosyal, Beşeri ve İdari Bilimler Alanında Yeni Trendler I* içinde (s.131-143). İzmir: Duvar Yayınları. ISBN: 978-625-8261-65-3
- Şahin, A. (2022b). Nakit Dönüşüm Süresi Finansal Başarısızlık İlişkisi: Borsa İstanbul Örneği. Kadir Aydın, Zafer Dönmez (Ed.), *Türkiye Ekonomisi Üzerine Güncel Araştırmalar* içinde (s. 113-132). Ankara: İksad Publishing House. ISBN: 978-625-6380-61-5
- Vitezić, N., Vuko, T., & Mörec, B. (2012). Does Financial Performance Have an Impact on Corporate Sustainability and CSR Disclosure - A Case of Croatia Companies. *Journal of Business Management*, (5), 40-47
- Wulanda, R.D.P., Hasan, A. & Ilham, E. (2017). Pengaruh Karakteristik Perusahaan dan Corporate Governance terhadap Publikasi Sustainability Report (Studi Empiris pada Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2014). *JOM Fekon*, 4 (1), 120–132.
- Yıldırım G., Uzun Kocamış, T. & Kuzu, S. (2018). Finansal Performansın Sürdürülebilirlik Raporlaması Üzerine Etkisi: BİST100 Şirketleri Üzerinde Bir İnceleme. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 10. Yıl Özel Sayısı, 625-635. DOI: 10.29067/muvu.384990.

