

**T.C.
NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
İŞLETME BİLİM DALI**

**ÇEVRESEL, SOSYAL VE KURUMSAL YÖNETİM
SKORLARI İLE KURUMSAL PERFORMANS
ARASINDAKİ İLİŞKİDE ENTELEKTÜEL
SERMAYENİN ARACILIK ROLÜ: ULUSLARARASI
BİR ARAŞTIRMA**

YASİN CİHAN

DOKTORA TEZİ

**DANIŞMAN:
PROF. DR. RAİF PARLAKKAYA**

KONYA-2024



T.C.
NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü



BİLİMSEL ETİK SAYFASI

Öğrencinin	Adı Soyadı	YASİN CİHAN		
	Numarası	18811101001		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme/İşletme		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans		
		Doktora	X	
Tezin Adı	Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim Skorları ile Kurumsal Performans Arasındaki İlişkide Entelektüel Sermayenin Aracılık Rolü: Uluslararası Bir Araştırma			

Bu tezin hazırlanmasında bilimsel etiğe ve akademik kurallara özenle riayet edildiğini, tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel kurallara uygun olarak atıf yapıldığını bildiririm.

Yasin CİHAN



T.C.
NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü



ÖZET

Öğrencinin	Adı Soyadı	Yasin CİHAN		
	Numarası	18811101001		
	Ana Bilim / Bilim Dalı	İşletme / İşletme		
	Programı	Tezli Yüksek Lisans		
		Doktora	X	
	Tez Danışmanı	Prof. Dr. Raif PARLAKKAYA		
Tezin Adı	Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim Skorları ile Kurumsal Performans Arasındaki İlişkide Entelektüel Sermayenin Aracılık Rolü: Uluslararası Bir Araştırma			

Günümüz iş dünyasında birçok işletme, Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim (ESG) faaliyetlerini entegre raporlar, sürdürülebilirlik raporları veya faaliyet raporları adı altında düzenli olarak paydaşlarının bilgisine sunmaktadır. Literatürde işletmelerin gerçekleştirdiği ESG faaliyetlerinin hem paydaşlara hem de işletmelere faydaları yönünden farklı sonuçlar bulunmaktadır. Bu bağlamda çalışmanın ilk amacı işletmelerin yaptıkları ESG faaliyetlerinin işletmelerin performanslarına olası etkilerinin farklı örneklemelere göre tespit edilebilmesidir. Çalışmanın ikinci amacı ise ESG faaliyetleri ile işletmelerin finansal performansları arasında anlamlı ilişkinin varlığında entelektüel sermayenin aracılık etkisinin araştırılmasıdır.

Çalışmada, Refinitiv Eikon veri tabanında 2010-2021 yılları arasında en az 8 yıllık verisi olan 1296 şirketin 13,817 gözlemi kullanılmıştır. Ülkelerin finansal gelişmişlik düzeylerine ve hukuk sistemlerine göre örneklem oluşturularak analizler gerçekleştirilmiştir. Analiz sonuçları, ESG faaliyetlerinin her işletme için finansal performansa etkisinin net bir şekilde pozitif ya da negatif olamayacağını göstermektedir. Entelektüel sermayenin aracılık etkisi bakımından analiz sonuçları incelendiğinde ise entelektüel sermayenin bazı örneklemelerde kısmi aracılık etkisinin olduğunu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Sürdürülebilirlik, ESG, Panel Veri



T.C.
NECMETTİN ERBAKAN ÜNİVERSİTESİ
Sosyal Bilimler Enstitüsü



ABSTRACT

Author' s	Name and Surname	Yasin CİHAN		
	Student Number	18811101001		
	Department	Business Administration / Business Administration		
	Study Programme	Master's Degree (M.A.)		
		Doctoral Degree (Ph.D.)	X	
	Supervisor	Prof. Dr. Raif PARLAKKAYA		
Title of the Thesis/Dissertation	The Mediating Role of Intellectual Capital in the Relationship between Environmental, Social and Corporate Governance Scores and Corporate Performance: An International Research			

In today's business world, many companies regularly present their Environmental, Social, and Governance (ESG) activities to their stakeholders through integrated reports, sustainability reports, or activity reports. The literature presents varying results regarding the benefits of ESG activities for both stakeholders and businesses themselves. In this context, the first objective of this study is to determine the possible effects of ESG activities on the performance of enterprises across different samples. The second objective of the study is to investigate the mediating effect of intellectual capital on the relationship between ESG activities and the financial performance of enterprises.

In the study, 13,817 observations of 1,296 companies with at least 8 years of data between 2010 and 2021 in the Refinitiv Eikon database are used. Samples were formed and analyzed according to the financial development levels and legal systems of the countries. The results of the analysis show that the impact of ESG activities on financial performance cannot be clearly determined as positive or negative for every business. When analyzing the mediating effect of intellectual capital, it is concluded that intellectual capital has a partial mediating effect in some samples.

Keywords: Corporate Sustainability, ESG, Panel Data

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİK SAYFASI	i
ÖZET	ii
ABSTRACT.....	iii
İÇİNDEKİLER	iv
ÇİZELGELER LİSTESİ.....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ	viii
KISALTMALAR.....	ix
ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR	x
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

1.1 Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramı	5
1.2 Kurumsal Sürdürülebilirliğin Boyutları	10
1.2.1 Ekonomik Boyut	11
1.2.2 Çevresel Boyut.....	12
1.2.3 Sosyal Boyut	14
1.3 Kurumsal Sürdürülebilirlik ile İlişkili Kavramlar.....	15
1.3.1 Kurumsal Sosyal Sorumluluk	16
1.3.2 Kurumsal Yönetim.....	21
1.3.3 Çevresel, Sosyal ve Kurumsal (ESG)	26
1.4 Kurumsal Sürdürülebilirlik ile İlgili Teoriler.....	31
1.4.1 Vekalet Teorisi	31
1.4.2 Hissedar Teorisi	33
1.4.3 Paydaş Teorisi	34
1.4.4 Meşruiyet Teorisi	36
1.4.5 Kaynak Tabanlı Görüş Teorisi.....	37
1.5 Yeşille Aldatma (Greenwashing).....	38

İKİNCİ BÖLÜM

ENTELEKTÜEL SERMAYE

2.1 Entelektüel Sermaye Kavramı	43
2.2 Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi ve Ölçme Yöntemleri	49
2.2.1 TOBINQ Yöntemi.....	52
2.2.2 Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı Yöntemi	53
2.2.3 Hesaplanmış Maddi Olmayan Değer Yöntemi	53
2.2.4 Ekonomik Katma Değer Yöntemi (EVA).....	55
2.2.5 Dengeli Puan Kartı (Balanced Scorecard) Yöntemi	56
2.2.6 Skandia Kılavuzu Yöntemi	58
2.2.7 Entelektüel Sermaye Endeksi Yöntemi.....	59
2.2.8 Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi (VAIC).....	60
2.3 Kurumsal Sosyal Sorumluluk ile Entelektüel Sermaye İlişkisi	62

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ESG SKORLARI İLE KURUMSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİDE ENTELEKTÜEL SERMAYENİN ARACILIK ETKİSİNİN İNCELENMESİ

3.1 Araştırmanın Amacı.....	65
3.2 Araştırma ile ilgili Literatür	67
3.2.1 ESG Skoru ile Finansal Performans Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	67
3.2.2 ESG Skoru ile Entelektüel Sermaye Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	72
3.2.3 Entelektüel Sermaye ile Finansal Performans Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar	75
3.2.4 ESG ile Finansal Performans Arasındaki İlişkide Aracılık Etkisini İnceleyen Çalışmalar	76
3.3 Araştırmada Kullanılan Veriler ve Değişkenler.....	78
3.4 Araştırmanın Yöntemi.....	83
3.5 Araştırmanın Modeli	85
3.6 Analiz ve Bulgular	88
3.6.1 Çoklu Doğrusal Bağlantı	92

3.6.2 Regresyon Analiz Sonuçları.....	94
SONUÇ	107
EKLER.....	119
EK-1 Model Seçim Sonuçları	119
EK-2 Temel Varsayım Test Sonuçları	121
EK-3 Birinci Aşama Regresyon Sonuçları	125
EK-4 İkinci Aşama Regresyon Sonuçları	130
EK-5 Üçüncü Aşama Regresyon Sonuçları	131
EK-6 Dördüncü Aşama Regresyon Sonuçları	132
EK-7 Doğrusal Olmayan Regresyon Sonuçları	135
EK-8 Literatür.....	136
KAYNAKÇA.....	141

ÇİZELGELER LİSTESİ

Çizelge 1. 1. Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Boyutları	11
Çizelge 1. 2. Sürdürülebilirliğin Ekonomik Boyutu	12
Çizelge 1. 3. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Sosyal Boyutu ve Özellikleri	14
Çizelge 1. 4. Toplumun İşletmelerden Beklentileri	20
Çizelge 1.5. Kurumsal Sosyal Politika: KSS Alanlarında KSS İlkelerine Göre Hareket Etmenin Örnek Sonuçları	21
Çizelge 1.6. Kurumsal Yönetimin Faydaları.....	23
Çizelge 1.7. ESG Puanlama Sistemi	28
Çizelge 1.8. ESG Faaliyetlerinin İşletmelere Faydaları.....	29
Çizelge 1.9. Paydaş ve Vekalet Teorisinin Temel Varsayımları.....	35
Çizelge 1.10. Yeşille Aldatma Tanımları.....	38
Çizelge 1.11. Yeşille Aldatma Yolları	40
Çizelge 2. 1. Entelektüel Sermaye Tanımları.....	45
Çizelge 2. 2. Entelektüel Sermaye Unsurlarının Sınıflandırılması	49
Çizelge 2. 3. Entelektüel Katma Değer Katsayısının Hesaplanması.....	62
Çizelge 2. 4. Kurumsal Sosyal Sorumluluk ile Entelektüel Sermaye İlişkisi	63
Çizelge 3. 1. Çalışma Kapsamında Yer Alan ülkeler.....	79
Çizelge 3. 2. Verilerin Sektörel Dağılımı.....	80
Çizelge 3. 3. Kullanılan Değişkenler	81
Çizelge 3.4. Kurulan Hipotezler	86
Çizelge 3.5. Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri (Tüm Örneklem)	88
Çizelge 3.6. ESG Skorlarının Betimleyici İstatistikleri	89
Çizelge 3.7. ESG Skorlarının Betimleyici İstatistikleri (Hukuk Sistemleri).....	90
Çizelge 3.8. VIF değerleri.....	93
Çizelge 3.9. ESG ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Analiz Sonucu.....	99
Çizelge 3.10. ESG ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Gecikmeli Analiz Sonucu.....	99
Çizelge 3.11. ESG ile Entelektüel Sermaye Arasındaki İlişkinin Analiz Sonucu.....	100
Çizelge 3. 12. Entelektüel Sermaye İle Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Analiz Sonucu	101

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Kurumsal Sürdürülebilirlik ile Kurumsal Sosyal Sorumluluk İlişkisi.....	9
Şekil 1.2. KSS Faaliyetlerinin İşletmelere Sağlayacağı Faydalar	19
Şekil 2.1. Kaynak Tabanlı Görüşe Göre Entelektüel Sermaye.....	48
Şekil 2.2. Entelektüel Sermaye Ölçme Yöntemleri	51
Şekil 2.3. Dengeli Skor Kart	57
Şekil 2.4. Skandia Kılavuzu.....	59
Şekil 3.1. Verilerin Tasnifi	80
Şekil 3.2. Araştırmanın Aşamaları.....	85
Şekil 3.3. ESG Verilerinin Gelişmişlik Düzeyine Göre Ayrıştırılması	90
Şekil 3.4. ESG Verilerinin Hukuksal Yapıya Göre Ayrıştırılması.....	90
Şekil 3.5. ESG Skor Ortalamaları.....	91
Şekil 3.6. Gelişmiş Ülkeler Skor Ortalamaları	92
Şekil 3.7. Gelişmekte Olan Ülkeler ESG Skor Ortalamaları.....	92
Şekil 3.8. Aracılık Modeli.....	102

KISALTMALAR

CSR	:	Kurumsal Sosyal Sorumluluk
ESG	:	Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim
OECD	:	Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Teşkilatı
KSS	:	Kurumsal Sosyal Sorumluluk
UN-PRI	:	Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
G8	:	Sekizler Grubu
IUCN	:	Dünya Doğa ve Doğal Kaynakları Koruma Birliği
TKYD	:	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TÜSİAD	:	Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği
UNEP-FI	:	BM Çevre Programı Finans Girişimi
ACCC	:	Avustralya Rekabet Kurumu
HC	:	İnsan Sermayesi
SC	:	Yapısal Sermaye
RC	:	İlişkisel Sermaye
USD	:	Amerikan Doları
VAIC	:	Entelektüel Katma Değer Katsayısı
VA	:	Katma Değer
EVA	:	Ekonomik Katma Değer

ÖNSÖZ VE TEŞEKKÜR

Sanayi Devrimi, insanlığın teknolojik ve ekonomik açıdan büyük bir atılım yapmasını sağlarken, çevresel sorunları da beraberinde getirmiştir. Hızla gerçekleşen endüstrileşme, hava ve su kirliliği, toprak tahribatı ve doğal kaynakların aşırı tüketimi gibi birçok problemin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu durum insan sağlığı üzerinde de ciddi olumsuz etkiler oluşturmuştur.

Günümüzün rekabetçi iş dünyasında, firmaların sadece kâr odaklı bir yaklaşımla ilerlemesi yeterli değildir. Artık finansal başarıyı sürdürebilmek için ürünlerin ve üretim yöntemlerinin çevresel ve sosyal sorumluluk ilkelerine uygun şekilde değerlendirilmesi ve bu ilkeler doğrultusunda faaliyet gösterilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu bağlamda şirketlerin sürdürülebilir üretim yöntemleri benimsemeleri ve çevreye duyarlı ürünler geliştirmeleri, insan sağlığını koruma ve toplumsal refahı artırma açısından büyük önem taşımaktadır.

Bu çalışmada çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) faaliyetlerinin şirketlerin finansal performanslarına olan etkileri incelenmektedir. ESG'nin, sadece finansal kazanç sağlama aracı olarak değil, aynı zamanda şirketlerin topluma karşı olan sorumluluklarını yerine getirme ve daha sürdürülebilir bir dünya yaratma çabası olarak değerlendirilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Umuyorum ki bu çalışma, şirketlerin ESG faaliyetlerini daha derinlemesine anlamalarına ve uygulamalarına katkı sağlar.

Bu tezin yazılması sırasında desteklerini esirgemeyen danışman hocama ve değerli zamanlarını ayırarak tezi inceleyen ve değerli yorumlarıyla tezin gelişmesine katkıda bulunan Tez Komisyonu Üyelerine ve iş arkadaşlarıma teşekkürlerimi sunmak isterim. Ayrıca tez çalışmam boyunca bana her zaman inanan ve destek olan eşime ve çocuklarıma şükranlarımı sunarım.

Son olarak tezimin yazım aşamasında aramızdan ayrılan sevdiklerimi de sevgi ve özlemlerle anıyorum. Onların desteği ve sevgisi olmadan bu zorlu süreci tamamlamam mümkün olmazdı. Bu tezi onlara ithaf ediyorum ve ruhlarının şad olmasını diliyorum.

GİRİŞ

Son yüzyılda üretimde makineleşme, seri üretim, iletişim ve ulaşım imkânlarının artması, insanoğluna inanılmaz fırsatlar sunmasının yanında bazı olumsuz sonuçlara da neden olmuştur. Küresel ısınma, çevre kirliliği, nükleer atıklar, yoksulluk, gelir adaletsizliği ve çalışma koşullarının kötülüğü gibi olumsuzluklar çözülmesi gereken büyük problemler olarak ortaya çıkmıştır. Toplum tarafından bu tür sorunlara olan farkındalığın artmasıyla birlikte işletmelerin hissedarlara yönelik kâr maksimizasyonu görevinin ötesinde de sorumluluklarının olduğu fikri kabul görmeye başlamıştır. Toplumun artan duyarlılıklarına işletmelerin kayıtsız kalması gibi bir durum ortadan kalkmış bulunmaktadır. Literatürde yer alan kurumsal sosyal sorumluluk, kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve kurumsal vatandaşlık gibi kavramlar, işletmelerin çevreye, topluma ve çalışanlara karşı olan sorumluluklarını vurgularken, birbirlerinin yerine ya da birbirlerini tamamlayacak şekilde kullanılmaktadırlar.

Kurumsal sosyal sorumluluk kavramı, 1950'li yıllardan itibaren iş dünyasına ve akademik literatüre girmiştir. Bu kavram, işletmelerin faaliyetleriyle sınırlı kalmayıp, toplumu da göz önünde bulundurarak daha geniş bir sorumluluk alanına sahip olmaları gerektiği fikrine dayanmaktadır. Bu tarihten sonra yaşanan çevresel felaketler ve toplumsal olaylar, toplumun daha da bilinçlenmesine ve sivil toplum örgütlerinin kurulmasına yol açmıştır. Bu durum, işletmelerden daha fazla toplumsal sorumluluk alması ve çevresel duyarlılık göstermesi beklentisini artırmıştır. Sonuç olarak, uluslararası platformlarda çalışmalar yürütülerek 1987'de BM Brutland Raporu oluşturulmuştur. Bu raporla birlikte, gelecek nesillerin refahını tehlikeye atmamayı esas alan sürdürülebilir kalkınma ya da işletmelere yansımış hali olan kurumsal sürdürülebilirlik fikri ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte 1980'li ve 1990'lı yıllarda meydana gelen şirket skandalları ile birlikte sarsılan yatırımcı ve kreditor güvenin tekrar tesis edilebilmesi için kurumsal yönetim ilkeleri benimsenmiştir. Kurumsal yönetim ilkeleri ile birlikte işletmeler daha şeffaf hale gelmişlerdir. 2000'li yıllarla beraber tüm bu kavramları içerisine alan Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim yani ESG kavramı ortaya çıkmıştır. Bu kavram işletmelerin finansal sonuçlarının yanında

çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim faaliyetlerinin de dikkate alınması gerektiğini vurgulamaktadır.

Günümüzde müşterilerin, yatırımcıların ve kreditorlerin kararlarında işletmelerin yapmış oldukları ESG faaliyetleri önemli rol oynamaktadır. Şöyle ki PricewaterhouseCoopers (PWC) “ESG'nin ekonomik gerçekleri” (The economic realities of ESG) raporuna göre yatırımcıların %79'u işletmelerin ESG risklerinin yatırım kararlarını etkileyen bir unsur olarak gördüğünü belirtmektedir (PWC, 2021: 2). Bu durum, işletmelerin sadece finansal raporlamalarını toplumla paylaşmaktan öte, yapmış oldukları ESG faaliyetlerini de raporlamalarını zorunlu kılmaktadır. 1990'lı yılların ilk bölümünde ESG verileri ile ilgili sürdürülebilirlik ya da entegre rapor yayınlayan şirket sayısı 20'den az iken 2016 yılı itibariyle 9 bin, 2022 yılında ise 15 bine ulaşmış bulunmaktadır (Amel-Zadeh ve Serafeim, 2018: 2; Refinitiv, 2023). ESG yatırımları da yıllar itibariyle artış göstermiştir. Örneğin sürdürülebilir fonlara girişler 2018'de 5 milyar USD'den 2020'de 50 milyar USD'nin üzerine, ardından 2021 yılında yaklaşık 70 milyar USD'ye yükselmiştir (Perez vd., 2023: 1).

İşletmelerin yapmış oldukları ESG faaliyetleri işletmelerin uzun vadede önemli avantajlar (finansmana erişimin kolaylaşmasıyla sermaye maliyetlerinde azalma, üretimde verimlilik sayesinde üretim maliyetlerinde azalma, müşteriler tarafından daha çok tercih edilme nedeniyle satışlarda artış vb.) elde etmelerini sağlar. Örneğin sermaye maliyetleri üzerine yapılan çalışmalar ESG faaliyetlerinin sermaye maliyetlerini %1,14'ten %10'a kadar azaltabileceğini göstermektedir (PWC, 2022: 8).

Banque Nationale de Paris – Paribas (BNP Paribas) tarafından 2019 yılında kurumsal yatırımcılar ve varlık yöneticilerine yapılan ankete göre ESG yatırımlarının en büyük nedeni olarak uzun vadede ekonomik beklentiler gelmekte, bunu marka imajı ve itibar izlemektedir (BNP, 2019 akt: OECD, 2020: 17). Yatırımcıların ESG yatırımlarını yaparken öncelikli olarak göz önünde bulundukları ekonomik beklentilerinin ne oranda karşılanabildiği iş dünyasında ve literatürde kesin sonuca ulaşılamayan bir durumdur. Hartzmark ve Sussman (2019) tarafından yapılan bir araştırmada, 20 binden fazla yatırımcı fonu sürdürülebilirlik ve finansal performans açısından analiz edilmiş ve sonuç olarak; sürdürülebilirlik puanı yüksek olan fonların

daha fazla yatırımcı çekmesine rağmen düşük puanlı fonlara göre daha iyi performans göstermediği bulunmuştur. Aynı şekilde Raghunandan ve Rajgopal (2022) ESG fon portföyündeki şirketler ile portföyde olmayan şirketleri karşılaştırmışlardır. Sonuç olarak ESG portföyündeki şirketlerin hem işgücü hem de çevre kuralları bakımından daha kötü durumda oldukları buna ek olarak portföye alındıktan sonra ESG düzenlemelerine uyumu iyileştirmedikleri tespit edilmiştir (Hartzmark ve Sussman, 2019; Raghunandan ve Rajgopal, 2022; Bhagat, 2022).

ESG faaliyetlerinin işletmelere olan etkileri konusunda yapılan çalışmalarda ortak bir sonuca varılamamıştır. Bazı çalışmalar vekalet teorisi ve Milton Friedman'nın görüşlerine atıf yaparak ESG faaliyetlerinin işletmelere olumlu bir faydasının olmayacağını söylerken, diğer çalışmalar paydaş ve meşruiyet teorisi ile sonuçlarını ilişkilendirerek ESG faaliyetlerinin işletmeler için faydaları olduğunu söylemektedir. Bu bağlamda literatürde yer alan belirsizliğin giderilmesi için farklı ülkeleri ve sektörleri içine alan geniş bir örneklem ile literatüre katkı sağlanmak amaçlanmıştır.

Bilgi toplumunda işletmelerin ellerinde bulundurdukları maddi varlıklar kadar maddi olmayan varlıklarının da önemi büyüktür. Literatürde entelektüel sermaye olarak adlandırılan işletmelerin sahip oldukları maddi olmayan varlıkları işletmelerin rekabet avantajı sağlayarak faaliyetlerine devam edebilmeleri için önemlidir. Yapılan teorik ve ampirik çalışmalar ESG faaliyetlerinin işletmelerin entelektüel sermayelerine olumlu etkisinin olabileceğini göstermektedir. Bu bağlamda, ESG faaliyetlerini artıran işletmelerin entelektüel sermayelerinde de artış gözlemlenmesi ve bunun finansal performanslarında iyileşme beklentisine yol açması doğaldır.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde kurumsal sürdürülebilirlik kavramı ve onunla ilişkili olarak kurumsal sosyal sorumluluk, kurumsal yönetim ve ESG kavramları açıklanmıştır. İkinci bölümde entelektüel sermaye kavramı ve ölçülmesi, ESG ve entelektüel sermaye ile ilgili olarak literatürde yapılan çalışmalara yer verilmiştir. Çalışmanın üçüncü bölümünde ise ESG faaliyetleri ile işletmelerin kurumsal performansları arasındaki ilişki incelenmiş olup, olası ilişkinin varlığında entelektüel sermayenin aracılık etkisi araştırılmıştır. Çalışmada

kullanılan örnekler ülkelerin finansal gelişmişlik düzeylerine ve hukuk sistemlerine göre ayrıştırılarak derinlemesine analizler gerçekleştirilmiştir.



BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Sanayi devrimleri ile birlikte işletmeler üretim hacimlerini ve ürün çeşitliliklerini artırmalarının yanında sahiplik yapılarında da farklılaşmaya gitmişlerdir. Tek sahipli ortaklık yapısı çoklu hissedarlık sistemine dönüşerek büyük şirketlerin ortaya çıkmasını sağlamıştır. İşletmelerin büyümesi ve sanayileşmenin getirmiş olduğu olumsuzluklar toplum tarafından işletmelere farklı misyonların yüklenmesine neden olmuştur. Kurumsal sosyal sorumluluk kavramıyla başlayan bu süreç yıllar içerisinde aynı ya da yakın anlamları ifade eden pek çok kavramla açıklanmaya çalışılmıştır. Esasında kurumların salt kâr odaklı bakış açısının değişmesi ve toplum, çevre ve diğer paydaşlarında düşünülmesi gerektiğine dayanan düşünce yapısı yıllar içerisinde farklı kavramların oluşmasına neden olmuştur.

Çalışmanın bu bölümünde Kurumsal Sürdürülebilirlik, Kurumsal Sürdürülebilirliğin Boyutları, Kurumsal Sürdürülebilirlik ile ilişkili kavramlardan olan Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Kurumsal Yönetim ve ESG kavramları anlatılmaktadır.

1.1 Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramı

Kurumsal sürdürülebilirlik temel olarak sürdürülebilir kalkınma anlayışına dayanmaktadır. Sürdürülebilir kalkınma kavramı 1987 yılında yayınlanan Brundtland Raporu'nda belirtildiği üzere “*gelecek nesillerin ihtiyaçlarını tehlikeye atmadan bugünün ihtiyaçlarının karşılanabilmesi*” olarak tanımlanmaktadır (Brundtland, 1987: 43). Brundtland Raporu'yla başta sadece çevresel boyutu içeren sürdürülebilir kalkınma anlayışı, zaman içerisinde sosyal konuları da içerisine alacak şekilde yaygınlaşmıştır (Tüm, 2014: 59). Sürdürülebilir kalkınmanın firmalar düzeyinde uygulanması ile kurumsal sürdürülebilirlik kavramı ortaya çıkmıştır.

Toplumun sürdürülebilirlik kavramına ilişkin farkındalığı özellikle İkinci Dünya Savaşı sonrası Avrupa ve Amerika'da gelişen sanayileşmenin getirmiş olduğu çevresel ve sosyal sorunların etkisiyle artış göstermiştir. Bu sorunlara uluslararası örgütler de kayıtsız kalmamış ve bir dizi çalışma ve stratejik plan gerçekleştirmişlerdir.

1992 yılında BM Rio zirvesinde çevre ve sürdürülebilir kalkınma ile ilgili eylem planı belirlenmiş, sonraki yıllarda Kyoto Protokolü ve Paris İklim Anlaşmaları imzalanmıştır. 2000 yılında Birleşmiş Milletler Milenyum Bildirgesi Birleşmiş Milletler Genel Kurulu'nun 55. Oturumunda üye ülke liderleri tarafından Birleşmiş Milletler Binyıl Zirvesi'nde kabul edilmiştir. Bu bildirme, insanlığın ortak değerlerine odaklanarak yoksulluk, açlık, hastalık, eşitsizlik, çevresel bozulma ve savaş gibi küresel sorunlara kapsamlı bir şekilde çözüm bulmayı amaçlamaktadır. Bu bağlamda bu bildirme ile 2015 tarihine kadar gerçekleştirilmesi hedeflenen 8 kalkınma hedefi belirlenmiştir (Akyıldız, 2011: 49-51). Bunlar:

- Yoksulluğu azaltma ve açlığı sona erdirmeye
- Herkes için temel eğitimi sağlama
- Cinsiyet eşitliğini teşvik etme ve kadınları güçlendirme
- Çocuk ölüm oranlarının düşürülmesi
- Anne sağlığını iyileştirmek.
- HIV/AIDS, sıtma ve diğer hastalıklarla mücadele etme
- Çevresel sürdürülebilirliği sağlama
- Küresel ortaklıkları güçlendirme

şeklinde sıralanabilir.

Birleşmiş Milletler 2004 yılında yayınlamış olduğu “Who Cares Wins” raporunda ilk defa Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim (ESG) kavramına yer vermiş olup, 2006 yılında yayınladıkları Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri (UN-PRI) raporuyla da ESG kavramının çerçevesini çizmişlerdir (Gao vd., 2021: 1). Ayrıca Birleşmiş Milletler Genel Kurulu, 17 Sürdürülebilir Kalkınma Hedefini açıklayan 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Hedeflerini kabul etmiştir (Armstrong, 2020: 1). Bu hedefler şunlardır;

- HEDEF 1: Yoksulluğu Önleme
- HEDEF 2: Sıfır Açlık
- HEDEF 3: Sağlıklı Yaşam
- HEDEF 4: Kaliteli Eğitim
- HEDEF 5: Cinsiyet Eşitliği
- HEDEF 6: Temiz ve Sağlığa uygun Su

- HEDEF 7: Uygun Fiyatlı ve Temiz Enerji
- HEDEF 8: İnsana Yakışır İş ve Ekonomik Büyüme
- HEDEF 9: Sanayi, İnovasyon ve Altyapı
- HEDEF 10: Azaltılmış Eşitsizlik
- HEDEF 11: Sürdürülebilir Şehirler ve Topluluklar
- HEDEF 12: Sorumlu Tüketim ve Üretim
- HEDEF 13: İklim Eylemi
- HEDEF 14: Suyun Altında Yaşam
- HEDEF 15: Karada Yaşam
- HEDEF 16: Barış ve Adalet Güçlü Kurumlar
- HEDEF 17: Hedefe ulaşmak için ortaklıklar.

Kurumsal sürdürülebilirlik; şirketlerin, tüm paydaşların menfaatleri doğrultusunda uzun vadeli değerler ortaya çıkarmak amacıyla finansal, çevresel ve sosyal etmenler gözetilerek yönetilmesidir (Aras vd., 2020: 1). Kurumsal sürdürülebilirlik geleneksel, kısa vadeli ve kâr odaklı yaklaşımlardan ayrılarak ekonomik, sosyal ve çevresel konuları içeren ve gelecek nesilleri de düşünen bir yönetim anlayışını ifade eder (Lozano vd., 2015: 430).

Wilson (2003), kurumsal sürdürülebilirliğin geleneksel büyüme ve kâr maksimizasyonu modeline alternatif oluşturması nedeniyle yeni bir kurumsal yönetim anlayışı olduğunu belirtir. Bu anlayış şirketler için büyüme ve kârlılığın önemini göz ardı etmeden, şirket faaliyetlerinin çevresel koruma, sosyal adalet, eşitlik ve ekonomik kalkınma ile ilgili toplumsal hedefleri de gözetilerek yönetilmesi gerektiğini ifade eder (Wilson, 2003: 1).

Sürdürülebilir kalkınma, kurumsal sürdürülebilirliğin yaygınlaşmasına iki yönden etki etmiştir. İlk etki şirketlerin sürdürülebilir kalkınma için önem vermesi gereken alanların ortaya çıkması, ikinci etkiyse tüm iç ve dış paydaşların sürdürülebilirlik konusunda müşterek bir amaç oluşturulabilmesidir (İMKB, 2011: 1).

Bansal (2005), gerçek bir kurumsal sürdürülebilirlikten bahsedebilmek için şirketlerin aşağıdaki üç ilkeye göre faaliyetlerini gerçekleştirmeleri gerektiğini belirtir.

Bu ilkeler şöyledir:

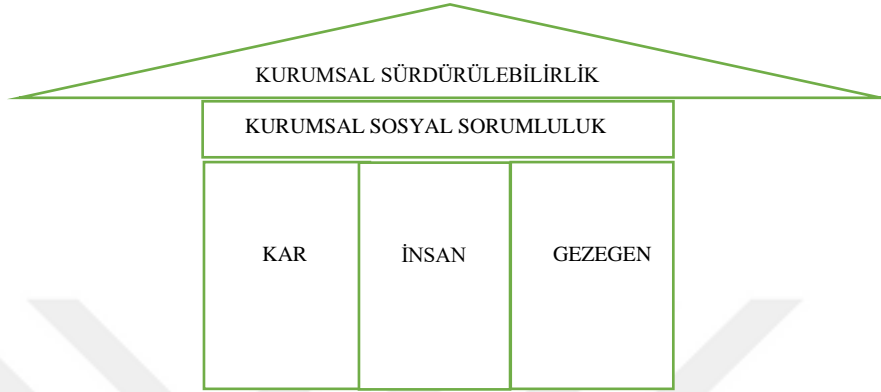
- 1) Çevresel Bütünleşme: Bu ilke şirketlerin çevre dostu ürün ve üretim süreçlerini benimsemeleri ve geri dönüşüm uygulamaları gibi faaliyetlerle birlikte doğaya verilen tahribatın minimum seviyeye indirilebileceğini böylece ekolojik dengenin korunacağını ifade eder.
- 2) Toplumsal Eşitlik: Bu ilke, şirketlerin yapacakları sorumluluk ve gönüllülük faaliyetleriyle toplumda var olan eşitsizlikleri gidererek tüm bireylerin kaynaklara adil şekilde erişimini vurgulamaktadır.
- 3) Ekonomik Refah: Bu ilke şirketlerin bireylerin ihtiyaçları doğrultusunda, etkin üretim yöntemleri kullanarak ekonomik refahı artıracak şekilde üretim yapmalarını ifade eder (Bansal, 2005: 199-200).

Kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının işletmeler için pek çok faydasından bahsedilebilir. Bunlar; firmaların itibarlarında olumlu yükselişler, çalışanların motivasyonlarındaki artışlar, otoritelerle iletişim ve ilişkilerde iyileşmeler, yükselen müşteri memnuniyeti ve sadakati şeklinde sıralanabilir (Fraj-Andres vd., 2009: 270).

Epstein (2008) kurumsal sürdürülebilirliğin faydalarını daha sistematik hale getirip dört başlık altında gruplamıştır. Bunlar:

- 1) Kalite ve itibar faydaları: Sürdürülebilirlik faaliyetleri ve paydaşlarla olan iletişimin gelişmesiyle birlikte işletmelerin itibarında artış meydana gelecek ve bunun neticesinde satışlarda ve paydaş güveninde de artış olacaktır.
- 2) Finansal faydalar: Sürdürülebilirlik sayesinde işletmeler daha düşük sermaye maliyetlerine ve işletme giderlerine sahip olacaklardır. Buna ek olarak gelirlerinde, borsa performanslarında ve verimliliklerinde olumlu artışlar ortaya çıkacaktır.
- 3) Operasyonel faydalar: Sürdürülebilirlik faaliyetleri sayesinde işletmeler süreç inovasyonuna, kısa devir(cycle) sürelerine ve daha verimli kaynak tahsisine sahip olurlar.

- 4) Organizasyonel faydalar: Sürdürülebilirlik sayesinde artan kurumsal itibarla birlikte paydaşlar ile daha iyi ilişkiler kurulur ve çalışanların memnuniyetinde artış meydana gelir (Epstein 2008; akt:Aboud, 2019: 22).



Şekil 1.1. Kurumsal Sürdürülebilirlik ile Kurumsal Sosyal Sorumluluk İlişkisi
Kaynak: Kaptein ve Wempe, 2002; akt: Marrewijk, 2003:101

Şekil 1.1’de Kurumsal sosyal sorumluluk ile kurumsal sürdürülebilirliğin ilişkisi açıklanmaktadır. Buna göre kurumsal sosyal sorumluluk nihai amaç olan kurumsal sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi için aracı rolündedir (Marrewijk, 2003: 101). İşletmelerin faaliyetlerini kâr, insan ve gezegen arasındaki dengeyi gözeterek yürütmesi, sürdürülebilirliğin en önemli unsurunu oluşturmaktadır.

Elkington (2004) bu üçlü yapının oluşmasında 1960’lardan başlayarak üç büyük kamuoyu baskısının etkisinin olduğunu söylemektedir. Her aktivist eylem ile birlikte kamuoyunun ilgisinde önce artış, daha sonra zamanla azalışlar meydana gelmiştir. Ancak kamuoyunu ilgisi yeni aktivist eylemler ile tekrar artırılmıştır. Sonuç olarak bu üç dönem kamuoyunun, siyasetin ve iş dünyasının gündemlerini belirleyerek çevre ile ilgili önemli adımların atılmasına neden olmuştur (Elkington, 2004: 7-9):

- 1) Birinci dalga, Uluslararası Af Örgütü, Dünya Vahşi Yaşam Fonu, Dünya Dostları ve Greenpeace gibi örgütlerin kurulmasıyla başlamıştır. Birinci dalga işletmelerin oluşturdukları çevresel etkilerin sınırlandırılmasına dair bir anlayış oluşturmuş ve çevre mevzuatlarında

düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır. Bu ilk dalgaya iş dünyasının tepkisi savunmacı ya da uyum şeklinde olmuştur.

- 2) İkinci dalga, Bhopal ve Çernobil faciası gibi felaketler ile başlamıştır. Bu dönemde Montreal Protokolü, Yeşil Tüketici Hareketi, Birleşmiş Milletler Dünya Zirvesi ve Kyoto Protokolü gibi toplantı ve anlaşmalarla çevresel düzenlemeler hızlanmıştır. İkinci dalga sürecinde eski üretim tekniklerinin zararları daha iyi anlaşılmış olup, yeni ve çevreci teknolojilerin geliştirilmesi gerektiği yaygın bir kabul görmüştür. Bu dalga ile birlikte iş dünyası daha rekabetçi hale gelmiştir.
- 3) Üçüncü dalga, küreselleşme protestoları ve genetiği değiştirilmiş gıda tartışmaları ile başlamıştır. Bu dönemde Dünya Ekonomik Forumu ve G8 toplantılarında KSS konuları gündeme gelmiştir. Sürdürülebilir kalkınmanın küreselleşme sürecinde ve şirketlerin sürdürülebilirliği noktasında önemi anlaşılacak sivil topluma odaklanması gerektiği fikri öne çıkmıştır. Bu dönemde iş dünyasının tepkisi uyum ve rekabetle birlikte pazar oluşturma çabaları şeklinde olmuştur.

1.2 Kurumsal Sürdürülebilirliğin Boyutları

Sürdürülebilirliğin tam anlamıyla vuku bulabilmesi için ekonomik, çevresel ve sosyal boyutlarının birlikte ve dengeli bir şekilde gerçekleşmesi gerekir. İşletmelerin salt kâr odaklı kısa vadeli hedefler ile faaliyetlerini sürdürmeye çalışmaları kısa vadede başarılı gözükse bile uzun dönemde işletmelerin geleceği açısından riskler oluşturacaktır. Bu bağlamda, uzun dönemli sürdürülebilirliğin başarılı olabilmesi için, sürdürülebildiğin üç sacayağı olarak kabul edilen ekonomik, çevresel ve sosyal boyutlarının birlikte ve dengeli bir şekilde gerçekleştirilmesi gerekir (Dyllick ve Hockerts, 2002: 132). Çizelge 1.1'de kurumsal sosyal sorumluluğun boyutları özet şekilde gösterilmiştir.

Çevresel, sosyal ve ekonomik boyutlar birbirleri ile sıkı bir ilişki içerisindedirler. Örneğin, ekonominin kötüye gitmesi, işsizliğin yükselmesine ve bunun sonucunda da toplumsal sorunların ortaya çıkmasına neden olur. Doğal kaynakların fütursuzca tüketimi ve sorumsuz üretim tekniklerinin devam etmesi insan

yaşamını tehdit eder. Bu durum hem sosyal hem de ekonomik sorunlara yol açar. Ekonomik bozulma sonucunda, insanlar çevresel sorunlara daha az duyarlı hale gelirler (Hitchcock ve Williard, 2009: 9).

Çizelge 1. 1. Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Boyutları

BOYUT	TANIM	ÖRNEK
Ekonomik	Beşeri/Entelektüel sermaye gibi maddi olmayan varlıklara daha fazla önem vererek geleneksel muhasebenin ötesine geçmek	İş dürüstlüğü politikalarıyla maliyetleri azaltmak. İş gücünün motive edilmesiyle üretkenliğin artırılması
Çevresel	İşletmelerin ekolojik bütünlüğü önceleyerek kaynak kullanımı ve enerji tüketimi konularında duyarlılığı	Çevre politikası; çevresel denetimler ve yönetim sistemleri ve çevresel yükümlülükler
Sosyal	İşletme faaliyetleri ile toplum üzerindeki olumlu etkilerin maksimum düzeye getirilmesi	Halk sağlığı, sosyal adalet ve örgütler arası ve örgüt içi eşitlik konuları

Kaynak: Knoepfel (2001), GRI (2003); akt: Jamalı, 2006:811.

1.2.1 Ekonomik Boyut

İşletmeler mevcudiyetlerini devam ettirebilmek için faaliyetlerini kâr odaklı, etkinlik ve verimlilik esaslarına göre gerçekleştirirler. Bu bağlamda ekonomik sürdürülebilirlik işletme faaliyetleri ile toplumun ihtiyaçlarının karşılanması, kaynakların etkili ve verimlilik esaslarına göre kullanılarak işletme kârlarının maksimum seviyeye çıkarılması ve gelir adaletinin sağlanarak ekonomik yapının devam ettirilmesi olarak tanımlanabilir (Godard, 2010: 69; akt:Zyadat, 2017: 57). Ekonomik boyut, işletmelerin kısa vadeli ve kâr odaklı yaklaşımının ötesinde müşteri memnuniyeti, itibar ve sadakati sağlayarak uzun vadeli hedeflerine odaklanması gerektiğini ifade etmektedir (Oláh, vd., 2018: 7). Ekonomik sürdürülebilirlik, işletmelerin sahip oldukları finansal sermaye, maddi sermaye ve maddi olmayan sermaye gibi çeşitli sermaye türlerini başarı ile yönetmelerine bağlıdır. Faaliyetlerini sürdürebilecek likiditeye sahip olan ve hissedarlarına düzenli getiri sağlayabilen şirketler ekonomik olarak sürdürülebilirler (Dyllick ve Hockerts, 2002: 133).

Sürdürülebilirliğin ekonomik boyutu, geleneksel muhasebe anlayışını genişleterek rekabet edebilirlik, iş ve pazar oluşturma ve uzun vadeli kârlılık kavramlarını içine almaktadır. Bu bağlamda sürdürülebilirliğin ekonomik ve mali boyutlarını beş madde altında özetleyebiliriz (ICC, 2002; akt: Jamalı, 2006: 811);

- 1) Değerinde mal ve hizmet üretimiyle müşteri memnuniyetinin sağlanması,
- 2) Optimum kaynak kullanımı ile maliyetlerin azalması,
- 3) Çalışanların motive edilmesiyle verimlilikte artış,
- 4) İşletmeye güvenen yatırımcıların adil bir getiri elde edebilmesi,
- 5) Sosyal Sorumluluk / Sürdürülebilirlik endekslerine dahil edilebilme imkânı sağlanması.

Baumgartner ve Ebner (2010) sürdürülebilirliğin ekonomik boyutunun sadece finansal veriler olarak algılanmaması gerektiğini ve Çizelge 1.2’de yer alan hususların uygulanması ile gerçek anlamda ekonomik sürdürülebilirlikten bahsedilebileceğini belirtmektedir.

Çizelge 1. 2.Sürdürülebilirliğin Ekonomik Boyutu

İnovasyon ve Teknoloji	Yenilikçi çevreci ürünler üretilmesine odaklanılmalı, bu konuda Ar-Ge faaliyetleri yürütülmeli, çevreci teknolojiler kullanılarak daha temiz, sıfır emisyon üretim yapılmalıdır.
İş birliği	Yenilikçi ürün ve teknolojiler konusunda iş birliğine gidilmeli (Ar-Ge kurumları, üniversiteler, tedarikçiler vb.) ortak programlar ile bilgi alışverişine özen gösterilmelidir.
Bilgi yönetimi	Sürdürülebilirlikle ilgili kurumsal hafıza desteklenmeli, kurumsal bilgi altyapısını geliştirerek bilgiyi planlama, geliştirme, organize etme, aktarma ve ölçme yöntemlerinde iyileştirmeler yapılmalıdır.
Süreçler	Sürdürülebilirlik ile ilgili süreçler en iyi şekilde tanımlanmalı ve çalışanlar tarafından benimsenmelidir. Sürdürülebilirliğin sözde kalmaması ve günlük iş hayatına uygulanmasının sağlanması ve bu uygulamalar için süreç yönetimi tanımlanmalıdır.
Satın alma	Sürdürülebilirliği önemseyen tedarikçilerle ilişki kurulmalı, satın almada sürdürülebilirlik konuları ön planda tutularak satın alma işlemi gerçekleştirilmelidir.
Sürdürülebilirlik raporlaması	Sürdürülebilirlik ile ilgili faaliyetlerin raporlanmasına dikkat edilmeli, yapılan faaliyetler ayrı bir sürdürülebilirlik raporu ya da kurumsal rapora entegre olarak paydaşların kullanımına sunulmalıdır.

Kaynak: Baumgartner ve Ebner, 2010: 79

1.2.2 Çevresel Boyut

Sanayi devrimleri ve uluslararası ticaretin gelişmesiyle birlikte insanoğlu hızlı bir üretim dönemine girmiştir. Ancak bu hızlı üretim sürecinin sosyal ve çevresel açıdan önemli negatif etkileri ortaya çıkmıştır. Hızlı sanayileşme süreci ozon tabakasının incilmesi, sera gazı emisyonları, orman tahribatı, toksik atıklar, doğal

kaynakların aşırı tüketilmesi ve çevre kirliliği gibi sorunları ortaya çıkarmıştır (Bansal, 2002: 123). Ortaya çıkan olumsuz sonuçları bertaraf edebilmek ve gelecek nesillere daha iyi bir dünya bırakabilmek adına çevresel sürdürülebilirlik çalışmaları ülkeler arasında hız kazanmış ve Ekonomik Kalkınma ve İş Birliği Örgütü (OECD) ve Dünya Doğa ve Doğal Kaynakları Koruma Birliği (IUCN) gibi birçok kuruluşun harekete geçmesine sebep olmuştur. Bu örgütlerce yapılan çalışmalar gün geçtikçe daha fazla birey ve kurum tarafından kabul edilerek, çevresel sürdürülebilirlik bilincinin gelişmesi sağlanmaya çalışılmaktadır.

Çevresel sürdürülebilirlik, işletmelerin faaliyetlerini sonraki nesilleri düşünerek doğal kaynakları yok etmeden sorumlu bir şekilde yerine getirmesi olarak tanımlanabilir. Bu bağlamda, üretim faaliyetlerinin kirlilik ve emisyon yönünden denetlenmesi, verimliliğin artırılması ve atık miktarının azaltılması gibi yöntemler kullanılarak doğal sermayenin korunması ve gelecek kuşaklara aktarılması sağlanabilir. Bu tür faaliyetler, çevresel sürdürülebilirlik çabaları kapsamında yer alır (Gürül, 2016: 880).

Kurumsal düzeyde sürdürülebilirlik kavramının kabul edilip uygulanabilmesi, sürdürülebilir kalkınmanın en önemli koşuludur. Piyasa gücüne ve sürdürülebilirlik faaliyetleri konusunda motivasyona sahip öncü işletmelerin bireysel ve sektörel olarak atacağı adımlar çevresel sürdürülebilirliğin başarıya ulaşması için zorunludur (Erol ve Özmen, 2009: 71).

Çevresel sürdürülebilirlik, işletmelerin faaliyetlerinde, iş süreçlerinde, fabrikalarında, ürün ve hizmetlerinde sürdürülebilirlikle ilgili aktivitelerin yerine getirilmesiyle gerçekleştirilebilir. Bu bağlamda;

- 1) Ürünlerin, hizmetlerin ve iş süreçlerinin yeniden gözden geçirilmesi,
- 2) Sıfır atık ve emisyon konularında adım atılması,
- 3) Sahip olunan varlık ve kaynakların etkili ve verimli bir şekilde kullanılması

gibi faaliyetler ile işletmeler çevresel sürdürülebilirliğe hizmet etmiş olacaktırlar (Jamalı, 2006: 812).

1.2.3 Sosyal Boyut

Ülkeler arasında mevcut olan kültürel, sosyal ve ekonomik farklılıklar sürdürülebilirliğin sosyal boyutunun tanımını yapmayı güçleştirmektedir. Gilbert (1996) ortak hedefleri doğrultusunda çalışma yeteneğinin korunmasını sosyal sürdürülebilirliğin bir gerekliliği sayarken, Haris (2000) sosyal sürdürülebilirlikten bahsedebilmek için sağlık ve eğitim hizmetlerinin yeterli olmasının, toplumsal cinsiyet eşitliğinin sağlanmasının ve demokrasi kültürünün artmasının önemini vurgulamaktadır (Moldan vd., 2012: 5; Haris, 2000: 6; akt: Cömertler ve Cömertler, 2021: 320).

Sosyal sürdürülebilirlik, çalışanların kabiliyetlerinin belirlenmesi, değerlendirilmesi ve teşvik edilmesini sağlayan politika ve prosedürlerin bileşimi olarak tanımlanabilir. Fırsat eşitliğini önceleyen, çeşitliliği teşvik eden, yaşam kalitesini güvence altına alan ve hesap verebilirliği artıran uygulamalar sosyal sürdürülebilirliğin gerçekleşebilmesi için zorunludur (Sroufe ve Remani, 2019: 334-335)

Çizelge 1.3'te kurumsal sürdürülebilirliğin sosyal boyutu ile özellikleri gösterilmiş ve sosyal sürdürülebilirlikten bahsedebilmek için işletmelerin yapmaları gereken tutum ve davranışlar açıklanmıştır.

Çizelge 1. 3. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Sosyal Boyutu ve Özellikleri

Kurumsal Yönetim	Paydaşlara karşı işletme faaliyetlerinde şeffaflık, yönetim kurulunun sorumluluklarının belirlenmesi, borsa kurallarına uyarak işletme ile ilgili ilgili bilgilendirmeler yapılması.
Motivasyon ve Teşvik	Yönetimin çalışanların ihtiyaç ve taleplerinin farkında olması, çalışanları motive edebilecek faktörleri yerine getirmesi, maddi ve maddi olmayan teşvik ve ödül sistemlerinin geliştirilmesi.
Sağlık ve Güvenlik	Çalışanların sağlıklı ve güvenli bir ortamda çalışmalarının sağlanması, sağlık ve güvenliklerini tehdit edebilecek tehlikelerin önceden belirlenerek önlemlerin alınması, gerekli eğitim ve programların yerine getirilmesi.
Beşerî Sermaye Gelişimi	Sürekli eğitim ve mentorluk gibi özel programlar aracılığıyla sürdürülebilirlikle ilgili konularda insan sermayesinin geliştirilmesi, iş zenginleştirme ve iş geliştirme gibi farklı yöntemler ile kurumsal sürdürülebilirliğin zorluklarının ve sorunlarının aşılabilmemesinin sağlanması.

Etik Davranışlar ve İnsan Hakları	Kuruluşun iç ve dış tüm paydaşlarına karşı oluşturulan temel ilke ve tutumlar, sürdürülebilirliğin etik ve insan hakları anlayışını yansıtır. Çalışanların cinsiyetleri, dini inanışları, etnik kökenleri, renkleri ve fiziksel özellikleri gibi nedenlerle zarar görmemelerinin temin edilmesi, kurum içerisinde saygı ve birlikte çalışma kültürünün inşası, tüm paydaşların ihtiyaçlarının dikkate alınması.
Tartışmalı Aktiviteler İçerisinde Yer almamak	Sürdürülebilirlikten uzak kuruluşların (uranyum madenciliği gibi) hisselerini satın almamak, sürdürülebilir olmayan faaliyetler için kuruluşun mallarının ve varlıklarının kullanılmamasının temin edilmesi.
Yolsuzluk ve Kartel	Kural ihlali, kartelleşme, avantaj elde edebilmek için yolsuzluk gibi piyasayı bozucu ve manipüle edici uygulamalardan kaçınılması.
Kurumsal Vatandaşlık	Ülkede yer alan iştiraklerin korunarak ekonomik büyümenin yanında toplumsal refahında sağlanabilmesi. Paydaşların sorunlarına destek vererek sürdürülebilirlik ile ilgili faaliyetlere katılım sağlanması, kurumsal vatandaşlık kavramının benimsenmesi.

Kaynak : Baumgartner ve Ebner, (2010): 80.

1.3 Kurumsal Sürdürülebilirlik ile İlişkili Kavramlar

Kurumsal sürdürülebilirlik sürdürülebilir kalkınma anlayışının işletmelere yansımış halidir (Aras vd., 2020: 3). İşletmelerin klasik kâr odaklı anlayışın ötesinde dünyayı ve toplumu düşünerek adalet, sosyal eşitlik ve çevresel koruma gibi toplumsal hedefleri incelemeleri kurumsal sürdürülebilirlik kavramının özünü oluşturur (Çalışkan, 2012: 137). Kurumsal sürdürülebilirlik kavramıyla ilgili, literatürde ve iş dünyasında birçok farklı görüş ortaya çıkmıştır. Bu bağlamda, 1950'li yıllarda işletmelerin sosyal sorumluluklarının olduğu fikrinin kabul görmesiyle kurumsal sosyal sorumluluk anlayışı gelişmiştir. Aynı şekilde 80'li ve 90'lı yıllarda işletmelerin kötü yönetilmelerinin sonucunda menfaat sahiplerinin zarar görmeleri ve iş dünyasında oluşan güven sıkıntısını ortadan kaldırabilmek için kurumsal yönetim kavramı ve bu kavramın uygulanmasındaki ilkeler benimsenmiştir. 2000'li yılların başlarında ise çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim boyutlarının oluşturduğu ESG kavramı ortaya çıkarak literatürde ve iş dünyasında kullanılmaya başlanmıştır. ESG kriterleri işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için finansal olarak başarılı olmaları gerektiğini savunmaktadır. Dolayısıyla ESG kavramı sürdürülebilirliği oluşturan ekonomik, sosyal ve çevresel boyutları içermekle birlikte ekonomik boyutun yerine kurumsal yönetim boyutunu koymaktadır. Kısaca ESG yaklaşımı, kurumsal

yönetim anlayışıyla çevresel ve sosyal göstergelere ilişkin bakış açısını birleştirmekte ve her üç boyutun da şirketin ekonomik/finansal başarısıyla ilişkili olduğunu vurgulamaktadır (Beckmann, 2014: 22).

Çalışmanın bu bölümünde Kurumsal Sürdürülebilirlik ile ilgili kavramlardan Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Kurumsal Yönetim ve Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim (ESG) kavramlarına yer verilmektedir.

1.3.1 Kurumsal Sosyal Sorumluluk

Bowen (1953), “*İş Adamının Sosyal Sorumlulukları*” adlı eserinde ilk kez kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) kavramından bahsederek bu kavramı literatüre kazandırmıştır. Bu eserde Bowen iş adamlarının kendi faaliyetlerinin yanında topluma fayda sağlayacak faaliyetleri de yerine getirmelerinden bahsetmiştir (Çetin ve Öztürk, 2019: 36). Bu eserden sonra gerek akademik camiada gerekse iş dünyasında, kurumsal sosyal sorumluluk kavramı üzerinde durulan önemli bir konu haline gelmiştir. Kurumsal sosyal sorumluluk, sürdürülebilir kalkınma ve kurumsal sürdürülebilirlik kavramlarından daha eski bir geçmişe sahip olup, şirket yöneticilerinin sadece kendi hissedarlarına karşı sorumlu olmadıklarını, toplumun ihtiyaç ve taleplerine karşı da sorumluluk taşımaları gerektiğini kabul eden ve şirketlerin toplum içerisindeki işlevleri ile alakalı bir kavramdır (İMKB, 2011: 2). Avrupa Komisyonunun yayınladığı yeşil bildiri de kurumsal sosyal sorumluluk, “*şirketlerin, sosyal ve çevresel kaygıları ticari operasyonlarına ve paydaşlarıyla olan etkileşimlerine gönüllü olarak entegre ettikleri bir kavram*” olarak tanımlanmaktadır (Green Paper, 2001: 6). KSS faaliyetleri işletmelerin içinde buldukları topluma ve çevreye fayda sağladığı kadar işletmelere de faydalar sağlamaktadır.

Kurumsal sosyal sorumlulukla ilgili literatürde geçen birkaç tanım şöyledir:

- 1) Kurumsal sosyal sorumluluk, şirket çıkarlarının ya da yasal zorunlukların ötesinde topluma fayda sağlayan eylemler bütünüdür (McWilliams ve Siegel, 2001: 117).
- 2) Kurumsal sosyal sorumluluk, işletmelerin yapmış oldukları ticari faaliyetlerin maliyet ve faydalarını iç (çalışanlar, hissedarlar,

yatırımcılar vb.) ve dış (devlet, sivil toplum, diğer işletmeler vb.) paydaşları hesaba katarak yönetme sürecidir. Bu fayda ve maliyetlerin yönetimiyle ilgili sınırların belirlenmesi, hem işletmeyi ilgilendiren iş modelleri ve stratejileri ile ilgili, hem de kamu yönetişimini ilgilendiren bir konudur (World Bank, 2002: 1).

- 3) Kurumsal sosyal sorumluluk, şirketlerin faaliyetlerini çevre ve paydaşların üzerindeki etkilerini düşünerek yerine getirmelerini ve yaptıkları eylemlerden sorumlu olmalarını ifade eder (Fourati ve Dammak, 2021:1750).

Kurumsal sosyal sorumluluk kavramının özellikleri hakkında literatürde yapılmış tanımlar genel hatları ile aşağıda özetlenmiştir;

- 1) İşletmelerin faaliyetlerinden gelir elde etmeleri dışında farklı sorumlulukları vardır.
- 2) İşletmeler yalnızca ortaklara değil iç ve dış paydaşlar ile çevreye karşıda sorumludurlar.
- 3) Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri kanuni bir yükümlülüğün ötesinde gönüllülük esasına dayanmaktadır.
- 4) İşletmelerin neden oldukları sosyal ve çevresel sorunların çözümüne yardımcı olma sorumlulukları da vardır (İliç, 2010: 306; Akmeşe, 2017: 11-12).

Kurumsal sosyal sorumluluk kavramı, endüstrileşmenin neden olduğu çevresel, sosyal, ekonomik ve siyasi sorunların çözümünde işletmelerin, toplumsal örgütlerin ve devletin aktif rol alması gerekliliğini vurgular (Yönet, 2005: 242). Bu bağlamda işletmelerin, üstlendikleri önemli rolü yerine getirebilmeleri için üç ana konuyu benimsemeleri gerekir (Argüden, 2007: 38). Bunlar;

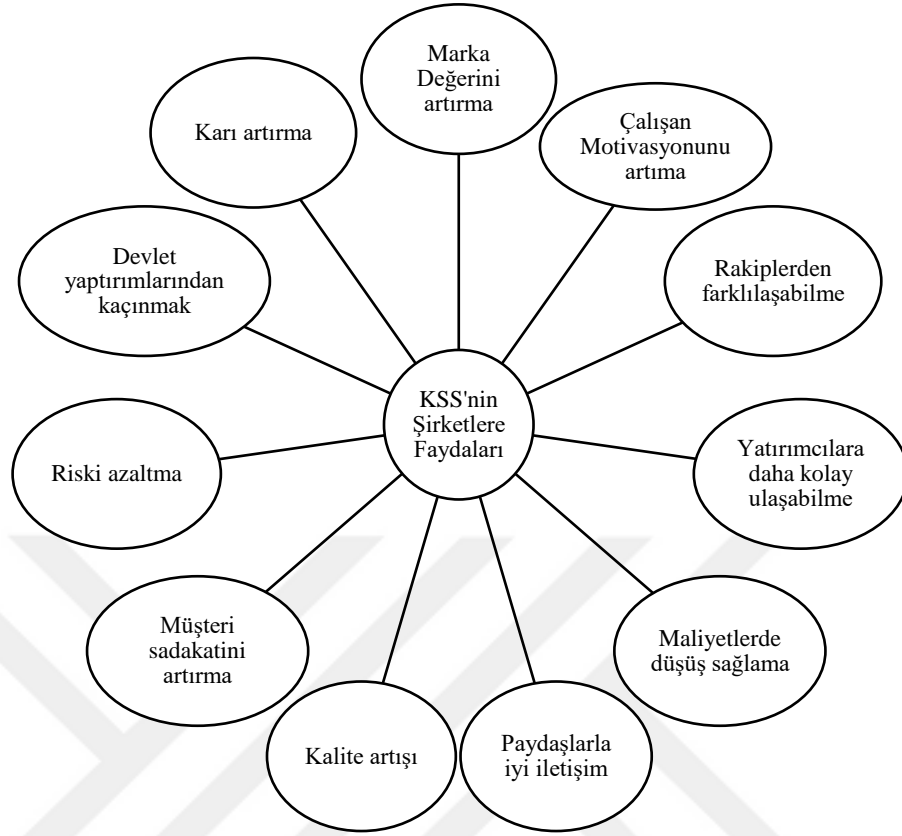
- 1) İşletmeler faaliyetlerini yasalara, etik standartlarına ve insan haklarına uygun olarak yürütmelidir. Ayrıca faaliyetlerinden dolayı doğaya verilebilecek tahribatı en aza indirebilecek girişimlerde bulunmalıdır.

- 2) İşletmeler üretmiş oldukları mal ve hizmetlerin iç ve dış tüm paydaşları etkilediğini bilerek tüm bu paydaşlarla iş birliğini geliştirmelidir.
- 3) Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin yerine getirilmesi konusunda öncelikli olarak üst yönetimin sorumluluğu bulunduğu kabul edilmesi gerekmektedir.

İşletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerini yerine getirmelerinin topluma, çevreye ve çalışanlara faydalarının olmasının yanında işletmelere de büyük faydaları vardır. Bu faydalar kısaca sıralanacak olursa;

Kurumsal sosyal faaliyetleri yerine getiren şirketlerin;

- 1) Toplum tarafından kabul edilen itibarlarında ve marka değerlerinde artış meydana gelir. Bilinirliklerinin artmasıyla satışları artar. Şirketlerin borsaya kote olmaları durumunda pay değerleri dolayısıyla şirketin değeri artacaktır.
- 2) Marka değeri artan ve toplumca itibarlı görülen şirketler daha nitelikli personel istihdam etme şansına sahip olacaklardır. Daha nitelikli personel istihdamı şirketlerin entelektüel sermayelerinin artmasını sağlayacak ve rekabette diğer şirketlere göre avantajlı olacaklardır. Ayrıca mevcut personellerin şirkete sadakatlerinin artmasıyla şirketten ayrılma oranlarında düşüş olur.
- 3) Artan itibar şirketlerin borçlanma maliyetlerini düşürecektir. Daha itibarlı şirketler daha kolay ve düşük faizden finansman sağlama imkanına kavuşurlar.
- 4) Sosyal sorumluluk bilincinin toplumda yaygınlaşmasıyla birlikte sorumluluk sahibi şirketlerin pazarda tercih edilirlikleri yükselir, yeni pazarlara girmeleri kolaylaşır ve müşteri sadakati artar.
- 5) KSS faaliyetlerinin toplumca kabul edilmesiyle işletmeyi zor durumda bırakacak protesto ve tüketici boykotlarının önüne geçilerek, risk yönetimi daha işler hale gelir (Argüden, 2007: 40, Doğan, 2018: 103, Księżak, 2016: 55-56, Sheppard, 2018: 24).



Şekil 1.2. KSS Faaliyetlerinin İşletmelere Sağlayacağı Faydalar
Kaynak: Ksiezak, 2016: 55

Şekil 1.2'de KKS faaliyetlerinin işletmelere sağlayacağı faydalar görülmektedir. Bu bağlamda, KSS faaliyetlerinin işletmelere parasal ve parasal olmayan birçok faydasından söz edilebilir. Son yıllarda artan ESG fonları ile birlikte çevresel ve sosyal faaliyetleri yüksek olan işletmelerin daha kolay ve ucuz maliyetli borçlanma imkanları artmıştır. Finansman maliyetlerinin azalması işletmelerde risk ve maliyet azalışına nihayetinde kârlarda artışa sebep olur. Çalışanların motivasyonlarının artması daha kaliteli ürün ve hizmetin sağlanmasını ve dolayısıyla müşteri memnuniyetinde ve sadakatinde artışı beraberinde getirir. Müşterilerin gözünde rakip firmalardan farklı algılanma, işletmelerin rekabet gücünü ve marka değerini artırır.

Carroll (2008) işletmenin sosyal sorumluluğunu, toplumun kurum ve kuruluşlardan ekonomik, yasal, etik ve isteğe bağlı (hayırsever) beklentileri olarak tanımlar. Çizelge 1.4'te toplumun işletmelerden beklentileri dört ana başlık altında

toplantır. Ekonomik beklentiler, işletmelerin sürdürülebilirliklerini sağlarken toplumun ihtiyaçları olan mal ve hizmetleri üreterek adil bir fiyattan sunmasıdır. Yasal beklentiler, işletmelerin bir ayrıcalığa sahip olmadan yasa ve yükümlülüklerini tam olarak yerine getirmesidir. Etik beklentiler, ürün ve hizmetlerin tüketiciler yanıtılmadan ve şüpheli uygulamalardan kaçınılarak sunulmasıdır. İhtiyari beklentiler ise, işletmelerin elde ettikleri gelirlerden topluma katkıda bulunmaları ve içinde yaşadıkları topluma karşı sorumluluklarının farkında olmalarıdır (Carroll ve Buchholtz, 2008: 44).

Çizelge 1. 4. Toplumun İşletmelerden Beklentileri

Sorumluluk Tipi	Toplumsal Beklenti	Açıklama
Ekonomik	Toplum tarafından iş dünyasından istenenler	<ul style="list-style-type: none"> • Satış ve kârlılıkları artırırken, maliyetlerin düşürülmesi. • Geleceğe yönelik stratejik planlamalar yapılması. • Temettü politikalarının uygulanması. • Yatırımcıların mağdur edilmemesi.
Yasal	Toplum tarafından iş dünyasından istenenler	<ul style="list-style-type: none"> • Yasa ve düzenlemelere uyum noktasında dikkat edilmesi. • Sarbanes-Oxley kurallarının dikkate alınması. • Tüm sözleşme yükümlülüklerinin yerine getirilmesi.
Etik	Toplum tarafından iş dünyasından beklentiler	<ul style="list-style-type: none"> • Şüpheli uygulamalardan kaçınılması. • Gereken minimumun düzeyin üzerinde çaba gösterilmesi ve kanun lafzı kadar özüne de önem verilmesi. • Doğru, adil ve insafı olan yapılmalı. • Etik liderlik savunulmalı.
İhtiyari (Hayırseverlik)	Toplum tarafından iş dünyasından beklentiler	<ul style="list-style-type: none"> • İyi bir kurumsal vatandaş olunmalı. • Elde edilen gelirden toplumu destekleyen, toplumun iyileştirilmesine katkı sağlayan eğitim, sağlık/insan hizmetleri, kültür ve sanat, yurttaşlık gibi alanlara destek verilmeli Gönüllülük faaliyetleri artırılmalı.

Kaynak: Carroll ve Buchholtz, 2008 : 44

Wood (1991) kurumsal sosyal politikaların işletmeler için tekrar eden sorunlar karşısında bir rehber görevi gördüğünü ve işletme için önem arz eden alanlardaki tehdit ve fırsatların bu politikalar sayesinde daha etkili bir şekilde yorumlanabileceğini söyler. Kurumsal sosyal politikanın sosyal sorumluluk ilkeleri ile ilişkilendirilmesi sonucunda 3 ana hedef ortaya çıkmaktadır. Bunlar;

- 1) İş dünyasının toplumdaki meşruiyetini korumak (Kurumsal)
- 2) Firmanın uyum yeteneğini ve çevresiyle uyumunu geliştirmek (Örgütsel)

3) Etik seçim kültürü oluşturmak (Bireysel) (Wood, 1991: 709).

Çizelge 1.5'te KSS alanlarında KSS ilkelerine göre hareket etmenin örnek sonuçları gösterilmektedir.

Çizelge 1.5. Kurumsal Sosyal Politika: KSS Alanlarında KSS İlkelerine Göre Hareket Etmenin Örnek Sonuçları

KSS İLKELERİ			
Etki alanları	Sosyal Meşruiyet (Kurumsal)	Kamusal Sorumluluk (Organizasyonel)	Yönetimsel Takdir (Bireysel)
Ekonomik	Mal ve hizmet üretimi istihdam sağlama ve hissedar menfaatlerini artırma	Mal ve hizmet fiyatlandırmasını tüm dışsallıkları dahil edecek şekilde yapmak	Çevre dostu ve sağlıklı ürünler üretmek, kirliliğe duyarlı teknolojilerden yararlanmak, geri dönüşümün maliyet avantajından yararlanmak
Yasal	Yasalara uymak ve gerekli düzenlemeler yapmak Kamusal politikalarda ayrıcalık beklememek, lobi faaliyetlerinde bulunmamak	Aydınlanmış kişisel çıkarı temsil eden kamu politikaları için çalışmak	Ürünlerde veya teknolojilerde yenilik yapmak için düzenleyici gereksinimlerden yararlanmak
Etik	Ana etik ilkeleri izlemek (Örneğin ürün etiketlemede dürüstlük)	Yasal gereklilikleri yerine getirmenin ötesinde kullanıcı güvenliğini düşünerek tam ve doğru ürün kullanım bilgileri sağlamak.	Belirli pazarlara yönelik ürün kullanım kılavuzları hazırlayarak bunu ürünlerin bir avantajı olarak görmek (Örneğin çocuklar ya da farklı diller gibi)
İsteğe Bağlı	Her alanda hukuk ve etik kuralların ilerisinde iyi bir vatandaş olarak hareket etmek. Kazanılan hasılatın bir kısmını toplum ile paylaşmak.	Organizasyonun yardımsever olanaklarını toplumun sosyal problemleri için harcamak.	Sosyal problemleri gerçekten çözebilecek hayır amaçlı yatırımları seçmek (bir etkinlik kriteri uygulanmak).

Kaynak: Wood, 1991, Van Het Hof ve Hostut, 2020: 40.

1.3.2 Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim kavramı; sanayileşme ile birlikte ortaya çıkmasına rağmen asıl önemini Enron, Parmalat ve WorldCom gibi büyük şirket skandallarından sonra kazanmıştır. Yatırımcılarda ve kreditorlerde kaybolan güveni tekrar kazanabilmek, aynı zamanda benzer skandalların önüne geçebilmek için kurumsal yönetim

standartları ve prosedürleri belirlenmiş ve uygulamaya konulmuştur. Gelişmiş ülkelerde başlayan kurumsal yönetim ilkelerine uyum, gelişmekte olan ülkelere de yayılarak daha fazla ülkede uygulanır hale gelmiştir.

Kurumsal yönetim kavramının yıllar içerisinde çeşitli kurum ve yazarlarca pek çok tanımı yapılmıştır. Bu tanımların bir kısmı aşağıdaki gibidir:

- 1) OECD, Kurumsal yönetimi “*şirket yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkiler*” olarak tanımlanmakta ve amacının işletmelerin sürdürülebilirlikleri için gerekli olan güven, şeffaflık ve hesap verebilirlik ortamını sağlamak olduğunu belirtmektedir (OECD, 2016: 7-9). Güvenilir, şeffaf ve zamanında finansal raporlama ve hesap verebilir yönetim, daha güçlü sermaye piyasalarının gelişimine olanak sağlar. Daha iyi denetim ve izleme ile verimsiz yatırımların önüne geçilebilir, kârlı yatırımlara finansman ayrılarak ekonomik büyüme tesis edilebilir (Worldbank, 2016).
- 2) Kurumsal yönetim; yönetim kurulu, hissedarlar, üst yönetim ve diğer paydaşlar arasında gerçekleşen ve stratejik liderliği, hesap verebilirliği, performans artırımını hedefleyen yapı ve süreçler olarak tanımlanabilir (Dunlop, 1998; Sternberg, 1998: Akt: Karagiorgos vd., 2010: 18).
- 3) Kurumsal yönetim; şirketlerin sahip oldukları iç ve dış paydaşların hedefleri arasında dengenin oluşmasına katkı sağlayacak tedbir, yöntem ve prosedürlerin birleşimidir. (Aysan, 2007: 18).
- 4) Kurumsal yönetim yaklaşımı; şirketlerin kâr elde etme ve ortaklarla paylaşma anlayışına ek olarak hissedarlar dışında kalan diğer paydaşların da menfaatlerinin muhafaza edilmesini ve paydaşlar arasındaki ilişkilerin düzenlenmesini hedeflemektedir (Öztürk ve Demirgümüş, 2008: 396).

Kurumsal yönetimin amaçları en genel anlamıyla şu şekilde sıralanabilir (Yılmaz ve Kaya, 2014: 21):

- 1) Tüm paydaşların fark gözetmeksizin her nevi haktan eşit şekilde yararlanmalarını sağlamak,
- 2) Kötü yönetim uygulamalarına karşın tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarını korumak,
- 3) Şirkete karşı güven duygusunun tesis edilerek en üst seviyeye çıkarılmasını sağlamak,
- 4) Üst düzey şirket yöneticilerinin yetki ve sorumluluklarını eksiksiz ve kesin bir biçimde belirlemek.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının sadece işletmelere değil, aynı zamanda buldukları ülkelere de faydalarının olduğu açıktır. Çizelge 1.6'da iyi kurumsal yönetim uygulamalarının ülke ve şirket bazındaki faydaları özetlenmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarının ana çıkış noktası hileli uygulamalar nedeniyle ortaya çıkan şirket skandallarının tahrip ettiği paydaş güveninin yeniden tesis edilebilmesidir. Güven duygusunun yeniden kazanılması ile işletmelerin finansman sorunları çözülecek ve işletmelerin faaliyetlerinin sürdürülebilirliği artacaktır. Sağlıklı bir iş dünyasının varlığının ülke içinde olumlu etkileri olacaktır. Tüketici talebi ve yabancı sermaye girişinin artması özellikle döviz bulma sıkıntısı yaşanan dönemlerde ortaya çıkabilecek ekonomik sıkıntıların kolay atlatılmasını sağlayacaktır. Sonuç olarak tüm bu olumlu gelişmeler ülkelerin sürdürülebilir kalkınmalarını destekleyecektir.

Çizelge 1.6. Kurumsal Yönetimin Faydaları

Ülke Bazında Faydalar	Şirket Bazında Faydalar
Düşük sermaye maliyeti, ülke imajının iyileştirilmesi,	Sermaye maliyetinde azalış,
Yerli fonların ülke dışına çıkışının önlenmesi,	Finansal kabiliyetlerde ve likiditede artış,
Yabancı sermaye yatırımlarında artış,	Krizlerin üstesinden daha kolay gelebilmeye yeteneği,
Rekabet gücünün ekonomide ve sermaye piyasalarında artış göstermesi,	Hissedarların haklarının korunması,
Ekonomik krizlerin daha kolay atlatılmasına yardımcı olması,	Şirketin güvenilirliğinde ve itibarında artış,
Kaynakların etkin tahsisi,	Dolandırcılık ve yolsuzluk gibi risklerin azaltılması,
Daha yüksek refah seviyesi,	
Sürdürülebilir kalkınma.	

Kaynak: Gönençer 2008: akt: Şişman vd., 2015:369.

Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim işletmeler için bir amaç değil, güven ve dürüstlüğü tesis eden bir araç niteliğindedir. İyi kurumsal yönetim uygulamaları ile işletmeler sürdürülebilirlikleri için gerekli olan finansman ihtiyaçlarını daha az maliyete katlanarak sağlarlar (OECD, 2016: 10). Bununla birlikte iyi kurumsal yönetimden bahsedebilmek için uyulması gereken genel kabul görmüş ilkeler bulunmaktadır. Bu ilkeler, karar alıcılara kurumsal yönetim ile ilgili kurumsal, yasal ve düzenleyici çerçevenin değerlendirilmesi ve geliştirilmesinde yardımcı olarak finansal istikrar, sürdürülebilir büyüme ve ekonomik verimliliği desteklemektedir (OECD,2016: 9). Bu ilkeler; adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk olarak dört başlık altında toplanmaktadır.

1.3.2.1 Adillik

Kurumsal yönetimin adillik ilkesi; bütün menfaat sahiplerine şirket yönetimince eşit muamele edilmesini, hissedar haklarının korunmasını ve karara varılan sözleşmelerin yerine getirilmesini ifade etmektedir. Ayrıca hak ihlali gerçekleşmesi durumunda, tüm hissedarlara zararlarını telafi etme ya da tazminat alma imkânı sağlama bu ilke kapsamında yer almaktadır (Deloitte ve TKYD, 2006: 4).

Şirketlerin sağlıklı ve sürdürülebilir bir şekilde büyümesini ve gelişmesini sağlamak için hissedar haklarının korunması ve şirket yönetiminde şeffaflığın sağlanması kritik önem taşımaktadır. Bu bağlamda aşağıdaki ilkelerin benimsenmesi daha iyi yönetilebilir ve sürdürülebilir işletmeler için önemlidir (Aktan, 2013: 169):

1. Eşit Muamele; aynı vasa sahip ortaklara aynı muamele yapılmalı, oy haklarına saygı gösterilmelidir. Oy hakkındaki her türlü değişiklik hissedarların bilgisine sunulmalıdır.
2. İçeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) yasaklanmalıdır. Bu tür manipülatif işlemler piyasaların şeffaf ve adil biçimde işlemesine engel teşkil ederek yatırımcıların işletmelere olan güvenine zarar vermektedir.

3. Kamuyu bilgilendirme; yönetim kurulu üyeleri ve üst yöneticiler, yaptıkları işlemlerde kendileri için maddi bir menfaat doğuran veya şirketi etkileyen durumları kamuya açıklamalıdır.

1.3.2.2 Şeffaflık

Kurumsal yönetimin önemli ilkelerinden biri olan şeffaflık ilkesi; işletmelerin durumları ve yapmış oldukları faaliyetler ile ilgili bilgilerin, ilgililerce kolay ulaşılabilir ve anlaşılabilir olmasını ifade eder (Dinç ve Abdioğlu, 2009: 160). Şeffaflık ilkesi gereğince işletmelerin; ticari sır niteliğinde olmayan işletme ile ilgili tüm bilgileri doğru, tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir ve ulaşılabilir şekilde ilgililere sunması gerekmektedir. Paydaşlarca gerekli görülen bilgileri sunmak için bilgilendirme politikası oluşturması, farklı ülke uygulamalarının takip edilerek güncel kalınması, finansal raporlarda yer alacak bilgilerin standartlaştırılarak düzenli olarak yayınlanması şeffaflık ilkesi gereğidir (Akdoğan ve Akdoğan, 2011: 3; Dinç ve Abdioğlu, 2009: 160).

Kamuoyuna açıklanacak bilgilerin, şeffaflık ilkesi doğrultusunda aşağıdaki kriterleri taşıması gerekir (Aktan, 2013: 167):

- 1) Açıklanan bilgiler doğru, eksiksiz ve kullanıcıların kolay bir şekilde anlayabileceği şekilde açık olmalıdır.
- 2) Kullanıcıları yanıltmayacak şekilde tarafsızlık içerisinde sunulmalıdır.
- 3) Analiz yapmaya imkân verecek özelliklere sahip olmalıdır.
- 4) Bilgiye erişim kolay ve düşük maliyetli olmalıdır.
- 5) Bilgi zamanında ilgililere sunulmalıdır.

1.3.2.3 Hesap Verebilirlik

Hesap verebilirlik ilkesi tüm paydaşların menfaatlerini gözeterek şekilde yönetim ile ilgili ilke ve sorumlulukların belirlenmesidir (TÜSİAD, 2002: 35). Başka bir ifade ile hesap verebilirlik ilkesi; işletmelerin üst yönetiminin tüm prosedürleri tam ve kapsamlı bir şekilde oluşturmasını, işletmenin tüm paydaşları arasında dengenin sağlanmasını ve üst yönetimin bu prosedürlere uyumunun kontrol edilmesini ifade

eder (Kanca, 2020: 25). Hesap verebilirlik ilkesinin tatbik edilmesi ile üst yönetimin yapmış olduğu iş ve işlemler, daha bilinçli ve sorumlu bir şekilde yerine getirilecektir.

Hesap verebilirlik ilkesinin tam anlamıyla uygulanabilmesi için işletmeler tarafından yapılması gerekenler şu şekilde özetlenebilir:

- 1) İç kontrol sisteminin kurulması ve etkin bir şekilde uygulanması ile işletmenin faaliyetlerinin değerlendirilmesi,
- 2) İşletmelerin yapmış oldukları faaliyetlerin belirli aralıklarla paydaşlara raporlanması,
- 3) İşletmenin yapmış oldukları bütün faaliyetlerin bağımsız denetim yoluyla gözden geçirilmesinin sağlanması (Samsun, 2003: 18-19; akt: Gerekan, 2019: 23).

1.3.2.4 Sorumluluk İlkesi

Sorumluluk ilkesi; işletmenin yapmış olduğu faaliyetleri kanun, kural, ilke ve etik değerlere uygun hareket ederek yerine getirmesini ifade etmektedir (TÜSİAD, 2002: 35). Bununla birlikte zaman içerisinde sorumluluk kavramının anlamı genişlemiştir. Yöneticilerin sorumlulukları sadece doğru finansal raporlama yapmak, rutin işletme faaliyetlerini yerine getirmek ve mevzuattaki yasalara uymakla sınırlı değildir. Değişen toplum ihtiyaçları ile birlikte işletmelerin hissedarlara karşı değil tüm topluma karşı sorumlulukları olduğu ve işletmelerin faaliyetlerini yerine getirirken tüm paydaşların haklarını gözetmeleri gerektiği artık genel kabul gören bir anlayış olmuştur. Nitekim hissedarların istediği kâr maksimizasyonu aslında işletmelerin tüm paydaşların beklentilerine cevap vermesiyle ulaşabileceği ve bu durumun sürdürülebileceği yapılan çalışmalarla gösterilmektedir (Wetherell, 2002: 9).

1.3.3 Çevresel, Sosyal ve Kurumsal (ESG)

Yatırım kararları alınırken çevresel, sosyal ve yönetim faktörlerinin göz önüne alınması, sürdürülebilir finans olarak adlandırılmaktadır (Boffo ve Patalano, 2020:11, Renneborg vd., 2008:1723; Akt: Akyıldırım vd., 2022: 599). Sürdürülebilir finans, sürdürülebilir ekonomik faaliyet ve projeler için ihtiyaç duyulan finansman

olanaklarını sağlayarak uzun vadeli ve büyük bütçeli yatırımların ortaya çıkmasına katkıda bulunmaktadır. Kısaca ESG faaliyetleri olarak adlandırılan bu faaliyetler sadece duyarlı yatırımcılar için değil şirketlerin sürdürülebilirlikleri için de önemli katkılar sunmaktadır (OECD, 2020: 11). ESG faaliyetleri şirketlerin sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşmak için giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Bu nedenle, şirketler ESG faaliyetlerini bağımsız kuruluşlara denetlettirerek ESG skorlarını raporlamaya başlamışlardır.

Sürdürülebilirlik konuları sermaye piyasaları için ilk olarak çevresel konulara duyarlılıkla başlamış, daha sonra ESG kavramına dönüşerek daha geniş bir anlam kazanmıştır. ESG terimi, “Who Cares Wins: Finansal Piyasaları Değişen Bir Dünyaya Bağlamak” konulu 2004 Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi Raporu ve BM Çevre Programı Finans Girişimi'nin 2005 “Freshfield Raporu” (UNEP-FI) ile iş hayatında ve literatürde kullanılmaya başlanmıştır (Naeem, 2021: 11). Sürdürülebilir finansa artan ilgi nedeniyle ESG verilerinin kullanımında artış meydana gelmiştir. Özellikle literatürde ESG faaliyetlerinin finansal performansa etkisinin olumlu olduğuna dair kanıtların artmasıyla birlikte ESG verilerine daha fazla talebin gelmesi muhtemeldir (Eccles ve Strohle, 2018: 1-2).

Son yıllarda finans endüstrisinde bir yatırım veya finansman teklifinin değerlendirilmesinde, “sorumlu yatırım” kavramı ön plana çıkmaktadır. Artık küresel yatırımcılar iklim değişikliği, insan hakları ve kurumsal yönetim uygulamalarına daha fazla önem vermektedirler. Bu durum şirketlerin kendilerini paydaşlarına daha iyi anlatabilmelerini zorunlu kılmaktadır (Bianchi vd., 2010: 306). Bu nedenle, klasik finansal raporlamanın yanında sürdürülebilirlik raporlaması ya da son yıllarda daha fazla rağbet görmeye başlayan entegre raporlama kavramları ortaya çıkmıştır.

Şirketlerin yapmış oldukları ESG faaliyetlerinin kolay anlaşılabilir ve karşılaştırılabilir olması için standartlaşmış verilere ihtiyaç duyulmuştur. Bu bağlamda bağımsız kuruluşlarca şirketlerin ESG skorları oluşturulmaya başlanmıştır. ESG skoru; işletmelerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim alanında yapmış oldukları faaliyetleri bir bütün olarak puanlayan ve işletmelerin sürdürülebilirlik performanslarını ölçmek ve karşılaştırmak için kullanılan bir ölçüttür. Bu skorlar

sayesinde işletmeler, geçmiş performanslarını değerlendirmek, sektördeki diğer işletmelerle karşılaştırmak ve sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşmak için gerekli adımları atabilirler.

ESG skoru sayesinde işletmeler geçmiş faaliyet dönemleri ve sektördeki diğer işletmelerle kıyas imkanına sahip olmaktadır. Ayrıca ESG skorları işletmelerin ESG faaliyetlerini toplu halde özetleyerek kullanıcıların anlayabileceği hale gelmesini sağlamaktadır. Kısaca ESG skorları sayesinde işletmelerin bir yıl boyunca yapmış oldukları çevresel sosyal ve kurumsal yönetim ile ilgili faaliyetleri puanlanmakta ve özet olarak kullanıcıların hizmetine sunulmaktadır. Çizelge 1.7 Refinitiv şirketinin ESG puanlamasını kısaca özetlemektedir. Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim faaliyetleri 10 kategoride ve 25 tema üzerinden 630'dan fazla ölçüt kullanılarak küresel pazarın %85'inden fazlasını kapsayan bir skor sunmaktadır (ESG Scores Refinitiv, 2022: 3).

Çizelge 1.7. ESG Puanlama Sistemi

Boyut	Kategori	Tema
Çevresel	Emisyon	Emisyon
		Atık
		Biyçeşitlilik
		Çevresel Yönetim Sistemleri
	İnovasyon	Ürün İnovasyon
		Yeşil gelirler, araştırma ve geliştirme (Ar-Ge) ve sermaye harcamaları (Capex)
	Kaynak Kullanımı	Su
		Enerji
		Sürdürülebilir Ambalajlama
		Çevresel Tedarik Zinciri
Sosyal	Toplum	Toplum
	İnsan Hakları	İnsan Hakları
	Ürün sorumluluğu	Sorumlu Pazarlama
		Ürün Kalitesi
		Veri Güvenliği
	İşgücü	Çeşitlilik ve kapsayıcılık
		Kariyer geliştirme ve eğitim
		Çalışma şartları
Sağlık ve güvenlik		
Kurumsal Yönetim	KSS Stratejisi	KSS Stratejisi
		ESG Raporlama ve Şeffaflık
	Yönetim	Şirket Yapısı (bağımsızlık, çeşitlilik, komiteler)
		Tazminat
	Hissedarlar	Hissedar Hakları
		Devralma Savunması

Kaynak: ESG From Refinitiv, 2022: 10

2015 yılında üye ülkeler tarafından sürdürülebilir kalkınma için ana öncelikleri gösteren önemli sosyal ve ekonomik konularla ilgili 17 adet BM 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri yayınlanmıştır. Bu hedefler ile ESG faaliyetleri arasında önemli bir ilişkinin varlığı söz konusudur. Şöyle ki ESG faaliyetlerinin yatırımların sürdürülebilirliğini sağlaması, ekonomik büyümeyi hızlandırması ve risk yönetimini güçlendirmesi sebebiyle bu hedeflerin gerçekleştirilmesinde önemli rolü olacaktır (Korwatanasakul, 2020: 2).

Çizelge 1.8’de ESG faaliyetlerinin işletmelere sağladığı faydalar özetlenmiştir. ESG faaliyetlerinin işletmelere beş yönden faydası bulunmaktadır. Bu faydalar: gelir artışı, maliyet azalışı, düzenleyici ve yasal müdahalelere daha az maruz kalma, işletme verimliliğindeki artış, yatırım ve varlık optimizasyonu şeklinde özetlenebilir. İşletmeler ESG faaliyetleri ile daha yetenekli ve motivasyonu yüksek bireyleri bünyelerine katarlar. Bu sayede entelektüel sermayelerini artırarak verimlilik artışı elde ederler. Verimlilik artışı işletmelerin hem maliyetlerinde azalışa hem de daha rekabetçi ürünler üretebilmelerine olanak sağlar. Bu kazanımlar işletmelerin finansal performanslarına olumlu bir şekilde yansır. ESG faaliyetlerinin bir diğer faydası da daha sürdürülebilir ürünler sayesinde müşteri sadakati ve güvenini sağlayıp rekabette öne çıkmalarını sağlamaktır. Daha düşük doğal kaynak tüketimi ve çevreye karşı duyarlı ürünler ve süreçleri içeren ESG faaliyetleri, işletmelerin maliyetlerinde azalmaya yol açar. Neredeyse bütün ülkeler tarafından kabul edilen çevreye duyarlı kurallar ve prosedürlere uymasıyla birlikte, işletmeler devlet müdahalelerinden kurtulur ve ceza, kapatma gibi yaptırımlardan etkilenmezler. İşletmeler yatırım kararlarını verirken ESG faaliyetlerini göz ardı etmemeleri durumunda daha sürdürülebilir ve ekonomik yatırımlara sahip olarak kötü yatırım riskinden korunurlar (Henisz vd., 2019: 4).

Çizelge 1.8. ESG Faaliyetlerinin İşletmelere Faydaları

	Güçlü ESG faaliyeti (Örnek)	Zayıf ESG faaliyeti (Örnek)
Gelir Artışı	<ul style="list-style-type: none"> Daha sürdürülebilir ürünler ile daha fazla müşterinin (B2B, B2C) işletmeye çekilebilmesi ESG faaliyetleri sayesinde devlet ve toplum ile iyi ilişkiler kurularak kaynaklara daha kolay erişim imkanına kavuşulması 	<ul style="list-style-type: none"> Zayıf sürdürülebilirlik uygulamaları (örn. insan hakları, tedarik zinciri) veya sürdürülemez/güvenli olmayan ürün algısı nedeniyle müşterilerin kaybedilmesi Zayıf toplum ve işçi-işveren ilişkilerinin sonucu olarak kaynaklara kolay erişimin

		kaybedilmesi (Faaliyetlerin durması dahil)
Maliyet Azaltma	<ul style="list-style-type: none"> Daha düşük enerji ve su tüketimi 	<ul style="list-style-type: none"> Gereksiz atık üretimi ve buna bağlı olarak daha yüksek atık bedellerinin ödenmesi Paketleme maliyetleri için daha fazla harcama yapılması
Düzenleyici ve yasal müdahaleler	<ul style="list-style-type: none"> Serbestleşme yoluyla daha fazla stratejik özgürlük elde edilmesi Sübvansiyonlar ve devlet desteği kazanılması 	<ul style="list-style-type: none"> Reklam ve satış kısıtlamalara maruz kalınması Para cezaları, cezalar ve icra işlemlerine maruz kalınması
Verimlilik artışı	<ul style="list-style-type: none"> Çalışan motivasyonunun artırılması Daha fazla sosyal güvenilirlik yoluyla daha yetenekli çalışanların istihdam edilebilmesi 	<ul style="list-style-type: none"> Yetenek havuzunu kısıtlayan "sosyal damgalama" sorununun ortaya çıkması Zayıf amacın sonucu olarak yetenek kaybedilmesi
Yatırım ve varlık optimizasyonu	<ul style="list-style-type: none"> Sermayeyi uzun vadede daha iyi tahsis ederek yatırım getirilerinin artırılması (örneğin, daha sürdürülebilir tesis ve ekipman) Uzun vadeli çevre sorunları nedeniyle işletmeye faydadan çok zararı olacak yatırımlardan kaçınılabilmesi 	<ul style="list-style-type: none"> Erken değer düşüklüğü nedeniyle değersiz hale gelen varlıklarla karşı karşıya kalınabilmesi (teknolojik değişim, yasal düzenlemeler, ekonomik koşulların değişmesi gibi sebeplerle işletmelerin varlıklarının beklenenden önce değersizleşmesi). Daha az enerji tüketen teknolojilere ve uygulamalara yatırım yapan rakip şirketlere göre geride kalınabilme ihtimalinin artması.

Kaynak: Henisz vd., 2019:4, Mckinsey Quarterly

Kurumsal sürdürülebilirlik, işletmelerin faaliyetlerini gelecek nesillerin ihtiyaçlarını tehlikeye atmadan, çevresel, sosyal ve ekonomik boyutlara dikkat ederek gerçekleştirmesidir (Brundtland, 1987: 43). Kurumsal sürdürülebilirlikten önce kurumsal sosyal sorumluluk kavramı ortaya çıkmıştır. Bu kavram, işletmelerin salt kâr odaklı yaklaşımlarının yanlış olduğu, topluma karşı da işletmelerin gerçekleştirmesi gereken vazifelerinin olduğunu söylemektedir. Şirket skandallarından sonra kurumsal yönetim ilkeleri, işletmelere olan güvenin yeniden tesis edilebilmesi için kabul edilerek, kurumsal sürdürülebilirlik anlayışının daha da genişlemesini sağlamıştır. 2000'li yıllarla beraber tüm bu kavramlara ilave olarak ESG yaklaşımı benimsenmiştir. Bu kavram genel olarak işletmelerin yapmış oldukları çevresel, sosyal ve kurumsal yönetimle ilgili faaliyetlerin raporlanması ve paydaşlara ulaştırılması ile ilgilidir. ESG hızlı bir şekilde devletler, yatırımcılar, kreditorler ve şirketlerce benimsenerek iş dünyasının önem verdiği bir kavram haline gelmiştir.

1.4 Kurumsal Sürdürülebilirlik ile İlgili Teoriler

Kurumsal Sürdürülebilirlik, Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve ESG ile ilgili yapılan araştırmalarda bu kavramların teorik çerçevesi oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu bağlamda literatürde bu kavramları içeren pek çok teori ortaya çıkmıştır. Nitekim Del-Gesso ve Lohdi (2024) ESG ve KKS ile ilgili yapılan 142 makalenin teorik altyapısını araştıran nitel bir çalışma yapmıştır. Sonuç olarak bu kavramlarla ilgili olarak 32 farklı teorinin kullanıldığını, en çok kullanılan teorilerin ise Paydaş teorisi, Meşruiyet teorisi, Kurumsal teori, Vekalet teorisi, Sinyal teorisi, Kaynak Bağımlılık teorisi ve Kaynak Tabanlı Görüş olduğunu tespit etmişlerdir (Del-Gesso ve Lohdi, 2024: 17).

Bu bölümde literatürde Kurumsal Sürdürülebilirlik, Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve ESG ile ilgili yapılan çalışmaların dayanmış olduğu teorilerden Vekalet Teorisi, Hissedar Teorisi, Paydaş Teorisi, Meşruiyet Teorisi ve Kaynak Tabanlı Görüş teorilerine yer verilmektedir.

1.4.1 Vekalet Teorisi

Sanayi devrimi ile birlikte üretim yöntemlerinde meydana gelen değişimler şirketlerin üretim hacimlerini, faaliyette buldukları pazarları ve yönetim sistemlerini etkilemiştir. Çok ortaklı şirket yapıları, hissedarların şirket yönetimini profesyonel yöneticilere devretmesine, dolayısıyla sahiplik ile şirket yönetiminin ayrılmasına yol açmıştır. Bu ayrımın sonucu olarak şirket hissedarları ile yöneticiler arasında vekalet sorunları (agency cost) ortaya çıkmaya başlamıştır. Vekalet teorisi kavramı ilk olarak Adam Smith'in "ulusların zenginliği" adlı çalışmasında yer almıştır (Boyacıoğlu, 2017: 10) . Smith, şirket yöneticilerinin kendi paralarını harcamadıklarından dolayı, şirket için yapılan harcamaları özensiz ve israfa yol açacak şekilde yapacaklarını söylemektedir (Smith, 1804: 193).

Vekalet ilişkisi asilin karar alma ve yönetme gibi üstün yetkilerinin tamamını ya da bir kısmını vekile devretmesiyle oluşmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976: 308). İşletmeler açısından bu ilişki incelenecek olursa hissedarların şirketi yönetmesi için yöneticileri yetkilendirmesi işlemidir. Bu vekalet işleminin sonucunda ortaya çıkabilecek problemlerin çözümleriyle vekalet teorisi ilgilenmektedir. Ortaya

çıkabilecek problemlerin ilki asil ile vekil arasında farklı beklentilerin ve hedeflerin olması nedeniyle ortaya çıkacak çıkar çatışmasıdır. Bu problemin ana nedeni asil ile vekilin farklı risk tercihleridir. Diğer problem ise, asilin vekilin yapmış olduğu iş ve işlemlerin denetlenmesinde ortaya çıkan problemdir. Bu sorunun nedeni ise asilin vekilin iş ve işlemlerini uygun şekilde yapıldığını doğrulamasındaki güçlüktür (Eisenhardt, 1989: 58).

ESG faaliyetleri vekalet teorisi açısından incelenecek olursa; Friedman (1970), yöneticilerin asil olarak hissedarlara karşı sorumlu olduklarını ve bu nedenle işletmeleri kâr maksimizasyonu doğrultusunda yönetmeleri gerektiğini söylemektedir. Friedman asil-vekil arasındaki vekalet problemine dikkat çekerek, yöneticilerin sosyal sorumluluk faaliyetlerini kendi çıkarları için yaptıklarını ve dolayısıyla hissedarların çıkarlarına hizmet etmediğini belirtir (McWilliams vd., 2006: 4). Yönetimin, sosyal sorumluluk faaliyetlerini yönetimin etik olmayan davranışları dolayısıyla çıkar çatışmasını maskeleyerek için kullandığını (Hemingway ve MacLagan (2004)), bilgi asimetrisinin varlığı nedeniyle yöneticilerin kazanç yönetimi, içeriden öğrenenlerin ticareti ve yanlış raporlama yapma olasılıklarının yüksek olduğu (Liu (2016)) ve bu nedenler dolayısıyla işletmelerin kötü performans sergileyecekleri düşünülmektedir (Feng vd., 2022: 2).

ESG faaliyetleri nedeniyle vekalet problemlerinin çıkabileceği üç farklı durum bulunmaktadır (Peng ve Isa, 2020: 6):

- 1) Yöneticilerin kendi çıkarları için ESG faaliyetlerinde bulunmalarıdır. Şöyle ki yöneticiler itibarları ve çıkarları için hissedarların zarar etmelerini göze alarak aşırı bağış ya da yatırımlarda bulunabilirler. Bu durumda işletmeler ESG faaliyetleri sonucunda zarar edeceklerdir.
- 2) ESG faaliyetleri firmaların karlı projelerden feragat etmelerine neden olabilir. İşletmeler ESG faaliyetleri düşük olan rakip işletmelere göre bazı projelerden çekilmek zorunda kalabilirler. Bu durumda, kaçırılan iş dolayısıyla işletme oluşacak fırsat maliyetine katlanmak zorunda kalır.
- 3) Yöneticiler, ESG faaliyetlerini kötü yönetim ve kötü işletme performanslarını maskeleyerek için kullanabilirler.

ESG faaliyetlerinin işletmelere faydaları olacağı konusunda literatürde vekalet teorisine dayanan görüşler de bulunmaktadır. ESG veya sürdürülebilirlik raporlamalarının, vekalet maliyetlerini ve bilgi asimetrisi sorununu azalttığı, dolayısıyla işletmelerin yapacakları ESG faaliyetlerinin finansal performanslarına pozitif etki edeceği belirtilmektedir (Buallay, 2020: 61). Paydaşlara işletmelerin faaliyetleri konusunda yeterli bilgilendirme yapılmaması, yöneticilerin kendi çıkarlarını maksimize etmeye yönelmektedir. Literatürde yer alan ampirik kanıtlar kaliteli, şeffaf ve yeterli raporlamanın ahlaki tehlike ve bilgi asimetrisi sorununu azalttığını ve yatırım kararlarının daha etkin verilmesini sağladığını göstermektedir (Abay, 2022: 27). Diğer taraftan vekalet problemlerinin çözümü olarak gösterilen bağımsız yönetim kurulunun üye sayısının artırılması ya da yönetim kurulu üye sayısının artırılmasının firma performansına negatif etki edebileceği yönünde çalışmalar bulunmaktadır. Knoeber (1996), Klein (1998), Cavaco vd. (2016) bağımsız yönetici sayısı ile firma performansı arasında negatif ilişkinin varlığını, Guest (2009) yönetim kurulu üye sayısının çok olmasının iyi iletişim ve etkili karar vermeyi zorlaştırdığını dolayısıyla firma performansına negatif etkileyeceğini söylemektedir (Kyere ve Ausloss, 2020: 1874-1875).

1.4.2 Hissedar Teorisi

Hissedar teorisi, yönetimin birincil hedefinin hissedar değerini artırmak olduğunu ve bu hedefin çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler ve toplum gibi diğer kurumsal paydaşların çıkarlarının önünde yer aldığını belirtir (O'connell ve Ward, 2020: 1). Benzer şekilde Friedman (1970), yöneticilerin asıl olarak hissedarlara karşı sorumlu olduklarını ve bu nedenle işletmeleri kâr maksimizasyonu doğrultusunda yönetmeleri gerektiğini ifade etmiştir. Friedman asil-vekil arasındaki vekalet problemine dikkat çekerek, yöneticilerin sosyal sorumluluk faaliyetlerini kendi çıkarları için yaptıklarını ve dolayısıyla bu faaliyetlerin hissedarların çıkarlarına hizmet etmediğini belirtir (McWilliams vd., 2006: 4). Ayrıca Friedman toplumdaki sosyal sorunların çözülmesinin devletin sorumluluğunda olduğunu, sorunların çözümünde vergilerin ve gönüllü kuruluşların kullanılması gerektiğini söylemektedir (Johansen ve Grindheim, 2021: 14).

Hissedar teorisyenleri, işletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) faaliyetlerinin doğrudan maliyetleri nedeniyle işletmeleri rakiplerine karşı dezavantajlı bir konuma düşüreceğini iddia etmektedir. Bu durumun üstesinden gelmek için Sekhon ve Kathuria (2019), işletmelerin KSS faaliyetlerinden önce fayda-maliyet analizi yapmaları gerektiğini ve yalnızca uzun vadeli firmaya fayda sağlayabilecek projelere yatırım yapmaları gerektiğini söyler (Sekhon ve Kathuria, 2019: 151).

1.4.3 Paydaş Teorisi

Yıllar içerisinde değişen işletme yapıları işletmelerin amaçlarını ve sorumluluklarını da tartışılır hale getirmiştir. Özellikle sosyal sorumluluğun toplum tarafından benimsenmesi ile işletmelerin kâr maksimizasyonunun ötesinde sorumlulukları olduğu görüşü tüm kesimlerce kabul görmeye başlamıştır. Bu bağlamda artık hissedarlıktan öte paydaş kavramı ön plana çıkmıştır. Paydaş terimi işletmelerin ortaklarından daha geniş bir anlamı temsil etmekte olup, genel olarak dolaylı ya da doğrudan işletmelerin faaliyetlerinden etkilenen tüm kesimleri kapsamaktadır. Örnek verilecek olursa işletmenin ortakları, çalışanları müşterileri, devlet ve toplum işletmelerin paydaşları olarak kabul edilmektedir.

Freeman; Friedman'ın işletmenin ana amacının sadece kâr maksimizasyonu olduğu dolayısıyla sosyal faaliyetlerin kârlılığı azaltacağı teorisine karşı çıkararak tüm paydaşlar ile ilişkilerin güçlü tutulmasının işletmelerin hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olacağı aksi durumda ise hedefleri gerçekleştirme ihtimalinin zayıflayacağını söyleyerek paydaş teorisinin ana düşüncesini ortaya koymuştur. Paydaş teorisi, işletmelerin faaliyetlerini yerine getirirken paydaşların çıkarları ile ters düşmek yerine, ortak çıkarların bulunması, yönetilmesi ve geliştirilmesine odaklanmaları gerektiğini vurgulamaktadır (Aktan ve Börü, 2007: 14; Reinig ve Tilt, 2009: 177; Akt: Becan, 2011: 24)

Freeman'ın teorisinde vurgulamış olduğu şirketlerin gerçek başarısının yalnızca hissedarları değil, tüm paydaşları memnun etmekle gerçekleşeceği düşüncesini ESG faaliyetleri ile birleştirmek mümkündür. Bu durumda şirketlerin yapmış oldukları ESG faaliyetleri şirketler için bir sinerji oluşturarak şirketlerin

finansal performanslarına yansiyabilir. ESG faaliyetleri sayesinde şirketlerin itibarları artacak, daha kalifiye ve motive çalışanlar daha yenilikçi ve rekabetçi ürünler üretecekler, toplumda oluşacak duyarlılık ile hassas müşteriler ESG faaliyetlerini önemseyen şirketleri tercih edecekler, tedarikçiler iskontolu malzeme sağlayacaklar, tüm bu olumlu gelişmeler işletmelerin finansal performanslarına ve sürdürülebilirliklerine katkı sağlayacaktır (Peng ve Isa, 2020: 7). Eğer işletmeler toplum duyarlılığını görmezden gelerek ESG faaliyetlerini yerine getirmezler ve paydaşların isteklerine cevap vermezler ise, müşteriler ürünlerini tercih etmez, işletmeler çevre ve sosyal konular nedeniyle boykot ya da dava sorunları ile karşı karşıya kalabilirler, kalifiye personeller işletmelerden ayrılabilir ve grev sorunları ortaya çıkabilir, hükümet sübvansiyonları azaltabilir ve düzenlemeler sonucunda işletmeler yaptırım ve cezalar ile karşılaşılabilirler (Moghaddam, 2019: 25).

Çizelge 1.9'da yukarıda anlatılan paydaş ve hissedar teorilerinin temel varsayımları özetlenmiştir.

Çizelge 1.9. Paydaş ve Hissedar Teorisinin Temel Varsayımları

Hissedar Teorisi	Paydaş Teorisi
Asil yani hissedarlar, şirketin sahipleridir, Vekil yani yöneticiler onlar adına şirketi yönetip, asilin servetlerini maksimize etmeye odaklanırlar.	Paydaşlar, doğrudan veya dolaylı olarak şirket faaliyetlerinden etkilenen ve aynı zamanda bu faaliyetler üzerinde etkisi olan kişi veya gruplardır.
Yöneticiler, şirketin kârlılığını maksimize etmek için kaynakları etkin kullanmalıdırlar.	Şirketler için paydaş kavramı önemlidir. Şirket, faaliyetlerini, tüm paydaşların çıkarlarını dengeleyecek şekilde yerine getirir.
Şirketler kâr elde edebildiği sürece toplum için mal ve hizmet üretmelidir. Kaynakların sosyal sorumluluk için kullanılması kârlılığa zarar verir.	Şirketlerin mal ve hizmet üretmek dışında paydaşların beklentilerini karşılayacak çevresel, sosyal ve kurumsal yükümlülükleri vardır.
Minimum kamu etkileşimi ile serbest ve rekabetçi bir piyasa, zenginlik yaratmanın en iyi koşuludur.	Paydaşların etkin yönetimi işletmelerin sürdürülebilirliği için hayati bir konudur.
Toplumsal beklentiler şirketin asli işlerini yaparak, istihdam sağlayarak, mal ve hizmet üreterek ve rekabetçi bir piyasa oluşturarak karşılanır.	ESG faaliyetleri ile paydaş memnuniyeti, kurumsal performansın geliştirilmesinin bir aracıdır.

Kaynak: Shrestha, 2020: 48-56.

1.4.4 Meşruiyet Teorisi

Meşruiyet teorisi; işletmelerin faaliyetlerini yerine getirirken toplum tarafından kabul görmeyi arzuladıkları, toplum norm ve sınırlılıkları içerisinde faaliyet gösterdiklerinden emin olmak istediklerini öne sürmektedir (Dinçer, 2022: 41). İşletmeler içerisinde buldukları toplumdaki ayrı olarak düşünülemez. Toplumun ihtiyaç duyduğu ürün ve hizmetleri toplumun kabul edeceği şekilde üretir ve sunarlar. Bu bakımdan meşruiyet teorisi ile ESG faaliyetlerinin örtüştüğü kabul edilebilir. Şöyle ki, ESG faaliyetleri toplum tarafından kabul gören çevresel, kurumsal ve sosyal faaliyetler olması nedeniyle, ESG normlarına uyan faaliyetler toplum tarafından kabul görecektir ve o işletmeler daha fazla değer görecektir. Sürdürülebilir ürünlerin geliştirilmesi ve çevreye daha az zarar veren iş süreçlerinin uygulanması gibi ESG faaliyetleri işletmelerin kısa vadeli mali performanslarını olumsuz etkileyebilir. Ancak uzun vadede işletmelerin faaliyetlerinin paydaşlar tarafından olumlu olarak algılanması işletmelere rekabet avantajı sağlayarak işletmelerin finansal performanslarının olumlu yönde etkileyecektir (Nirino, vd.,2022: 423). Bu bakış açısı meşruiyet teorisinin dayandığı işletmelerin faaliyetlerini yerine getirirken toplum tarafından kabul görmek istemeleri düşüncesiyle uyumaktadır.

Paydaşların ve işletmelerin beklentilerinin uyumaması sonucunda meşruiyet sorunu ortaya çıkmaktadır. Meşruiyet sorununun ortadan kaldırılarak meşruiyetin yeniden kurulması, sürdürülmesi ve geliştirilmesi amacıyla işletmeler şunları yapabilirler (Van der Laan, 2009: 20):

- 1) İşletmeler, kamuoyunun beklentilerine uygun olarak hedefler, stratejiler ve ürünler belirleyebilir ve bunlardan toplumun uygun şekilde haberdar olması sağlayabilirler.
- 2) İşletmelerin hedeflerini, stratejilerini ve ürünlerini değiştirmemesi durumunda bunların uygunluğunu eğitim ve bilgilendirme yoluyla toplumla paylaşabilirler.
- 3) İşletmeler, toplum tarafından kabul edilen sembollerle kendilerini ilişkilendirerek toplum algısını değiştirmeye çalışabilirler.

- 4) İşletmeler toplumsal beklentileri işletmelerin hedefleri, stratejileri ve ürünleriyle uyumlu hale getirerek değiştirmeye çalışabilirler.

İşletmelerin kendilerini topluma anlatabilmelerinin en iyi yollarından biri ESG ya da sürdürülebilirlik raporlamalarıdır. İşletmelerin kurumsal açıklamalarını artırmaları toplumla iletişimlerini güçlendirecek ve toplum tarafından kabul görmelerini hızlandıracaktır. Toplum, kendi normlarına aykırı bir şekilde işletmelerin faaliyetlerine devam ettiklerini hissettiğinde işletmelerin meşruiyetleri tehlike altına girecektir. Bu durum işletmelerin ürünlerinin talep görmemesi, boykot edilmesi, kısıtlamalar getirilmesi ve itibarının zarar görmesi gibi sonuçlara neden olabilir. Paydaş teorisine benzer olarak meşruiyet teorisinde de yalnızca hissedarların hakları değil, tüm paydaşların haklarının dikkate alınması gerektiği vurgulanmaktadır (Lokuwaduge ve Heenetigala, 2017: 440).

1.4.5 Kaynak Tabanlı Görüş Teorisi

Kaynak tabanlı görüş, işletmelerin rekabet avantajı ve üstün performans gösterebilmeleri için stratejik varlık ve kabiliyetleri elde etmesi ve elde ettikleri bu varlık ve kabiliyetleri optimum şekilde kullanmaları gerektiğini söylemektedir. Stratejik varlık ve kabiliyetler işletmelerin sahip oldukları maddi ve maddi olmayan kaynakları temsil etmektedir (Riahi-Belkaoui, 2003: 215). Yıllar içerisinde işletmelerin sadece maddi varlıklar ile rekabet avantajı sağlayamayacağı, varlıklarını devam ettirebilmeleri için maddi olmayan varlıklara da yatırım yapması genel kabul gören bir görüş olmuştur. Stratejik kaynakların taklit ve transfer edilmesinin zor ve az bulunur olması işletmelerin sahip olacakları rekabet üstünlüğünü artıracaktır. İşletmenin stratejik kaynaklarından en önemlisi sahip oldukları entelektüel sermayeleridir (Bayraktaroğlu, 2015: 2). İşletmeler, entelektüel sermayelerini kullanarak diğer benzer şirketlerden farklılaşabilir ve sektörde öncü konuma gelebilirler.

İşletmelerin yapmış oldukları ESG faaliyetlerinin sonuçlarının iyileştirilmesinde işletmelerin sahip oldukları inovasyon kabiliyeti, insan sermayesi, itibar ve kültür gibi maddi olmayan varlıkların önemli rolü bulunmaktadır. Şöyle ki;

- 1) Daha nitelikli ürün ve hizmet üretimi (yeniden tasarım, paketleme vb.),
- 2) Sadakati önceleyen insan kaynakları uygulamalarının başlatılması (ileri eğitim, grup çalışması ve yetkilendirme),
- 3) Sosyal sorumluluk açısından itibarın artırılması,
- 4) İnsancıl bir kültürün oluşturulması (Üretimin potansiyel zararlarını fark edip, çözüm arayan) gibi maddi olmayan varlıkların artışı ESG faaliyetlerinin finansal performansa etkisini olumlu yönde artıracaktır (Zaragoza-Sáez vd., 2023:4).

1.5 Yeşille Aldatma (Greenwashing)

İşletmelerin faaliyetleri dışında paydaşların haklarını da gözetmeleri gerektiği düşüncesi gün geçtikçe ESG faaliyetlerinin daha fazla talep edilmesine yol açmıştır. Ancak artan bu talepler, bazı işletmelerde ESG faaliyetlerini gerçekten uygulama yerine, sadece görünüşte yapılmış gibi gösterme eğilimini de beraberinde getirmiştir (Lee ve Raschke, 2023: 3). Bu durum işletmelerin yapmış oldukları faaliyetleri abartma, yapılmamış faaliyetleri yapılmış gibi aktarma benzeri yöntemlerle tüketicilerin ürün ve hizmetler hakkında aşırı olumlu inançlar beslemesine yol açmaktadır. İşletme hakkında olumlu yönlerin aşırı abartılması ve olumsuz yönlerin saklanması ile işletmelerin kurumsal itibarları tüketiciler nezdinde yükseltilmektedir (Lee ve Raschke, 2023: 3). Literatürde Yeşille Aldatma (Greenwashing) olarak adlandırılan bu durum ESG faaliyetlerinin potansiyel faydalarının görülmesine engel olmaktadır. Türkçe literatürde Greenwashing kavramı Yeşille Aklanma, Yeşile Boyama, Yeşil Yıkama vb. şekillerde adlandırılmaktadır. Bu çalışmada Greenwashing kavramı Yeşille Aldatma olarak adlandırılmış ve bu şekilde kullanılmıştır. Çizelge 1.10'da Yeşille Aldatma kavramının literatürde açıklanan tanımları yer almaktadır.

Çizelge 1.10. Yeşille Aldatma Tanımları

TANIM	YAZAR
Bir işletmenin olumlu kurumsal imaj oluşturmak için çevresel ve sosyal konularla ilgili bilgilendirmelerinde seçici davranarak olumsuz bilgilerine değinmeden olumlu bilgilerini aktarması.	Lyon ve Maxwell (2011)
Bir işletmenin çevresel uygulamaları, ürettiği ürün ve hizmetlerin çevreye olan etkileriyle ilgili tüketicileri yanlış bilgilendirme davranışı.	Parguel vd.(2011), Chen ve Chang (2013)

Zayıf çevresel performansa rağmen çevresel performansa ilişkin olumlu açıklamalar.	Delmas ve Burbano (2011)
Somut fiillere dayanmayan sembolik açıklamalar	Walker ve Wan (2011)

Kaynak: Yang, vd., 2020:1493

Yeşille Aldatma işletmelerin çevreye zarar vermelerine rağmen insanlara çevreye duyarlıymış izlenimi verme faaliyetleridir (Oxford Sözlüğü). Yeşille Aldatmanın kapsamı ESG kavramını da içine alacak şekilde genişletilerek işletmelerin paydaşlarını aldatacak şekilde ESG faaliyetlerini olduğundan daha farklı gösterme çabaları olarak tanımlanabilir. Yeşille Aldatma kavramı ilk olarak 1986 yılında çevre aktivisti Jay Westerveld tarafından, otellerin su tasarrufu iddiasıyla müşterilerden havlularını tekrar kullanmalarını istemelerine rağmen başka hiçbir çevresel sorunla ilgili herhangi bir adımlarının olmaması nedeniyle kullanılmıştır (De Freitas vd., 2020: 2). Westerveld otellerin bu davranışları ile asıl amaçlarının su kaynaklarını korumak değil, maliyet tasarrufu yapmak olduğunu belirtmiştir (Orange ve Cohen, 2010: 30).

ESG faaliyetlerinin raporlanması ve Yeşille Aldatmanın önüne geçilebilmesi için her geçen gün yeni önlemlerin alınmasına, kural ve prosedürlerin oluşturulmasına rağmen ne yazık ki Yeşille Aldatma faaliyetleri büyümeye devam etmektedir. Bu durumun nedenlerini kısaca şu şekilde sıralayabiliriz (Horiuchi ve Schuchard, 2009: 9-10):

- 1) Çevre konusunda hassas tüketicilerin sayısının artmasıyla birlikte daha çevreci ürün ve hizmet beklentisindeki artış: National Geographic ve Globescan tarafından yapılan "2009 Greendex" araştırmasına göre çevre dostu tüketici davranışlarında küresel olarak artış eğilimini tespit etmişlerdir. Ayrıca Nielsen Medya Araştırma şirketinin yapmış olduğu araştırma insanların %66'sı daha çevreci ürünler için daha fazla ücret ödemeye razı olduklarını göstermektedir (De Freitas, vd., 2020: 1).
- 2) Çevreye duyarlı ürün satışlarının patlaması: ABD üreticilerin 2002 yılında beş olan çevreye duyarlı etiketli ürün sayısı 2007 yılında 328'e çıkmıştır. Organik ürün endüstrisi hızlı bir gelişme göstermiştir. Şöyle ki organik kişisel bakım ürünlerinde %24 artış yaşanırken, organik tarım ürünlerinde 3 kat artış

yaşanmıştır. Bu durum organik ürünlerin konvansiyonel ürün pazarından büyük pay almaya başladığını göstermektedir.

- 3) Talebin ekonomik durgunluğa rağmen devam etmesi: Ekonomik durgunluk ve gerilemenin çevreci ürünlere olan talebi düşüreceği düşünülse de 2009 yılında Opinion Research Corporation tarafından gerçekleştirilen çalışma ekonomik zorluklara rağmen çevreci ürünlere talebin hala devam ettiğini göstermektedir.
- 4) Endüstride çevresel mesajların iletilmesiyle ilgili standartların eksikliği: Reklam ve medya sektörü çalışanları ile yapılan görüşmelerde, işletmelerin ESG faaliyetleri ile ilgili reklam harcamalarının artmasına rağmen, bu reklam uygulanmalarının denetlemesinde yavaşlık ve yetersizliklerin bulunduğu tespit edilmiştir.

ESG yatırımlarının ve yeşil ürün ve hizmetlere talebin artması Yeşille Aldatma faaliyetlerini de artırmaktadır. Çizelge 1.11’de Avustralya Rekabet Kurumu’nun (ACCC) 247 şirket üzerinden gerçekleştirmiş olduğu bir tarama sonucunda şirketlerin başvurabilecekleri Yeşille Aldatma yolları özetlenmiştir.

Çizelge 1.11. Yeşille Aldatma Yolları

Muğlak ve niteliksiz iddialar	İşletmelerin ürünlerinin özelliklerini doğa dostu- sürdürülebilir- sorumlu-yeşil gibi altı tam doldurulamayan ifadeler ile pazarlamaları
Kanıtlayıcı/Doğrulamayı bilgi eksikliği	İşletmelerin ürünleri ile ilgili nitelikli, kolay ulaşılabılır ve anlaşılabilir, yeterli bilgilendirme bulunmaması
Kesin iddialarda bulunması	İşletmelerin ürünleri hakkında iddialı açıklamalarda bulunmaları (Örneğin %100 plastik, %100 geri dönüştürülebilir ürünlerden üretilmiştir, sıfır emisyon, çevreyi kirletmeyen vb.)
Karşılaştırmalarda bulunması	İşletmelerin ürünlerini farklı üretim teknikleri kullandıklarını rakip ürün ve üreticilere göre daha çevreci sağlıklı oldukları iddia etmeleri (Örneğin ürünlerimiz geleneksel yöntemlere göre daha az atık üretmektedir. Ancak bu konuda yeterli kanıt sunmazlar.)
Faydaları abartmak veya ilgili bilgileri atlamak	Ürünlerin faydalarını abartmaları ya da tüketicilerin duyunca alışverişten vazgeçme ihtimali olan bilgileri gizlemeleri (Örneğin yenilebilir enerji yatırımlarını vurgularken ürünlerinin çoğunun fosil yakıtlarla üretmeleri)
Belirledikleri çevresel hedeflere nasıl ulaşacaklarını açıklamamaları	İşletmelerin tüketicilere çevresel hedeflerinden bahsetmelerine rağmen bu hedeflere nasıl ne zaman ulaşacaklarına dair açıklamalarda

	bulunmamaları (Belirsiz, sonuca bağlanmayan hedeflerin koyulması)
Üçüncü taraf sertifikaların kullanılması	Ürün güvence sertifikalarının sadece bir ürüne ait olmasına rağmen tüm ürünlerinin sertifikalıymış gibi gösterilmesi, sertifikaların ürünle ilgisinin açıklanmaması, tüketicilerin kolayca anlayamayacakları ve kafa karışıklığı yaşayabilecekleri şekilde gösterilmesi,
Güven Duyulan Marka gibi görünen görsellerin kullanımı	İşletmeler web sitelerinde ya da ürün ambalajlarında yaprak, gezegen , yeşil renk vb doğa temelli imgeler kullanarak sertifikalanmış iması vermeleri, bu şekilde tüketicilerin ürünün üçüncü bir taraf tarafından sertifikalandığını düşünmelerinin sağlanmaya çalışılması

Kaynak: ACCC, 2023: 5

Yeşille aldatma iddiaları işletmeler için önemli sonuçlar doğurabilir. En önemli sonuçlardan birisi itibarının zedelenmesidir. İşletmeler ürünlerini satabilmek, rekabet edebilmek, finansman sağlayabilmek en genel anlamıyla, faaliyetlerine devam edebilmek için itibarlarına ihtiyaç duyarlar. Yeşille aldatma gibi bir olayın duyulmasıyla birlikte işletmelerin itibarlarında azalma meydana gelecek ve bu durum faaliyetlerinin zarar görmesine sebep olabilecektir. İkinci önemli sonuç yasa ve düzenlemelerle sorunlar yaşama riskidir. İşletmeler yeşille aldatma faaliyeti sonucunda hem devlet tarafından yaptırımlara maruz kalırken hem de bankalar, yatırım firmaları ya da uluslararası kuruluşlarca yaptırımlara maruz bırakılabilirler. Üçüncü önemli sonuç ESG ile ilgili çalışmalarında gerileme riskidir. Yeşille aldatma iddiaları işletmelerin sürdürülebilirlik stratejilerini tehlikeye atarak bu konuda çalışan ekiplerin çalışmalarını, hedeflerini, ilerlemelerini zora sokarak işletmelerin sürdürülebilirlik stratejilerinde aylarca önceye dönmelerine sebep olabilir (Tower ve Harris, 2022: 4). ESG bilgilendirmeleri bilgi asimetrisini azaltması yönüyle paydaşlar için önemli bir kaynaktır. Ancak yanlış, yanıltıcı, çarpıtılmış ESG derecelendirmeleri, yatırımcıları yanlış yönlendirebilir.

Bu bölümde son yıllarda iş dünyasında önemi giderek artan kurumsal sürdürülebilirlik kavramı ve ilişkili kavramlar açıklanmıştır. Kurumsal sosyal sorumluluk anlayışı ile başlayan süreç zamanla genişleyerek ESG (Çevre, Sosyal ve Yönetişim) kavramına dönüşmüştür. Literatürde ESG terimi, kurumsal sürdürülebilirlik, kurumsal sosyal sorumluluk ve kurumsal yönetim kavramlarını kapsayan bir şemsiye terim olarak kullanılmaktadır. ESG faaliyetleri, işletmeye kredi

sağlayan, işletmeye yatırım yapan ya da işletmenin ürün ve hizmetlerinden yararlanan paydaşlar için önemli bir veri kaynağıdır. Bununla birlikte işletmelerin yapmış oldukları ESG faaliyetlerinin işletmelere de fayda sağlayacağı genel olarak kabul gören bir görüştür. ESG faaliyetlerini yerine getiren işletmeler entelektüel sermayelerini artırarak daha nitelikli personel istihdam imkânı bulacaklar ve yenilikçi iş süreçleri ve ürün/hizmetler ile sektörde daha rekabetçi bir yapıya kavuşacaklardır. Bu bağlamda ikinci bölümde, ESG faaliyetleri ile birlikte artacağı düşünülen entelektüel sermaye kavramı ve ilişkili kavramlar açıklanacaktır.



İKİNCİ BÖLÜM

ENTELEKTÜEL SERMAYE

Entelektüel sermaye işletmelerin sahip oldukları maddi olmayan varlıklardır. Bilgi toplumunda önemi giderek artan entelektüel sermaye, artık işletmeler için önemli rekabet avantajı sağlayan unsurlardan biri haline gelmiştir.

Bu bölümde entelektüel sermaye kavramı ele alınmakta ve literatürdeki çeşitli tanımlar sunulmaktadır. Entelektüel sermayenin temel bileşenleri olan insan sermayesi, yapısal sermaye ve ilişki sermaye kavramları da açıklanmaktadır. Entelektüel sermayenin ölçülmesinin önemi vurgulanmakta ve literatürde kullanılan bazı ölçüm yöntemlerine değinilmektedir. Son olarak, kurumsal sosyal sorumluluk ile entelektüel sermaye arasındaki ilişki incelenmektedir.

2.1 Entelektüel Sermaye Kavramı

Sanayileşmenin ilk yıllarında şirket zenginliklerinin sadece maddi varlıklardan oluştuğunun düşünülmesine karşın, bilgi ekonomisi olarak adlandırılan günümüz ekonomi dünyasında şirketlerin maddi varlıklarından daha fazla değere sahip oldukları kabul edilmektedir (Mrázková vd., 2016: 161). Şirketler arasında rekabette, inovasyonun ve bilginin ön planda tutulduğu stratejiler ve kararlar etkili olmaktadır. Şirketlerin kendilerini bu yeni çağa adapte edebilmeleri ve rekabet avantajları sağlayabilmeleri için maddi duran varlıklarından daha çok maddi olmayan varlıklarına ağırlık vermeleri gerekmektedir. Yeterli entelektüel sermayeye sahip şirketler rekabette ön plana çıkıp büyümelerini devam ettirebileceklerdir. Yeni dönemde şirketlerin başarıları sahip oldukları entelektüel sermayeyi ne kadar iyi yönetebildiklerine bağlıdır (Jain vd., 2017: 2). Şirketlerin sahip oldukları patent hakları, sözleşmeler, yenilikçi ürün stoğu, esnek ve yüksek kaliteli üretim süreç bilgisi, çalışan yeteneği ve ahlakı, müşteri sadakati ve ürün farkındalığı, güvenilir tedarikçiler ve verimli dağıtım ağları gibi değerler şirketlerin sahip oldukları maddi olmayan değerler olarak kabul edilerek şirket değerinin içerisinde yer almaktadır (Johnson ve Kaplan, 1987; akt: Bontis, 1999: 437).

Entelektüel sermaye, iyi bir şekilde yönetildiklerinde işletmelere rekabet avantajı sağlayacak maddi olmayan duran varlıklar şeklinde tanımlanabilir (LumbanGaol, vd., 2021: 79). Stewart (1991) bu tanımın içeriğini açarak entelektüel sermayenin; firma için değer yaratabilecek deneyim, bilgi birikimi, fikri mülkiyet hakları, teknoloji, öğrenme ve kabiliyet, müşteri ilişkileri ve markalar toplamından oluştuğunu belirtmiştir (Campos, vd., 2022: 2). Bilgiye dayalı ekonomik sistemde entelektüel sermaye, firmaların rekabet avantajlarını artıran ve başta iflas riski olmak üzere işletmelerin karşı karşıya kalabilecekleri riskleri azaltan stratejik bir varlık olarak kabul edilmektedir (Kamalirezai vd., 2020: 54).

Ross ve Ross (1997) kaynak temelli görüşe dayanarak entelektüel sermayenin önemini ve özelliklerini maddeler halinde açıklamaktadır. Şöyle ki:

- 1) Entelektüel sermaye işletmelerin bilançoda tam olarak gösteremedikleri varlıklarını kapsayan bir kavramdır.
- 2) Entelektüel sermaye sahip olduğu özelliklerle işletmeleri rakipleri karşısında avantajlı duruma getirir.
- 3) Yönetim sorumluluğu; işletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayelerinin de iyi bir şekilde yönetilmesini kapsar.
- 4) Entelektüel performans diğer bir ifade ile entelektüel sermayenin çoğalıp azalması ölçülebilir ve raporlanabilir.
- 5) Entelektüel sermayenin ölçülüp raporlanması sektör, büyüklük, yaş ve sahiplik fark etmeksizin işletmeler için her geçen gün daha önemli hale gelmektedir (Ross ve Ross, 1997: 415).

Entelektüel sermaye kavramı literatürde disiplin farklılıklarına göre değişik anlamlar ifade etmektedir. Muhasebe tarafında kavram, gözetim olanağına sahip ve kanunlar tarafından korunabilen sermayeyi ifade ederken, insan kaynakları tarafında ise; çalışanların yetenek, beceri ve bilgilerini ifade etmektedir (Çakmak, 2020: 4). Bu duruma rağmen ortak kanı entelektüel sermayenin sahip olduğu enderlik, benzersizlik, ikame edilemezlik, gözlemlenemezlik özellikleri nedeniyle stratejik öneme sahip varlıklar olduğudur (Riahi-Belkaoui, 2003; akt: Ghosh ve Wu, 2007: 218).

Yıllar içerisinde entelektüel sermaye kavramına ilginin artmasıyla beraber hem iş hayatında hem de akademik hayatta bu kavram ile ilgili çalışmalar hız kazanmıştır. Literatürde entelektüel sermayenin pek çok tanımı yapılmış olup, Çizelge 2.1’de bu tanımlar özetlenmiştir. Yapılan bu tanımlar çok çeşitlilik gösterse de işletme değerinin sahip olunan maddi varlıklarla sınırlı olmadığı ve entelektüel sermayenin işletmeye değer kattığı konusunda fikir birliği olduğu söylenebilir.

Çizelge 2.1. Entelektüel Sermaye Tanımları

Yazar	Tanım
Galbraith (1969)	Entelektüel sermaye, değer oluşturan bilgi, zekâ ve beyin gücü olarak tanımlar
Barney (1991)	Entelektüel sermaye, sürdürülebilir rekabet avantajı ve daha iyi finansal performans sağlayan kurumsal stratejik bir varlıktır.
Stewart (1991)	Entelektüel sermaye, bir şirketteki her şeyin ve herkesin toplamı olarak tanımlanır.
Hall (1992)	Entelektüel sermaye, özellikli “varlıklar” ve “beceriler” olarak sınıflandırılabilir.
Hudson (1993)	Entelektüel sermaye, bireylerin varlığı ve aynı zamanda işe ilişkin eğitim, deneyim ve tutumun bileşkesi olarak tanımlanabilir.
OECD (1999)	Entelektüel sermaye, örgütsel ve beşeri sermayenin ekonomik değeridir.
Edvinsson and Sullivan (1996)	Entelektüel sermaye, değere dönüştürülebilir bilgidir.
Brooking (1997)	Entelektüel sermaye, piyasa varlıkları, insan merkezli varlıklar, fikri mülkiyet varlıkları ve altyapı varlıklarından oluşmaktadır.
Roos and Roos (1997)	Entelektüel sermaye, insan sermayesi, iş süreci sermayesi, iş yenileme ve geliştirme sermayesi, müşteri ilişkileri sermayesinden oluşmaktadır.
Edvinsson and Malone (1997)	Entelektüel sermaye, insan sermayesi ve yapısal sermayeden oluşur. Entelektüel sermaye, toplam piyasa değeri ile toplam defter değeri arasındaki farktır.
Chase (1997)	Entelektüel sermaye, zenginlik yaratma süreçlerinde kullanılacak organize bir bilgi portföyüdür.
Brooking (1997)	Entelektüel sermaye, piyasa varlıkları, insan merkezli varlıklar, fikri mülkiyet varlıkları ve altyapı varlıklarından oluşmaktadır.
Sveiby (1997)	Entelektüel sermayenin üç ana boyutu vardır: çalışanların yetkinlikleri, iç yapı ve dış yapı.
Nahapiet and Ghoshal (1998)	Entelektüel sermaye, bir şirket, entelektüel topluluk veya profesyonel organizasyon gibi bir sosyal varlığın bilgisi ve öğrenme potansiyelidir.
Bontis et al. (1999)	Entelektüel sermaye, basitçe bir dizi maddi olmayan kaynak ve bunların süreçleridir. Maddi olmayan kaynaklar, bir şirketin değer yaratma sürecine katkıda bulunan herhangi bir faktördür.
Petty and Guthrie (2000)	Entelektüel sermaye, şirketin maddi olmayan varlıklarının (organizasyonel ve insan sermayesi) iki kategorisinin ekonomik değerinin bir göstergesidir.
Brennan and Connell (2000)	Entelektüel sermaye, şirketin bilgisine dayalı sermayedir.
Sullivan (2000)	Entelektüel sermaye kara dönen bilgidir.
Marr and Schiuma (2001)	Entelektüel sermaye, kurumsal aktörler ve altyapı arasında ayrım yapan tüm bilgiye dayalı varlıklardan oluşur.
Bukh et al. (2001)	Entelektüel sermaye, bilgi, deneyim ve fikri mülkiyetin oluşturduğu bir kavramdır.
Lev (2001)	Entelektüel sermaye, bir şirketin inovasyon, benzersiz organizasyonel tasarımlar veya insan kaynakları uygulamaları tarafından üretilen gelecekteki faydalarının kaynağıdır.
Rastogi (2003)	Entelektüel sermaye, bir şirketin değer yaratma hedefiyle bilgiye dayalı kaynakların koordinasyonu, yönetimi ve kullanımı ile karakterize edilen bütünsel yeteneği olarak görülebilir.
Youndt et al. (2004)	Entelektüel sermaye, bir şirketin rekabet avantajı elde etmek için kullanabileceği tüm şirket bilgisinin bir toplamını temsil eder.
Bayburina (2009)	Entelektüel sermaye, onu yıllar önce yaratan bir şirkette tutulması gereken maddi olmayan bir varlık olarak görülebilir.
Hsu and Fang, (2009)	Entelektüel sermaye, bir şirketin değer veya rekabet avantajı yaratacak tüm yeteneklerini, bilgisini, kültürünü, stratejisini, fikri mülkiyetini ve ilişki ağlarını temsil eder.
Frykman and Tolleryd (2010)	Entelektüel sermaye, bir şirkete ait olan ancak bilançoda yer almayan tüm finansal olmayan varlıkları ifade eder.
Tawy and Tollington (2012)	Entelektüel sermayenin tek bir benzersiz tanımı yoktur ve şirketin değeri ile ilişkisi dolaylıdır.
Gogan and Draghici (2013)	Entelektüel sermaye, piyasa varlıklarını, insan sermayesi etrafında yoğunlaşan varlıkları, fikri mülkiyeti ve altyapıyı içerir.
(Andreeva & Garanina, 2017)	"Bilgi, know-how, inovasyon potansiyeli, lisans anlaşmaları, yönetim kültürü ve şirket büyümesinin diğer kaynakları."
Vidyarthi, 2018	"Verimliliği, etkinliği ve karlılığı" artıran "bilgi, deneyim, fikri mülkiyet ve enformasyon".

(Kannan, 2004	“Zenginlik yaratmak için kullanılacak bilgi, enformasyon, fikri mülkiyet ve deneyim gibi fikri materyal.”
Chizari et al., 2016	Entelektüel sermaye, işletmelere rekabet avantajı sağlayan maddi olmayan varlıklar bütünüdür.
Pereira-Rodrigues & Santos-Rodrigues 2017	İşletmelerin sahip oldukları insan kaynağının toplam bilgi, yetenek ve deneyimini temsil eder

Kaynak: Petkovic, 2019: 48-51, Rus vd., 2019: 4, Aksakal (2020), Palhares, 2018: 10-11.

Entelektüel sermayeyi oluşturan bileşenler bu alanda çalışmış araştırmacılara göre farklılık arz etmesine rağmen genel olarak Sveiby (1997) tarafından yapılan ayrıma göre sınıflandırılmaktadır. Bunlar;

- 1) İnsan Sermayesi (HC):) Çalışanların sahip oldukları uzmanlık, beceriler, deneyim ve eğitimden oluşmaktadır. İşletmeler rekabet avantajını elde edebilmek için beşerî sermayelerini artırmaları gerekmektedir. Beşerî sermayenin artırılması ya yetenekli ve bilgili bireylerin istihdam edilmesi ya da mevcut çalışanların bilgi ve tecrübelerinin artırılması yoluyla sağlanır (Benevene ve Cortini, 2010: 125). İnsan sermayesi işletmelerin sahip olduğu emek gücünün bilgi, beceri, deneyim, yeterlilik, tutum ve bağlılık gibi özelliklerinin toplamı olarak ifade edilebilir (Yang ve Lin, 2009: 1968). İşletmeler insan sermayesine yatırım yaparak; üretimde etkinlik, ürün ve hizmet kalitesinde artış, inovasyon ve ürün farklılaşması gibi stratejik rekabet üstünlüğünü sağlayan avantajlara sahip olurlar (Ming ve Jun, 2004: 119). İşletmeler ne kadar nitelikli emek gücüne sahip olurlarsa o oranda rekabetçi olacaklardır. Bilgi ekonomisi çağında iş dünyası, salt kas gücü yerine bilginin, tecrübenin, deneyimin ön planda tutulduğu nitelikli personellerin öne çıktığı bir yapıyı gerektirmektedir.

İnsan sermayesi birey, organizasyon (şirketler) ve toplumu etkilemektedir. İnsan sermayesinin artması diğer bir ifade ile çalışanların bilgi, beceri ve deneyimlerinin artması ile çalışanlar şirketler tarafından kolay tercih edilecekler dolayısıyla daha kolay istihdam imkanına kavuşacaklardır. İşletmeler daha nitelikli, deneyimli ve becerili personel istihdam ederek rekabet avantajına, inovasyona sahip olacaklar böylelikle şirketlerinin sürdürülebilirliği ve değeri artacaktır. Son olarak nitelikli insan sermayesi

sosyal bilincin artmasını sağlayarak toplumu olumlu şekilde etkileyecektir (Kwon, 2009: 5).

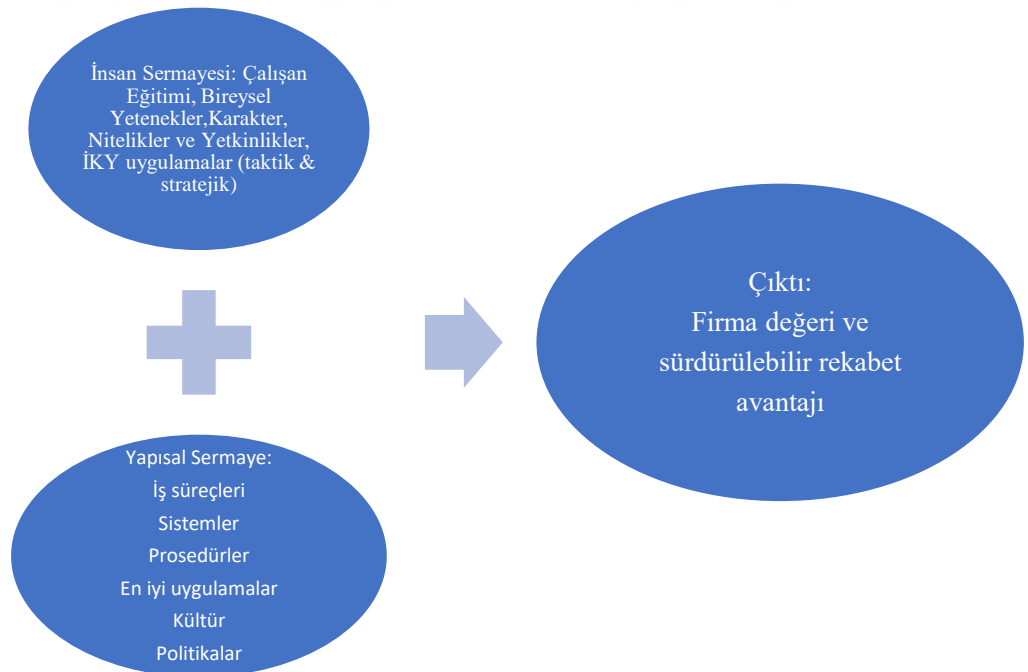
- 2) Yapısal Sermaye (SC): Çalışanların performanslarını artıran şirket içi kurallar, yaklaşımlar, planlar ve veri tabanlarından oluşmaktadır. Yapısal sermaye, bir işletme için değer oluşturan veri tabanlarında, prosedürlerinde, yayınlarında, organizasyon kültüründe yer edinmiş, insan sermayesini destekleyen bilgidir (Hejazi vd., 2016: 262). Yapısal sermaye teorik olarak yenilik ve süreç sermayesi olarak iki kısma ayrılmaktadır. Yenilik sermayesi işletmelerin AR-GE yatırımlarıyla ürün/hizmet kalite ve çeşitliliğini geliştirme isteğini temsil ederken, süreç sermayesi ise iş süreçlerinin kalite ve verimliliğini artırmak için kullanılan faaliyetler toplamını temsil etmektedir (Ovechkin vd., 2021: 2).

Yapısal sermaye ve insan sermayesi arasında müşterek bir ilişki bulunmakta olup, işletmelerin amaçlarına ulaşabilmeleri, varlıklarını sürdürebilmeleri yapısal ve insan sermayelerini efektif bir şekilde kullanabilmelerine bağlıdır (Toraman vd., 2009: 100). İşletmelerin sahip oldukları insan sermayesinin düşük olması ya da etkili bir şekilde kullanılamaması durumunda yapısal sermayelerinin yüksek olmasının tek başına bir etkisi olmayacaktır.

- 3) İlişkisel Sermaye (RC): İlişkisel sermaye firmaların dış ilişkiler kurmalarına, yönetmelerine ve sürdürmelerine yardımcı olan entelektüel varlıklarını ifade eder. Bu entelektüel varlıklar, müşteriler, tedarikçiler, pazarlama kanalları ve paydaşlar gibi şirketin faaliyetleriyle bağlantılı olan maddi olmayan varlıklardır (Shahzad, vd., 2022: 2; Gallardo-Vázquez, vd., 2019: 6). İlişkisel sermayeyi oluşturan unsurlar arasında müşteriler işletmelerin faaliyetlerini sürdürülebilmelerini sağlayan en önemli unsurdur. Bu bağlamda literatürde ilişkisel sermayeyi müşteri sermayesi olarak açıklayan yaklaşımlar da bulunmaktadır. İşletmenin sadece müşteri sadakatini ve memnuniyetini değil işletmenin itibarı ve imajı, medya, toplum, lisans anlaşmaları, imtiyazlar ve pazarlama stratejileri gibi işletmeye değer katan unsurlarını da önemli görerek

geliştirilmesi işletmenin rekabet avantajı kazanarak faaliyetlerini sürdürülebilmesi için önemlidir (Çam, 2016: 48; Kılıçlı, 2021: 74).

İnsan sermayesi ve yapısal sermaye gibi entelektüel sermayenin iki temel bileşeni, işletmenin hedeflediği çıktı düzeyine dolaylı yoldan katkıda bulunurken, ilişki sermayeye yapılan yatırımlar doğrudan katkı sağlayarak daha kısa sürede geri dönüş imkânı sunar (Kalyoncu, 2019: 55). İlişki sermayenin yapısal ve insan sermayesinden farkı, işletme dışı paydaşlardan kaynaklanmasıdır (Demir, 2019: 21). Bontis (1999) bu durumun ilişki sermayeyi diğer bileşenlerden ayırarak geliştirilmesi en zor entelektüel sermaye bileşeni yaptığını öne sürer (Palhares, 2018: 17). Geçmişte işletmeler için önemli rekabet avantajları olarak görülen ucuz işgücü ve hammaddeye kolay ulaşım, yerini müşteri odaklı bakış açısına bırakmış durumdadır. İlişki sermayelerinin değerine farkına varan işletmeler bunları geliştirmek ve işletme değer zinciri oluşturarak rakiplerine karşı avantajlı duruma gelmeyi hedeflerler (Yıldız, 2020: 19).



Şekil 2.1. Kaynak Tabanlı Görüşe Göre Entelektüel Sermaye

Kaynak: Russ, 2014: 96), Kalyoncu, 2019: 52

Şekil 2.1’de çalışanların sahip oldukları beceriler, nitelikler, eğitim düzeyleri gibi insan sermayesini oluşturan unsurların firmanın sahip olduğu iş süreçleri, sistemler, prosedürler, kültür ve politikalar gibi yapısal sermaye bileşenleri ile müşterek çalışması sonucunda firma değerinin artacağı ve rekabet avantajı sağlanacağı gösterilmektedir (Kalyoncu, 2019: 52).

Çizelge 2.2’de entelektüel sermaye unsurlarının sınıflandırılması gösterilmektedir. Çizelgeye göre insan sermayesi; bilgi birikimi, eğitim, mesleki yetkinlik gibi özelliklerden oluşmaktadır. İlişkisel sermaye ise markalar, müşteri bilgileri, müşteri sadakati ve nüfuzu gibi işletmenin paydaşları ile olan kazanımlarına odaklanmaktadır. Yapısal sermaye fikri mülkiyet ve altyapısal sermaye şeklinde ikili bir ayrıma tabi tutulmaktadır. Fikri mülkiyet haklarını işletmenin sahip olduğu patent ve telif hakları, tasarım hakları, ticari sırlar ve ticari markalar oluştururken, altyapısal sermayeyi yönetim felsefesi, kurum kültürü, yönetim süreci ve bilgi sistemleri gibi değerler oluşturmaktadır.

Çizelge 2.2. Entelektüel Sermaye Unsurlarının Sınıflandırılması

İnsan Sermayesi	İlişkisel Sermaye	Yapısal Sermaye	
		Fikri mülkiyet	Altyapısal sermaye
Bilgi birikimi	Markalar	Patent-Telif	Yönetim felsefesi
Eğitim	Müşteri bilgileri (İsim, alışveriş geçmişi vb..)	Tasarım hakları-Ticari sırlar	Kurum kültürü
Mesleki yetkinlik	Müşteri sadakati	Ticari markalar	Yönetim süreci
İşle alakalı bilgi	Müşteri nüfuzu	Hizmet markaları	Bilgi sistemleri
Mesleki değerlendirmeler	Şirket isimleri	Ticari takdim şekilleri	Finansal ilişkiler
Psikometrik değerlendirmeler	Dağıtım kanalları		Kurumsal stratejiler-yöntemler
Model ve ana çerçeve	İş birlikleri- Lisans-franchising anlaşmaları		Satış araçları-Bilgi altyapısı
Kültürel çeşitlilik			Uzman takımlar-Şirket değerleri

Kaynak: Ekşi, 2008: 29.

2.2 Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi ve Ölçme Yöntemleri

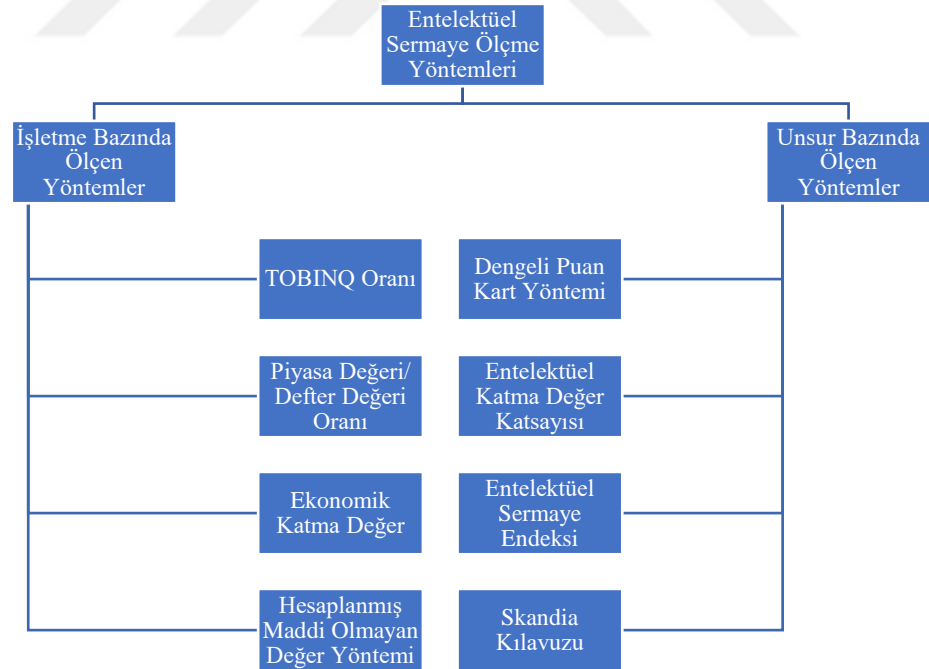
Son yıllarda işletmeler, entelektüel sermayelerinin maddi sermayelerinden ayrı bir değere sahip olduğunu ve bu değerinin şirket değerini önemli ölçüde etkilediğini fark etmişlerdir. Bu nedenle, işletmeler entelektüel sermayelerini ölçmeye ve raporlamaya giderek daha fazla önem vermektedirler.

Pedri (2007) son yıllarda entelektüel sermayeye artan ilginin nedenlerini aşağıdaki şekilde açıklamaktadır:

- 1) *Patent ve fikri mülkiyet hakları için yasal düzenlemelerin yapılması:* Patent ve fikri mülkiyet hakları konusunda ülkelerin kendi mevzuatlarıyla birlikte uluslararası mevzuatta yaşanan gelişmeler ve yapılan ortak düzenlemeler işletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayelerini koruma ve ondan daha fazla yararlanabilmeleri imkânı sağlamıştır.
- 2) *Artan rekabet:* Gelişen iletişim ve ulaşım olanakları globalleşmeyi, globalleşme de ürün/hizmet arzının artmasına ve dolayısıyla rekabetin de artmasına neden olmuştur. Artan rekabet ortamında işletmeler sürdürülebilirliklerini sağlayabilmek için entelektüel sermayeye daha çok ihtiyaç duymaktadırlar.
- 3) *Pazardaki aktörler arasında artan bağlantı:* Globalleşme ile birlikte işletmeler yerel stratejilerini bırakarak global stratejiler geliştirmeye ve pazardaki diğer işletmeler ile daha fazla irtibat kurma eğilimine girmişlerdir. Kurdukları bu irtibatlar işletmeler için önemli stratejik kazanımlar olarak ön plana çıkmıştır.
- 4) *İşletmelerin gerçek değerinin belirlenmesi:* Halka arz, devralma ve bölünme gibi durumlarda işletmelerin bilançodaki değerlerinden daha fazla değere sahip olmaları entelektüel sermayeye olan ilgiyi artırarak üzerinde çalışılan bir konu haline getirmiştir.
- 5) *Bilgi ve iletişim teknolojilerinin gelişmesi:* Bilgi ve iletişim teknolojilerinin gelişimi işletmelerin operasyonlarında ve geleceğe yönelik stratejilerinde daha başarılı olmalarına imkân vermiştir. İşletmelerin sahip oldukları bilgi iletişim teknolojileri yöneticiler tarafından gerekli önemin verilmesi ile stratejik bir değere dönüşmüştür.
- 6) *Bireyin ön plana çıkması:* İşletmeler yeni yetenek ve becerilere sahip bireylere odaklanarak işletmelerine değer katacaklarının farkına varmışlardır. Bu durum entelektüel sermayenin bir unsuru olan beşerî sermayeye olan ilgiyi artırmıştır.
- 7) *Danışmanlık kurumları ve şirket faaliyetleri:* Üretimin düşük maliyetler nedeniyle gelişmiş ülkelere kayması gelişmiş ülkelerin rekabet avantajı sağlayabilmek için daha fazla ar-ge ve beşerî sermaye yapmasına, dolayısıyla entelektüel sermayeye önem vermesine neden olmuştur (Pedrini, 2007: 348).

Entelektüel sermayenin ölçülüp raporlanabilmesi işletmeler açısından işletmenin gerçek değerinin bilenebilmesi için önemlidir. Entelektüel sermayenin doğru bir şekilde ölçülüp raporlanmasının yararları şu şekilde açıklanabilir;

- 1) Maddi olmayan duran varlıkların tanımlanarak değerlerinin sürekli izlenebilmesi, böylece şirketin gerçek değerinin bulunabilmesi,
- 2) Çalışanın örgüte ilişkin öz algısını, inovasyonunu ve motivasyonunu artırması,
- 3) Performans odaklı ve bilgi paylaşımına açık bir kültür ortamının oluşması,
- 4) Organizasyonların stratejilerinin oluşturulması, uygulanması ve değerlendirilmesinin sağlanması,
- 5) İşletmeler tarafından verilecek kararların çeşitlendirilmesine yardımcı olması,
- 6) Dış paydaşlar için entelektüel sermayeyi somut hale getirilmesinin sağlanarak paylaşılması (Marr vd., 2003: 443; Kannan ve Aulbur, 2004: 390).



Şekil 2.2. Entelektüel Sermaye Ölçme Yöntemleri
Kaynak: Özevren ve Yıldız, 2010: 281; Alantar, 2022: 18

Entelektüel sermayenin ölçülüp doğru bir şekilde raporlanabilmesi işletme ve paydaşları için önemlilik arz etmektedir. Ancak günümüzde entelektüel sermayenin

doğru ölçülebilmesi ve raporlanabilmesi ile ilgili standartlar henüz oluşturulmamıştır (Alagöz ve Özpeynirci, 2007: 173). Şekil 2.2’de entelektüel sermayenin ölçülmesi konusunda literatürde ve iş hayatında sıklıkla yer alan bazı yöntemler gösterilmiştir. Bu yöntemler işletme bazında ölçüm yöntemleri ve unsur bazında ölçüm yöntemleri olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. İşletme bazında ölçen yöntemler entelektüel sermayeyi bir bütün olarak görerek raporlarken, unsur bazında ölçen yöntemler ise entelektüel sermayeyi unsurlar bazında ele almaktadır (Özevren ve Yıldız, 2010: 280). Şekil 2.2’ de belirtilen ölçüm yöntemleri haricinde DATI projesi, MERITUM projesi, Broker yöntemi, patent değeri yöntemi, entelektüel sermaye derecelendirmesi, maddi olmayan bilanço yöntemi gibi farklı yöntemlerde yer almaktadır. Entelektüel sermayeyi ölçmek için kullanılan yöntemlerin zayıf ve güçlü yönleri bulunmaktadır. Bu çalışmada entelektüel sermayeyi ölçmek için entelektüel katma değer katsayısı yöntemi kullanılmıştır.

2.2.1 TOBINQ Yöntemi

Entelektüel sermayeyi işletme bazında ölçen yöntemlerden biri olan TOBINQ yöntemi ünlü ekonomist James TOBIN tarafından literatüre kazandırılmıştır. TOBINQ oranı işletmenin piyasa değerinin varlıkların yerine koyma maliyetlerine bölünmesiyle bulunur (Kılıç, 2017: 63). Varlığın yerine koyma maliyeti işletmenin sahip olduğu varlıklara eş özelliklere sahip varlıkları elde edebilmesi için katlanacağı maliyetlerdir. TOBINQ oranının birden büyük olması varlıkların etkin kullanıldığının gösterirken, değerin birin altında olması işletmenin kaynaklarının etkin kullanılmadığını göstermektedir (Canbaş vd., 2004: 58). TOBINQ yöntemi, Piyasa Değeri/Defter Değeri yönteminden farklı olarak defter değeri yerine varlığın yerine koyma maliyetini dikkate almaktadır. Q oranının artması için işletmenin piyasa değeri artmalı ya da yerine koyma maliyetinde azalma meydana gelmelidir (Bölükbaşı, 2014: 432).

TOBINQ oranının birden büyük olması işletmenin değerinin yerine koyma maliyetinde daha fazla olduğunu dolayısıyla rekabet üstünlüğüne sahip olduğunu göstermektedir. Ancak işletmenin içinde yer aldığı sektör TOBINQ oranını etkilemektedir. Örneğin çelik sektöründe bu oran bire yakinken, yazılım sektöründe 7 civarındadır. Bu nedenle işletmelerin TOBINQ oranının temsil ettiği entelektüel

sermayelerinin karşılaştırılabilmesi için aynı sektör içerisinde olması ve TOBINQ oranının zaman içerisindeki artış ve azalışlarının yorumlanması ile daha anlamlı sonuçlar elde edilebilir (Bontis,1998: 64; Bayraktaroğlu, 2015: 35).

2.2.2 Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı Yöntemi

İşletmenin piyasa değerinin defter değerine oranı gerek verilerin elde edilmesinin kolay olması gerekse geçmiş yıllar ile ve sektördeki işletmelerle kıyaslama imkânı vermesi nedeniyle literatürde sıkça kullanılan bir entelektüel sermaye ölçme yöntemidir. Piyasa değeri işletmenin tedavülde yer alan pay senetlerine yatırımcıların ödemeye razı oldukları fiyattır. Defter değeri ise işletmenin özsermayedir. Yöntemin en önemli kısıtı sadece pay senetleri piyasada işlem gören yani piyasa fiyatı doğru bir şekilde tespit edilebilen işletmeler için uygulanabiliyor olmasıdır (Konyalılar, 2020: 50).

Piyasa değeri/Defter değeri oranının diğer işletmelere göre yüksek olması işletmenin entelektüel sermayesinin diğer bir ifade ile maddi olmayan varlıklarının rakiplerine göre yüksek olduğunu gösterir. Bazı çalışmalarda işletmenin piyasa değeri ile defter değeri oranlanmayarak arasındaki fark alınarak entelektüel sermaye bulunmaktadır. Bu durumda entelektüel sermaye oranı olarak değil tutar olarak hesaplanmış olmaktadır. Hesaplama yönteminden bağımsız olarak her hâlükârda bu iki yöntemde ortak dezavantajları vardır. İşletmenin piyasa değerinin aniden artması durumunda piyasa değeri ile defter değeri arasındaki fark ya da oran artacaktır. Savaş, doğal afetlerin ortaya çıkması ve faizlerin ani artışı gibi ülke ekonomisini tümünden etkileyecek durumların varlığında ise işletmenin piyasa değeri düşecek ve bu durumda da entelektüel sermaye oranı ya da tutarı düşecektir. Bu gibi durumlardan işletmenin piyasa değerinin fazla etkilenmesi nedeniyle işletmeler için entelektüel sermayelerini doğru hesaplamak ve geleceğe yönelik doğru planlamalar yapmak zorlaşacaktır (Kızıl, 2009: 79-80).

2.2.3 Hesaplanmış Maddi Olmayan Değer Yöntemi

Hesaplanmış maddi olmayan değer yöntemi maddi varlıktan çok maddi olmayan varlıklara sahip bilgi yoğun işletmelerin finansman sorunlarını çözebilmek

için geliştirilmiş bir yöntemdir. Kreditörlerin finansman sağlarken işletmelerin maddi olmayan varlıklarını hesaba katmadan sadece maddi varlıklarına göre hareket etmeleri özellikle içinde yaşamış olduğumuz bilgi çağında faaliyet gösteren çoğu işletme için sorun teşkil etmektedir. Bu noktadan hareketle maddi olmayan değerlerin hesaplanıp daha doğru finansman faaliyetlerinin gerçekleşebilmesi için Northwestern Üniversitesi Kellogg İşletme Fakültesi NCI Research proje ekibi tarafından Hesaplanmış Maddi Olmayan Değer Yöntemi geliştirilmiştir (Kerimov, 2011: 55; Bayraktaroğlu, 2015: 36). Hesaplanmış maddi olmayan değer, işletmenin içerisinde yer aldığı sektörde rekabette avantaj sağlayıp lider konuma gelebilmek adına sahip olduğu maddi olmayan varlıklarından yararlanma oranını göstermektedir (Kızıl,2009: 86).

Yöntemin uygulaması 7 adımda gerçekleşmektedir.

- 1) İşletmenin 3 yıllık vergi öncesi kar ortalaması bulunur.
- 2) İşletmenin finansal tablolarından son üç yıllık maddi duran varlıkların değeri hesaplanarak ortalaması tespit edilir.
- 3) Bulunan vergi öncesi ortalama karlar ortalama maddi duran varlıklara bölünerek işletmenin ortalama maddi varlık karlılığı hesaplanır.
- 4) İşletmenin faaliyette bulunduğu sektörün ortalama maddi varlık getirisi hesaplanarak işletmenin getirisi ile karşılaştırılır. İşletmenin getirisinin sektöre göre fazla olması durumunda yöntem devam edilir aksi durumda yöntem hesaplanamayacağı için uygulanamaz.
- 5) İşletmenin getiri oranı ile sektörün getiri oranı çarpılır (4×2) ve bulunan değer işletmenin vergi öncesi kar ortalamasından çıkarılır ($1 - 4 \times 2$). Çıkan sonuç işletmenin içerisinde yer aldığı sektörün ortalamasına göre ne kadarlık bir ek getiri oluşturduğunu göstermektedir.
- 6) İşletmenin 3 yıllık ortalama vergi oranı hesaplanarak ek getiri ile çarpılır. Elde edilen sonuç ek getiriden çıkarılarak işletmenin vergi sonrası ek getirisi bulunur.
- 7) Son olarak vergi sonrası ek getirinin bugünkü değeri tespit edilerek işletmenin maddi olmayan varlıklarının değeri tespit edilmiş olunur (Kılıçlı, 2021: 79-80; Kerimov, 2011: 56-57; Haykır, 2011: 93).

Hesaplanmış maddi olmayan değer yönteminin diğer yöntemlere göre bazı avantajları bulunmaktadır. Hesaplamasında gerekli olan verilerin kolay elde edilebilir olması ve hesaplanışının kolay olması yöntemin öne çıkan özelliklerindedir. Verilerin mali tablolardan elde edilebilmesi geçmiş yıllar ile ve diğer rakip şirketler ile kıyaslama imkânı sunmaktadır. Ancak hesaplama yönteminin dördüncü adımda da bahsedildiği gibi sektör ortalama maddi getirisinin altında kalan şirketler için bu yöntem uygulanamaz. Dolayısıyla yöntemin en büyük dezavantajı her şirkete uygulanamıyor olmasıdır. Diğer dezavantajı ise entelektüel sermayeyi oluşturan unsurların tek tek ele alınıp belirlenememesidir (Kalyoncu, 2019: 65).

2.2.4 Ekonomik Katma Değer Yöntemi (Economic Value Added-EVA)

Ekonomik Katma Değer Yöntemi 1980'li yıllarda Stern Stewart danışmanlık firması tarafından işletmelere değer katacak prosedürleri içeren bir sistem olarak geliştirilmiştir (Topaloğlu, 2011: 58). İşletmelerin gerçek kârlarının hesaplanmasına imkân veren yöntemde, ekonomik katma değer diğer bir ifade ile ekonomik kâr, net kârdan sermaye maliyetinin çıkarılması ile bulunmaktadır. EVA, sermaye maliyetini kâr hesaplamasında kullanması nedeniyle geleneksel muhasebe anlayışına dayanan kâr hesaplama yönetiminden ayrılmaktadır (Parlakkaya, 2003: 75).

EVA yönteminin işletmelere sağlayacağı faydalar şunlardır (Aslanoğlu ve Zor, 2006: 158):

- 1) EVA, kurumsal yönetimin en önemli problemlerinden biri olan vekalet çatışmasının önleyerek vekil ile asilin çıkarlarını birleştirir. Bu sayede yönetici ve hissedarlar sermaye maliyetinin üstünde kazanç sağlayamaya odaklanırlar.
- 2) İşletme birim yöneticilerinin amaçları ile işletmenin amaçları arasındaki farklılıkları gidererek çatışmaların önüne geçmektedir. Ekonomik katma değeri göz önüne alan değerlendirmeler, birim yöneticilerin genel firma amacının dışına çıkmasına mâni olmaktadır.

- 3) İşletme adına karar verenleri, getirisi fazla olan varlıklara yatırım yapmaya yönlendirirken, sermaye maliyetinin fazla olduğu kârsız varlıklara yatırım yapmasına engel olmaktadır.
- 4) Ekonomik katma değerın işletmenin sahip olduğu birimler bazında da hesaplanabilmesi, işletme birimleri arasında karşılaştırma yapma olanağı verir.

EVA yönteminde kullanılan hesaplamalar şu şekildedir:

- *“EVA = Hasılat – (Faaliyet giderleri – Vergi Ödemeleri – Yatırılan Sermayenin Ağırlıklı Ortalama Maliyeti)*
- *EVA = (Net Faaliyet Karı – Düzeltilmiş Vergiler) – (Yatırılan Sermaye * Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)*
- *EVA = (Yatırılan Sermayenin Getiri Oranı (ROIC) – Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) * Yatırılan Sermaye*
- *EVA = Vergi Sonrası Net Faaliyet Karı – (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti * (Toplam Kaynaklar – Borçlar))” (Alantar, 2022: 22).*

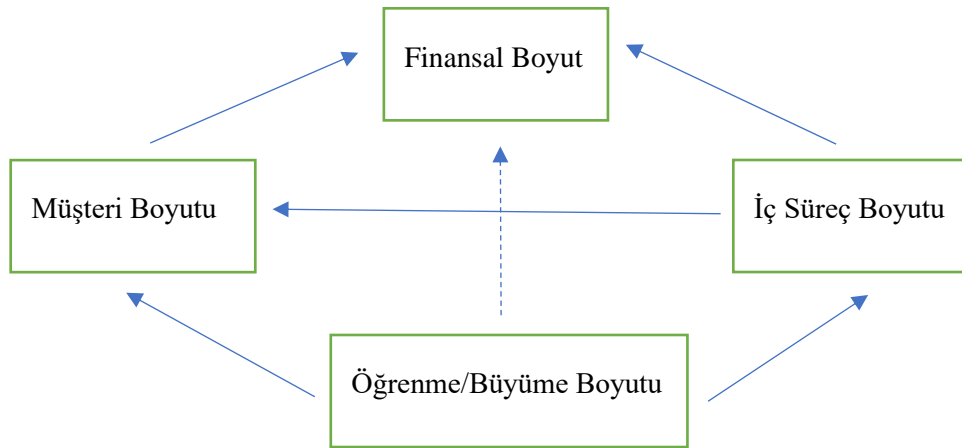
EVA yöntemi literatürde çeşitli eleştirilere maruz kalmaktadır. Bunlar; EVA yönteminin entelektüel sermayeyi temsil etmesinin kısıtlı olduğu, EVA artışının sadece firmanın entelektüel sermayesine bağlı olarak düşünülmesinin firmanın sahip olduğu fiziksel varlıkların etkisinin göz ardı edeceği, yöntemin direkt olarak entelektüel sermayeyi ölçmediği ve maddi olmayan varlıkları ve katkı düzeylerini göstermediği şeklindedir. (Bayraktaroğlu, 2015: 34).

2.2.5 Dengeli Puan Kartı (Balanced Scorecard) Yöntemi

Türkçe literatürde kurumsal karne, dengelenmiş skor kart, dengeli puan kart gibi isimler alan yöntem, 1992 yılında Kaplan ve Norton tarafından yönetim raporlaması için kullanılmaya başlanmışsa da daha sonra entelektüel sermayenin bir ölçüm yöntemi olarak kabul görmüştür (Bayraktaroğlu, 2015: 38). Dengeli skor kartının en net tanımı *“bir şirketin misyon ve stratejisinin fiziksel ölçüler haline dönüştürülerek ifade edilmesidir”* şeklinde yapılabilir (Kaplan ve Norton, 1999: 12; akt: Karaman, 2009: 418). Yönetim muhasebesinin en önemli araçlarından biri olarak

kabul edilen yöntem işletmenin her seviyesinde stratejilerin oluşturulması, yerine getirilmesi ve yönetilmesi için kullanılmaktadır. Yöntem işletmenin ihtiyacı olan temel üç işlevi (ölçüm, stratejik yönetim ve iletişim) yerine getirerek işletmelere hizmet etmektedir (Striteska ve Spickova, 2012; akt: Yaşar, 2016: 198).

Dengeli puan kartı yöntemi finansal sonuçlar ile kalite, sürekli iyileştirme, personel memnuniyeti gibi toplam kalite yönetimiyle ilgili olan alanları da içine alacak şekilde geniş bir değerlendirme imkânı sağlamaktadır. Yöntem sayesinde genellikle stratejik planlama da ayrı olarak değerlendirilen kalite ve finansal sonuçları bir araya getirerek bütünlük bir değerlendirme yapılabilmektedir (Karsavuran, 2013: 79). Dengeli skor kart yöntemi işletmenin geçmiş davranışlarının yanı sıra, işletmeye değer katarak gelecekte uygulanması gereken davranışlarla ilgili de yol göstermektedir. İşletmenin vizyonu ile ilgili bilgilerin tüm şirket çalışanlarınca haberdar olmasını sağlayarak, şirkette ortak bir zihniyet ve hedefin ortaya çıkmasını sağlar (Ülgen, 2006: 56).



Şekil 2.3. Dengeli Skor Kart
Kaynak: Koçel, 2014 :518; akt: Yıldız, 2020: 22

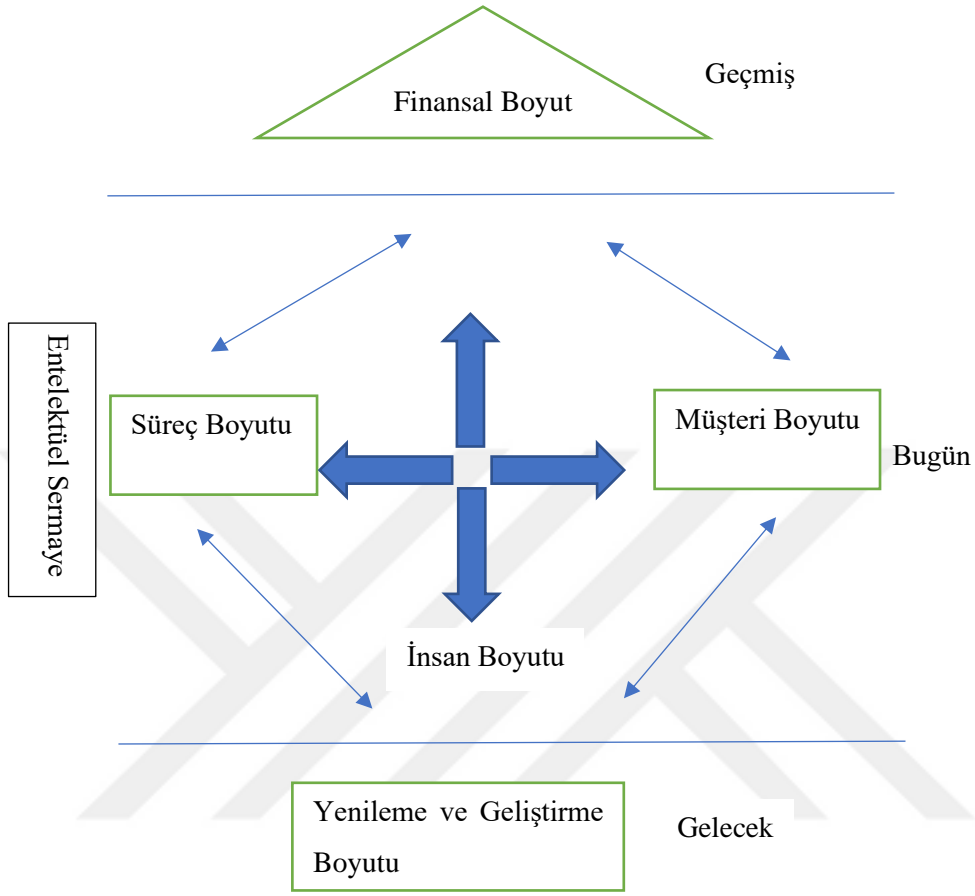
Şekilde 2.3'te dengeli puan kartı yöntemi organizasyonel performansı dört ana boyuta ve bunların alt ölçütlerine göre değerlendirir. Ana boyutlar her organizasyon için standart olmasına rağmen, alt ölçütler organizasyonun amaçlarına göre farklılık

gösterebilir. Ana boyutlar finansal boyut, müşteri boyutu, iç süreç boyutu ve öğrenme-büyüme boyutu şeklinde sıralanabilir. Stratejik amaçların iyi belirlenmesi bu amaçları gerçekleştirecek adımların atılması bu yöntemin uygulanmasındaki en önemli unsurdur (Demir, 2019: 27).

2.2.6 Skandia Kılavuzu Yöntemi

Skandia kılavuzu 1993 yılında Skandia adlı sigorta şirketinde çalışan Leif Edvinsson tarafından dengeli skor kart yöntemini temel olarak geliştirilmiştir. Skandia şirketi sahip olduğu entelektüel sermayesini ölçmek için çaba harcayan ilk büyük şirket olarak kabul edilmektedir (Kalyoncu, 2019: 38). Şirket ilk entelektüel sermaye raporlamalarını kendi bünyesinde 1980'li yılların sonlarına doğru hazırlanmış olup, 1994 yılında finansal raporlara ek olarak hissedarların bilgilerine sunarak bir ilki gerçekleştirmiştir (Bontis, 2001: 44). Skandia kılavuzu yönteminin dengeli skor kartı yönteminden ayrıldığı nokta insan unsuruna daha fazla odaklanmış olmasıdır. Yöntem finansal odak, müşteri odağı, süreç odağı, yenileme-geliştirme odağı ve insan sermayesi odağı gibi farklı alanlarda 30 performans göstergesine dayalı olarak gerçekleştirilmekte olup, dinamik ve bütünsel bir entelektüel sermaye raporlama modeli sunmaktadır (Yıldız, 2020: 22; Bontis, 2001: 44-45).

Şekil 2.3'te Skandia kılavuzunun özet görüntüsü bulunmaktadır. Buna göre finansal odak, geçmişin göstergesi olarak en tepede bulunmaktadır. İşletmenin geçmiş faaliyetleri sonucunda elde ettiği finansal sonuçlara odaklanarak, geleceğe yönelik beklentileri ele alır. Yenilik ve geliştirme odağı ise temelde ve gelecekle ilgilidir. İşletmenin uzun vadeli stratejik planlarına odaklanır. Müşteri ve süreç odakları ise geçmiş ile gelecek arasında köprü kurarak bugünkü bilgi seviyesini gösterir. Müşteri odağı müşterilerin beklentilerini dikkate alarak geliştirilmeler yapılmasını amaçlar. Süreç odağı ise işletmenin faaliyetleri incelenerek üretim süreçleri, ürün ve hizmet üretme konularıyla ilgilidir. İnsan sermayesi odağı ise bu odakların merkezinde bulunmakta olup, işletmenin çalışan ve yöneticileri ile ilgili prosedürleri içerir (Şen, 2022:14; Suyadal, 2019: 25-26).



Şekil 2.4. Skandia Kılavuzu
Kaynak: Kerimov, 2011:69

Skandia kılavuzu yöntemi, entelektüel sermayenin sadece değer boyutuyla incelenmemesi, ayrıca içerik olarak da analiz edilip ölçülmesi gerektiğini ortaya koymasından entelektüel sermaye araştırmalarına farklı bir bakış açısı kazandırmıştır. Entelektüel sermayenin alt katmanlarına ayrılarak incelenmesi karar vericiler için bu yöntemin öne çıkaran özelliklerinden birisidir (Köstepen, 2021: 160).

2.2.7 Entelektüel Sermaye Endeksi Yöntemi

Entelektüel sermaye endeksi yöntemi Entelektüel Sermaye Hizmetleri adlı şirkette çalışan Goran Roos ve meslektaşları tarafından iş dünyasına kazandırılarak, Skandia şirketinin 1997 yılında yayınlamış olduğu entelektüel sermaye raporunda

kullanılma fırsatı bulmuştur (Bontis, 2001: 48). Entelektüel sermaye endeksi modelinde, entelektüel sermayeyi oluşturan beşerî sermaye, organizasyonel sermaye ve müşteri ilişkileri sermayesi tek bir indeks altında değerlendirilmektedir. Bu bağlamda yöneticiler işletmenin sahip olduğu entelektüel sermayeyi daha efektif bir şekilde analiz imkânına kavuşmaktadırlar. Modelin yapısını oluşturan tanımlamalar, stratejik öncelikler ve misyonlar gibi faktörlerin işletmeler arasında farklılıklar arz etmesi nedeniyle bu yöntemin işletmelerin uluslararası seviyede karşılaştırılması imkânını sınırlandırmaktadır (Aslanoğlu ve Zor, 2006:162).

Ross vd. (1997) Entelektüel Sermaye İndeksinin kendine özgü özelliklerinin bulunduğunu belirtmektedir (Bontis, 2001: 48). Bu özellikler şunlardır:

- 1) Model özgün bir ölçüm sağlamaktadır.
- 2) Entelektüel sermayeyi oluşturan yapıların izlenmesine odaklanır.
- 3) Önceki dönem performanslarını da görmezden gelmez.
- 4) Fiziksel varlıkların değerlendirilmesinden öte şirketi bütün yönleri ile değerlendirilmesine imkân tanır.
- 5) Kendi kendini düzelten bir endekstir. Eğer şirketin entelektüel sermaye endeksi performansı şirketin piyasa değerini tam anlamıyla gösteremiyorsa, şirketin sermaye yapısı, sermaye ağırlıkları ya da sermaye ölçütlerinde hata vardır.

Entelektüel sermaye endeksi yönteminin işletmelere en önemli katkısı piyasadaki veya diğer performans ölçütlerindeki değişimlerin entelektüel sermaye endeksine olan etkilerini tespit edebilme imkânını vermesidir. İşletmeler bu yöntemle birlikte entelektüel sermayelerinde yaşanan değişimleri takip edebilmekte ve işletmenin geleceği ile ilgili karar verebilecek verilere sahip olmaktadır (Kalyoncu, 2019: 81).

2.2.8 Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi (VAIC)

Hesaplanmasında işletmelerin raporlamış olduğu finansal bilgilerin kullanılması nedeniyle Entelektüel Katma Değer Katsayısı Yöntemi (VAIC) entelektüel sermayenin ölçülmesinde literatürde en çok tercih edilen yöntemlerden biridir. VAIC yöntemi ile işletmeler sahip oldukları maddi ve maddi olmayan

varlıkların etkinlikleri hakkında bilgiye sahip olurlar. VAIC katsayısının yüksek olması işletmenin entelektüel sermaye etkinliğinin yüksek olduğunu gösterir (Gülcemal ve Çıtak, 2017: 41).

Ante Pulic tarafından geliştirilen bu yöntem sayesinde işletme performansını değerlendirilirken hem maddi hem de maddi olmayan varlıkların gelir oluşturmadaki etkisi gözlemlenebilmektedir. Bu yöntem firmaların finans ve muhasebe verilerini kullanması ve detaylı analiz gerektirmeyen yapısı nedeniyle uygulama kolaylığı sağlamaktadır (Gürkan vd., 2015: 49).

Özetle VAIC yöntemi gerçekçi muhasebe ve finans verilerinin kullanıldığı ölçülebilir, karşılaştırılabilir, objektif, tüm paydaşların faydalanabileceği, anlaşılması ve uygulanması kolay bir yöntemdir. VAIC yönteminin avantajları şu şekilde özetlenebilir (Ovechkin vd., 2021:3):

- 1) VAIC yöntemi EVA benzeri yöntemlerden farklı olarak entelektüel sermayeyi oluşturan unsurların verimliliklerini gösterir.
- 2) VAIC yöntemi nicel değerlere çevrilemeyen, mevcut olmayan, öznel ve nitel bilgileri kullanmaktan kaçınır.
- 3) VAIC yöntemi, işletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayeyi hem işletmeler hem de ülkeler arasında karşılaştırma imkânı sağlayan bir yöntemdir.

Entelektüel Katma Değer Katsayısı (VAIC); İnsan Sermayesi Etkinliği (HCE), Yapısal Sermaye Etkinliği (SCE), Kullanılan Sermaye Etkinliği (CEE) toplamlarından oluşmakta olup şu şekilde formüle edilebilir: $VAIC = HCE + SCE + CEE$

Çizelge 2.3'te entelektüel sermayeyi temsil eden VAIC katsayısının hesaplanması gösterilmiştir Entelektüel sermaye katsayısı (VAIC) hesaplanabilmesi için ilk olarak katma değer (VA) hesaplanmaktadır (Nirino vd., 2022: 426).

Katma değer hesaplama formülü şu şekildedir:

$VA = OP + EC + D + A$ (1) Burada:

- OP= Faaliyet kârını,

- EC=Personel maliyetlerini,
- D= Amortismanı,
- A= İtfa paylarını göstermektedir.

Katma değer hesaplandıktan sonra sırasıyla İnsan Sermayesi Etkinlik Katsayısı (HCE), Yapısal Sermaye Etkinlik Katsayısı (SCE), Kullanılan Sermaye Etkinlik Katsayısı (CEE) hesaplanmalarına geçilir.

İnsan Sermayesi Etkinlik Katsayısı (HCE) Katma değer (VA) Personel Giderlerine bölünmesiyle hesaplanır.

$$HCE=VA/HC \text{ (2)}$$

Yapısal Sermaye Etkinlik Katsayısı (SCE), Yapısal Sermayenin Katma Değere bölünmesiyle elde edilir

$$SCE=SC(VA-HC) /VA \text{ (3)}$$

Kullanılan Sermaye Etkinlik Katsayısı (CEE) Katma Değerin Kullanılan Sermayeye bölünmesi ile elde edilir.

Üç etkinlik katsayısı toplanarak entelektüel sermayeyi temsil eden katma değer katsayısı elde edilir

$$VAIC= HCE+SCE+CEE \text{ (4)}$$

Çizelge 2.3. Entelektüel Katma Değer Katsayısının Hesaplanması

VAIC	Entelektüel Sermaye Katsayısı	VAIC= HCE+SCE+CEE HCE: İnsan sermayesi etkinlik katsayısı SCE: Yapısal sermaye etkinlik katsayısı CEE: Kullanılan sermaye etkinlik katsayısı
VA	Katma Değer	VA= OP+EC+D+A OP= Faaliyet karı EC=Personel maliyetleri D= Amortisman A= İtfa payları
HCE	İnsan Sermayesi Etkinlik Katsayısı	VA/HC HC: Personel Giderleri
SCE	Yapısal Sermaye Etkinlik Katsayısı	SCE=VA-HC
CEE	Kullanılan Sermaye Etkinlik Katsayısı	CEE=VA/CE CE=Kullanılan Sermaye

Kaynak: Öztopanlar, 2019: 99-100.

2.3 Kurumsal Sosyal Sorumluluk ile Entelektüel Sermaye İlişkisi

Kaynak temelli bakış, şirketlerin sahip oldukları önemli kaynak ve yetenekler sayesinde rekabette üstünlük sağlayabileceğini söylemekte olup, kurumsal sosyal

sorumluk faaliyetleri ile işletmelerin rekabet açısından avantajlı duruma geçebileceklerini savunmaktadır (Hart, 1995; Orsato, 2006; Chang ve Chen, 2012: 77). Bu bağlamda, şirketlerin göstermiş oldukları kurumsal sosyal sorumluluk ile ilgili çabaların entelektüel sermayeye olumlu etkisinin olacağı düşünülebilir. Literatür kısmında da bahsedildiği gibi entelektüel sermayenin insan sermayesi, ilişkisel sermaye ve yapısal sermaye olmak üzere üç boyutu bulunmaktadır. Entelektüel sermayenin insan sermayesi boyutu açısından, KSS faaliyetleri çalışanların motivasyonlarını ve işe olan sadakatlerini artırarak şirket ile çalışanlar arasında bağ kurulmasını ve güven duygusunun güçlenmesini sağlar. Yapısal sermaye açısından KSS faaliyetleri değerlendirilecek olursa, KSS faaliyetleri şirketin stratejisini ve kültürünü olumlu yönlerden etkiler. İlişkisel sermaye açısından KSS faaliyetleri, yeni müşterilerin kazanılması, şirket itibarının iyileştirilmesi ve yatırımcıların ve finansal analistlerin şirkete olan ilgilerinin artmasına yardımcı olur (Aras vd., 2011: 623).

Çizelge 2.4'te Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin entelektüel sermayenin boyutları üzerindeki etkileri gösterilmektedir.

Çizelge 2. 4. Kurumsal Sosyal Sorumluluk ile Entelektüel Sermaye İlişkisi

İnsan Sermayesi	Yapısal Sermaye	İlişkisel Sermaye
<ul style="list-style-type: none"> Motivasyonu artırma Bağlılığı artırma Becerileri ve yetkinlikleri geliştirme Nitelikli personeli çekmek Bilgi paylaşımı ve ekip çalışması sistemleri geliştirmek 	<ul style="list-style-type: none"> Rekabet stratejilerinin yeniden belirlenmesi Marka adının yeniden konumlandırılması Kamunun aydınlatılması Piyasa beklentisi (ilk hamle) İç kontrol sistemlerini kolaylaştırma Şeffaf sistemlerin oluşturulması Süreçlerin kalitesinin iyileştirilmesi Güvenlik ve sağlıkta gelişmelerin yaşanması Proaktif risk yönetimi 	<ul style="list-style-type: none"> İmajı iyileştirme Farkındalığı artırma Müşteri sadakatini artırma Yeni müşteriler edinme Birlikte üretimi geliştirme İşbirliğini güçlendirme Pazar güvenini geliştirme Etik indekslere erişim Sosyal güçlerle istikrarlı ilişki kurma Boykot riskini azaltma

Kaynak: Pedrini, 2007: 353

Bu çizelgeye göre KSS faaliyetlerinin artması ile insan sermayesini oluşturan değerlerde artış meydana gelecektir. KSS faaliyetleri arttıkça, çalışanların motivasyonları ve işletmeye bağlılıkları artacak, daha nitelikli personel istihdam imkânı sağlanacak, bilgi paylaşımı ve ekip çalışması gelişecektir. KSS faaliyetleri

sayesinde işletmeler rekabet stratejilerini yeniden belirleyecek, şeffaflık ön plana çıkacak, süreç kalitesinde iyileşmeler meydana gelecek, kamuoyu aydınlatılacak ve proaktif risk yönetimi işlerlik kazanacaktır. İlişkisel sermaye açısından KSS faaliyetleri işletmeler için imaj iyileştirme, farkındalığı ve müşteri sadakatini artırma, yeni müşteriler edinme ve pazar güvenini tesis etme gibi avantajlar sağlayacaktır.

Bu bölümde entelektüel sermaye kavramı, önemi ve bileşenleri açıklanmıştır. Entelektüel sermayenin ölçülmesinin önemi üzerinde durularak literatürde sıklıkla kullanılan entelektüel sermaye ölçüm yöntemlerinden bahsedilmiştir. Son olarak da entelektüel sermaye ile kurumsal sosyal sorumluluk arasındaki ilişkinin varlığı ve kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin işletmelerin entelektüel sermayelerine olan etkileri açıklanmıştır. Sonraki bölümde, ESG faaliyetlerinin işletmelerin entelektüel sermayelerine ve finansal performanslarına olan etkilerini gösteren araştırma incelenecektir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ESG SKORLARI İLE KURUMSAL PERFORMANS ARASINDAKİ İLİŞKİDE ENTELEKTÜEL SERMAYENİN ARACILIK ETKİSİNİN İNCELENMESİ

Bu bölümde ESG skorları ile kurumsal performans¹ arasındaki ilişkide entelektüel sermayenin aracılık etkisi araştırılmıştır. Araştırmanın amacı, kapsamı ve modeli açıklanmış, gerekli analizler yapılarak analiz sonuçları yorumlanmıştır. Analiz kapsamında kullanılacak veriler Eikon Refinitiv ve Dünya Bankası veri tabanlarından elde edilmiştir. Veriler ülkelerin finansal gelişmişlik düzeylerine ve ülkelerin tabi oldukları hukuk sistemlerine göre örneklemlere ayrılmıştır. Her bir örneklem için ESG skorları ile işletme performansları arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Araştırmanın ikinci adımı olarak işletmelerin entelektüel sermayelerini temsilen kullanılan VAIC verisi hesaplanarak, işletmelerin sahip oldukları entelektüel sermayelerinin finansal performanslarına etkisi araştırılmıştır. Son olarak ESG skorlarının finansal performansa etkisinde entelektüel sermayenin aracılık etkisinin varlığı Baron ve Kenny yöntemi kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır. Sonuç bölümünde; araştırmanın bulguları literatürde yer alan diğer çalışmalarla ilişkilendirilerek genel bir değerlendirme yapılmış, ayrıca araştırmanın sınırlılıklarından söz edilerek gelecek araştırmalar için önerilerde bulunulmuştur. Çalışmada Kurumsal Performans kavramı işletmelerin kurumsal finansal perfor

3.1 Araştırmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, son yıllarda işletmelerin paydaşlarınca talep edilen ve sürdürülebilirlik faaliyetlerinin göstergesi olarak kabul edilen ESG skorları ile işletmelerin finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemektir. Günümüzde birçok işletme giderek artan bir şekilde ESG faaliyetlerini entegre rapor, sürdürülebilirlik raporları ya da faaliyet raporları adı altında düzenli olarak paydaşların bilgilerine sunmaktadır. Uluslararası veri toplama ve analiz şirketleri, işletmelerin

¹ 1. Kurumsal performans kavramı, Cherkasova ve Nenuzhenko (2022), Zeng ve Jiang (2023) çalışmalarında olduğu gibi işletmelerin finansal tablolarından elde edilen ROA, ROE ve TOBINQ oranları ile temsil edilen finansal performans kavramı ile aynı anlamda kullanılmıştır.

sürdürülebilirlik performanslarını, çevresel, sosyal ve yönetim boyutları açısından değerlendirerek, sistematik ve karşılaştırılabilir bir puanlama sistemi oluşturmaktadırlar. ESG skoru adı verilen bu puanlama yöntemi ile veriler daha anlaşılır ve kullanışlı hale gelmektedir. ESG skorları hem iş hayatında hem de akademik hayatta yaygın olarak kullanılmaktadır.

Literatürde Kurumsal Sürdürülebilirlik, Kurumsal Sosyal Sorumluluk ya da ESG ifadeleri birbirleri yerine sıkça kullanılmaktadır. Yapılan çalışmalar incelendiğinde son yıllarda ESG skorları ile yapılan çalışmaların oldukça arttığı gözlenmektedir. Gerek kullanımın daha objektif olduğunun düşünülmesi, gerekse hem işletmelerin geçmiş yılları ile hem de farklı işletmelerle karşılaştırma imkânı vermesi nedeniyle ESG skorları yapılan çalışmalarda sıklıkla başvurulan bir veri haline gelmiştir. Ancak yapılan çalışmalar incelendiğinde genelde tek ülkeli, az gözlemlenmiş çalışmaların ön planda olduğu, karşılaştırmalı çalışmaların yetersiz kaldığı görülmektedir. Bu çalışma ile uluslararası karşılaştırmalı bir analizin yapılması amaçlanmıştır.

Kurumsal sürdürülebilirlikle alakalı genel kabul görmüş iki temel görüş bulunmaktadır. Birinci görüş işletmelerin ana amacının hissedarların kâr maksimizasyonu olduğu dolayısıyla ESG faaliyetlerinin finansal performansa etkisinin olmayacağı hatta işletmelerin finansal performanslarını azaltacağını ifade eder. İkinci teori ise Freeman tarafından savunulan ve işletmelerin sadece hissedarlarına karşı değil tüm paydaşlarına karşı sorumlulukları olduğunu ifade eden paydaş teorisidir. Paydaş teorisine göre işletmeler ESG faaliyetleri ile finansal performanslarını artıracaklardır. Literatürde bu konu ile ilgili yapılan çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir. Ülkelerin içinde buldukları ekonomik ve hukuki yapının bu tür farklı sonuçların ortaya çıkmasına neden olacağı düşünülebilir. Bu durumun anlaşılabilmesi bu çalışmanın ilk amacını oluşturmaktadır. Çalışmada kullanılan veriler; Gelişmiş- Gelişmekte olan ülkeler, Anglo Sakson Hukuk Sistemi (common law)- Kıta Avrupa Hukuk Sistemi (civil law)- Karma Hukuk yapısına sahip olan ülkeler şeklinde ayrıma tabi tutularak analizler gerçekleştirilmiştir.

Çalışmanın ikinci amacı ise ESG faaliyetlerinin finansal performansı neden arttırdığının tespit edilebilmesidir. Literatür incelendiğinde ESG faaliyetleri ile finansal performans arasındaki aracı ve düzenleyici değişkenlerin belirlenmesine yönelik çok az çalışma yapıldığı görülmektedir. Bu nedenle aracı değişken analizi kullanılarak bağımlı değişkenle bağımsız değişkenler arasındaki ilişki anlaşılmaya çalışılmıştır. Bu çalışmada aracı değişken olarak entelektüel sermaye seçilmiş olup entelektüel sermayenin ESG faaliyetleri ile finansal performans arasındaki aracılık etkisi araştırılmıştır.

3.2 Araştırma ile ilgili Literatür

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenler arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarla ilgili literatür çalışması yapılarak bölümler halinde gösterilmiştir.

ESG ile ilgili literatür araştırıldığında ESG skorlarının işletmelerin sermaye yapıları, finansal performansları, hisse senedi getirileri ve entelektüel sermayeleri üzerindeki etkilerinin araştırıldığı görülmektedir. Çalışmalar ülke, sektör, finansal gelişmişlik düzeyi, yasal düzenlemeler, ülkelerin kültürel boyutları vb. şekillerde ayrıştırılarak gerçekleştirilmektedir. Bu bağlamda ESG skoru ile finansal performans arasındaki ilişki, ESG skoru ile entelektüel sermaye arasındaki ilişki, entelektüel sermaye ile finansal performans arasındaki ilişki ve ESG skorları ile finansal performans arasındaki ilişkide aracılık etkisi konularında literatürde yer alan çalışmalar araştırılarak bu bölümde özetlenmiştir.

3.2.1 ESG Skoru ile Finansal Performans Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

ESG skoru, işletmelerin kurumsal sürdürülebilirliklerini somutlaştırarak numerik olarak raporlanabilmesini sağlayan önemli bir araçtır. Literatürde yapılan çalışmalarda genel olarak kurumsal sürdürülebilirlik ya da kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ESG skorları ile ifade edilmektedir. Yapılan çalışmalar analiz edildiğinde çalışmaların ESG skorlarının işletmelerin finansal performanslarına, hisse senedi getirilerine, sermaye maliyetlerine ya da entelektüel sermayelerine etkilerinin

sonuçlarını tespit edebilmek için yapıldığı anlaşılmaktadır. Paydaş teorisinin ışığında, paydaşların beklentilerinin optimum düzeyde karşılanması durumunda işletmeler güven ve itibar kazanacaklar ve bunun finansal sonucu olarak finansal performanslarında artış beklenecektir (Velte, 2017: 171). Meşruiyet teorisine göre ise işletmeler topluma varlıklarını kabul ettirebilmek için ESG faaliyetlerini yerine getirecekler, yapmış oldukları faaliyetleri raporlayacaklar, tüm bunların sonucunda ise itibarları ve müşteri sadakatleri artacaktır. Bu olumlu gelişmelerin işletmelerin finansal performansına da etkisi kaçınılmaz olacaktır. Buna ek olarak bilgi asimetrisinin ESG raporlamaları sayesinde en aza indirilmesiyle yatırımcıların yanlış tercihlerinin önüne geçilecek, bu durum şirketlerin cazibesinin artmasına neden olacak ve sonuç olarak işletmelerin finansal performanslarında iyileşmeler beklenecektir (Xie vd., 2019: 288). Diğer taraftan Milton Friedman işletmelerin yapmış oldukları KSS faaliyetlerinin bir vekalet problemine dönüşebileceği, dolayısıyla işletmelerin hissedarlara karşı asıl sorumlulukları olan kâr maksimizasyonu hedefinden sapılacağı dolayısıyla KSS faaliyetlerinin işletmeler açısından maliyetli ve kâr azaltıcı etkisinin olacağından bahsetmektedir. Bu bağlamda yapılan KSS faaliyetlerinin sadece yöneticilerin paydaşlar nezdinde itibar kazanmalarına yardımcı olacağı, ancak şirketin gerçek hissedarlarına bir katkısının olamayacağını belirtmektedir (Hendratama ve Huang, 2021: 580).

Literatürde yapılan çalışmalarda, ESG skorları ile finansal performans arasındaki ilişkinin varlığı konusunda çelişkili sonuçlar elde edilmiştir. Gerek ülkelerin hukuksal yapıları gerekse gelişmişlik düzeyleri bu sonucun ortaya çıkmasına neden olduğu söylenebilir. Ayrıca ESG faaliyetlerinin toplum tarafından anlaşılabilmesi ya da işletmelerin ESG faaliyetlerini gerçekten yapmaması, yapmış gibi göstermeleri yani Yeşille Aldatma (Greenwashing) faaliyetleri de bu çelişkili çalışmaların ortaya çıkmasına neden olmuş olabilir. İstatiksel açıdan bakıldığında ise, seçilen istatistiksel yöntemin ve verilerin elde edildiği veri tabanlarının farklı olmasının sonuç çeşitliliğin oluşmasında etkili olduğu düşünülebilir.

Alareeni ve Hamdan (2020) Bloomberg, ESG verilerini kullanarak yapmış oldukları çalışmada ESG skorları ile operasyonel (ROA), finansal (ROE) ve piyasa

(TOBINQ) performanslarının ilişkisini araştırmışlardır. Amerika Birleşik Devletleri S&P 500 endeksinde 2009-2018 yılları arasında yer alan 505 şirketin 4869 gözlemine dayanarak rassal etkiler modeli panel regresyon analizi ile çalışmalarını gerçekleştirmişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre, genel olarak ESG skoru ile firma performansı arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Ancak, ESG skorlarının alt bileşenlerinde farklı sonuçlar elde edilmiştir. Çevresel ve sosyal skor ile ROA ve ROE arasında negatif, TOBINQ ile pozitif ilişki bulunurken, kurumsal yönetim skoru ile ROA ve TOBINQ ile pozitif, ROE ile negatif ilişki bulunmuştur.

Buallay (2019), Avrupa Birliği'nde yer alan 235 bankanın 2007-2016 yılları arasındaki 2350 gözlemine dayanarak çalışma yapmıştır. Çalışmada kullanılan veriler Bloomberg veritabanından elde edilmiştir. Bağımsız değişkenler ESG verileri, bağımlı değişkenler operasyonel performans (ROA), finansal performans (ROE) ve piyasa performansı (TOBINQ) olarak belirlenmiştir. Analiz yöntemi olarak rassal etkiler modeline dayalı panel regresyon analizi uygulanmıştır. Sonuç olarak; ESG skorları ile performans arasında pozitif bir etki bulunurken, analiz bileşenler bazında incelendiğinde farklı sonuçlar edilmiştir. Şöyle ki çevresel skor ile ROA ve TOBINQ arasında pozitif, sosyal skor ile ROA, ROE ve TOBINQ arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Kurumsal skor ile ROA VE ROE arasında negatif, TOBINQ arasında pozitif ilişki bulunmuştur.

Velte (2017) 2010-2014 yılları içerisinde Alman DAX30 şirketlerinin 412 gözlemine dayanarak bir çalışma yapmıştır. Çalışmada bağımsız değişken ESG skorları olurken, bağımlı değişkenler ROA ve TOBINQ olarak belirlenmiştir. Çalışmada sabit etkiler modeli panel regresyon analizi yapılmıştır. Çalışma sonucuna göre ESG skorları ile ROA arasında pozitif bir ilişki bulunurken, TOBINQ arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

Nguyen vd. (2022) S&P 500 endeksinde yer alan 57 finansal olmayan şirketin 2018-2020 yılları arasındaki 171 gözlemine dayanarak yapmış oldukları çalışmada bağımsız değişken olarak MSCI ESG verilerini, bağımlı değişken olarak ROA, ROE ve TOBIN Q kullanmışlardır. Çalışmada kukla değişkenli OLS ve 2SLS regresyon

analizi kullanılmıştır. Analiz sonucuna göre ESG ile finansal performans arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler bulunmuştur.

Aydogmus vd. (2022) 2013-2021 yılları arasında Bloomberg ve Refinitiv veri tabanlarında yer alan 1720 şirketin 14043 gözlemine dayanarak çalışmalarını yapmışlardır. Bağımsız değişkenler ESG tüm, çevresel, sosyal, kurumsal olarak, bağımlı değişkenler ise ROA ve TOBINQ olarak belirlenmiştir. Sabit etkiler modeli regresyon analizi kullanılmıştır. Panel verilerin sahip olduğu heteroskedasite, yatay kesit bağımlılığı ve otokorelasyon sorunları için White dirençli tahmincisi kullanılmıştır. Sonuç olarak; ESG skorları ile finansal performans arasında pozitif ilişki bulunmuştur.

Fauzi (2009) New York borsasında yer alan 3000 şirketin 2004-2006 yılları arasındaki verilerinden yararlanarak yapmış olduğu çalışmada şirketlerin yapmış oldukları kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ile finansal performansları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Düzenleyici değişken olarak kullanılan değişkenlerden sadece finansal kaldıraçın bu ilişkiyi anlamlı hale getirdiği tespit edilmiştir.

Shakil vd. (2022) 56 nakliye ve lojistik firmasının 2013-2017 yılları arasındaki 243 gözlemine dayanarak yapmış oldukları çalışmada, çevresel ve sosyal faaliyetlerin işletmelerin finansal performansları üzerinde negatif bir etkiye sahip olduklarını bulmuştur. Bağımlı değişkenler ROA, ROE ve TOBINQ bağımsız değişkenler sosyal ve çevresel skor olarak belirlenmiştir.

Vasquez-Ordenez vd. (2023) Avrupa Birliğinde faaliyet gösteren 96 enerji şirketinin 2020 yılı verilerine dayanarak bulanık küme nitel karşılaştırmalı analizi yöntemi kullanarak analiz gerçekleştirilmiştir. Sonuç olarak enerji şirketlerinin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ile finansal performansları arasında somut kanıt bulunamamıştır.

Nguyen vd. (2022) Vietnam borsasında işlem gören şirketlerin 2012-2017 yılları arasındaki 2410 gözlemine dayanarak ESG faaliyetlerinin finansal performanslarına etkisini sabit etkiler ve sistem genelleştirilmiş momentler yöntemi ile araştırmıştır. Analiz sonucuna göre KSS faaliyetleri ile finansal performans

arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Çevresel faaliyetler sosyal faaliyetlere göre daha açık bir negatif ilişki göstermektedir.

Ahmad vd. (2021) İngiltere FTSE 350 endeksinde işlem gören 351 şirketin 2002–2018 verilerine dayanarak statik ve dinamik panel veri yöntemlerini kullanarak çalışma gerçekleştirmişlerdir. Finansal performans göstergesi olarak piyasa değeri ve hisse başına kazancın kullanıldığı çalışmanın sonuçlarına göre, her ne kadar karışık sonuçlar elde edilmiş olsa da toplam ESG skorlarının finansal performans üzerinde olumlu bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Lee ve Isa (2023) Malezya’da faaliyet gösteren 50 adet işletmenin ESG skorlarının finansal performanslarına etkisini incelemiştir. Havuzlanmış en küçük kareler yönteminin kullanıldığı çalışmada bağımlı değişkenler ROA, ROE ve TOBINQ olurken bağımsız değişkenler ESG skorları olarak belirlenmiştir. Sonuç olarak çalışmada ESG ile finansal performans arasında pozitif ilişki bulunmuştur.

Chouaibi vd. (2022), 115 İngiliz ve 90 Alman şirketin 2005-2019 yılları arasındaki 3075 gözlemine dayanarak bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. PD/DD, ROA, varlık devir oranı, ROE, TOBINQ bağımlı değişken olarak kullanıldığı çalışmanın sonucuna göre; ESG skorları ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Ruan ve Liu (2021) Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi kullanarak 2015-2019 yılları arasında Çin’de faaliyet gösteren işletmelerin 1372 gözlemine dayanarak gerçekleştirmiş oldukları çalışmada, ESG faaliyetleri ile finansal performans arasında negatif ilişki bulmuşlardır. ESG faaliyetleri geliştirmekte olan ülkeler için ek maliyetler gerektirmesi, geliştirmekte olan ülkelerde şirketlerin içinde buldukları kurumsal ortamın zayıf ve yatırımcıları koruma derecesinin düşük olması gibi nedenler bu negatif ilişkinin sebepleri olarak gösterilmiştir.

Giannopoulos vd. (2022) yapmış oldukları çalışmada Norveç borsasında faaliyet gösteren işletmelerin 2010-2019 yılları arasındaki verilerinden yararlanmışlardır. Sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinin kullanıldığı çalışmada finansal performans göstergesi olarak ROA ve TOBINQ oranları bağımlı değişkenler

olarak, ESG skorları ise bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Panel veri analiz sonucuna göre ESG skorları ile ROA arasında negatif ve anlamlı bir ilişki, TOBINQ arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur.

Zahid vd (2022) Batı Avrupa ülkelerinde faaliyet gösteren 620 firmanın 2010-2019 yılları arasındaki 6195 gözlemine dayanarak kukla değişkenli panel veri analizi yapmışlardır. Analiz sonuçlarına göre ESG skorları ile ROA arasında anlamlı ve negatif bir ilişki, hasılat ile pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

3.2.2 ESG Skoru ile Entelektüel Sermaye Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

Entelektüel sermaye en genel tanımıyla işletmelerin sahip oldukları beşerî, yapısal ve ilişkisel sermayelerinin toplamı olarak ifade edilmektedir. Beşerî sermaye çalışanların sahip oldukları yetenekler, deneyim, uzmanlık, yenilikçilik gibi özellikleri, yapısal sermaye iş süreçleri, organizasyon kültürü, markalar ve patentler gibi değerleri, ilişkisel sermaye ise tedarikçiler, müşteriler, yatırımcılar, alacaklılar gibi paydaşları kapsamaktadır (Jain.vd., 2017: 4). Sürdürülebilirlik alanında yapılan çalışmalar genelde sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performansa etkisini araştırırken son yıllarda entelektüel sermayeye etkisini araştıran çalışmalara da rastlanılmaktadır. ESG faaliyetlerini yerine getiren işletmelerin toplum tarafından saygı göreceği ve itibarının artacağı, bu sayede de çalışmak istenilen kurum olarak daha nitelikli personeli istihdam edeceği düşünülür (Gangi vd., 2019; Gully vd., 2013 akt:Shahzad vd., 2022: 4). Buna ek olarak işgücü devir oranlarının azalması ile işletmelerin deneyim ve uzmanlık konularında avantaj sağlayacakları, sürekli yeni personel istihdamının getireceği maliyetlerin (oryantasyon, eğitim vb.) azalacağı öngörülmüştür. Sürdürülebilirlik bilincine ve kültürüne sahip işletmeler çalışanların haklarını korur, uygun ortamlarda çalışma olanağı sunar, gelişime ve yenilikçiliğe açık olurlar (Nirino vd., 2022: 424).

ESG faaliyetlerinin entelektüel sermayenin ilişkisel boyutuna etkisi; işletmelerin ESG faaliyetleri sebebiyle artan itibarları yeni müşteriler kazanmalarına, yatırımcılar tarafından tercih edilmelerine, finansman yollarının kolaylaşması şeklinde ifade edilebilir (Aras vd., 2011:623). İşletmelerin ESG faaliyetleri ile toplum

tarafından kabul görmesi, ilişkili olduğu bütün paydaşlara yansır ve rekabet olarak diğer işletmelere göre avantaj sağlar. ESG faaliyetleri sadece paydaşlara değil işletmelerin performanslarına da etki etmektedir. Porter ve Kramer (2006) ESG faaliyetlerinin maliyet ve kısıtlayıcı bir yönünün bulunmadığını aksine işletmenin strateji ve hedeflerine uyumlu bir şekilde kullandıklarında rekabet avantajını elde edebileceklerini belirtmişlerdir. Rekabet avantajının sağlanması işletmelerin sürdürülebilirliği için önem arz etmektedir. Bontis (2002) bilgi çağında işletmelerin varlıklarını sürdürülebilmeleri için maddi varlıklardan çok maddi olmayan varlıklara odaklanmalarını, entelektüel sermayelerini artırmalarının sürdürülebilirliklerini artıracığını aksi durumda ise işletmelerin yoğun rekabete dayanamayarak silineceklerini belirtmektedir (Jain, vd., 2017: 2).

ESG faaliyetlerinden sosyal boyut ile ilgili yapılan faaliyetleri örgüt kültürünün oluşmasını, ürün ve süreçlerde yeniliğe karşı olumlu tutum ve çalışanlar arasında rekabetten çok iş birliğinin önem kazanması şeklinde etkiler gösterir. Etik değerlere bağlılık, çalışanların yönetime ve kendi aralarında güven duygusunun artması örgütsel sermayeye değer katar. Güven duygusunun artması fikir ve düşüncelerin özgürce ifade edilmesine sebep olur, bu durum işletmeler açısından yenilikçi ve özgün projelerin hayata geçirilmesini sağlar. Kurumlarına güvenen çalışanlar kurumlarına yapacakları katkılara değer verileceğini ve ödüllendirileceklerini hissederler (Gangi, 2019: 7).

Literatürde ESG faaliyetlerinin işletmelerin performanslarına etkileri ile ilgili çalışmalar çoğunlukta, bu ilişkinin analizine ve nasıl ortaya çıktığına yönelik araştırma sayısı azınlıktadır. Maddi varlıkların şirketlerin değerlerinin belirlemedeki rolünün giderek azalırken, maddi olmayan varlıkların şirket değerleri üzerindeki etkisi giderek artmaktadır. Nitekim Accenture Danışmanlık Şirketinin 1980-2002 yılları arasında S&P 500 şirketleri üzerinde yapmış olduğu bir araştırmaya göre maddi varlıkların 1980'lerde şirketin piyasa değerinin yüzde 80'nini oluştururken, 20 yıl sonra bu oranın yüzde 25'lere kadar düştüğünü tespit etmişlerdir (Ballow vd., 2004; akt: Aras vd., 2011: 623).

Reboredo ve Sowaity (2022) Ürdün işletmelerinin 2009-2018 yılları arasındaki verilerini kullanarak bir çalışma yapmışlardır. Çalışmanın sonuçlarına göre çevresel faaliyetler ile entelektüel sermaye arasında ilişkili olmadığını bulurken, yönetim faaliyetleri ile entelektüel sermayenin beşerî sermaye boyutu ve ilişkisel sermaye boyutu arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna ulaşmıştır. Sonuçları genellediğinde ise ESG faaliyetlerinin bir kısmının entelektüel sermaye üzerinde olumlu etkisinin olduğu sonucuna varmışlardır.

Karyani ve Perdiansyah (2022) ESG faaliyetlerinin entelektüel sermaye üzerindeki etkisini görmek için ASEAN-4 ülkelerinde yer alan 45 işletmenin 2015-2020 yılları arasındaki 267 gözleme dayalı çalışma yapmışlardır. Kukla değişkenli en küçük kareler yönteminin kullanıldığı çalışmada, ESG faaliyetleri ile entelektüel sermaye arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Bakry (2022) yapmış olduğu çalışmada ESG faaliyetleri ile entelektüel sermayenin ilişkisine ters açıdan bakarak, entelektüel sermayenin ESG faaliyetlerine etkisini araştırmıştır. Bu kapsamda Mısır'da faaliyet gösteren işletmelerin 2010-2018 yılları arasındaki 265 gözlemine kullanmıştır. Çalışmanın sonucuna göre, insan sermaye etkinliğinin ESG uygulamalarını olumlu yönde etkilediği, yapısal sermaye etkinliğinin negatif ilişkisinin olduğunu ve kullanılan sermaye etkinliğinin bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Gangi vd. (2019) 51 ülkede yer alan işletmelerin 2010-2015 verileri üzerinde araç değişkenli (IV) iki aşamalı en küçük kareler (2SLS) yöntemini kullanarak bir araştırma yapmışlardır. Araştırma sonucuna göre, KSS faaliyetleri ve kurumsal yönetim mekanizmalarının entelektüel sermaye üzerinde olumlu etkisinin olduğu ortaya çıkmıştır.

Zaragoza-Saez vd. (2023) İspanya'da 120 otelin çalışanları üzerinde anket yöntemiyle topladıkları verileri, PLS-SEM yapısal eşitlik modeli kullanılarak analiz etmişlerdir. Çalışma sonucuna göre maddi olmayan sermayenin otel performansını artırmasında ESG faaliyetlerinin etkisi ortaya konulmuştur.

Déniz ve Pérez (2003) İspanya’da 30 bankanın çalışanları üzerinde anket yöntemiyle bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışmanın analiz sonuçlarına göre kurumsal sosyal sorumluluk ilkeleri çerçevesinde çalışanların beklentilerinin karşılanması durumunda sektörde yer alan diğer bankalara göre farklılaşacağı ve bu durumun bankalar açısından daha fazla karlılığa sebep olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Pedrini (2007) çalışmasında farklı ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin yayınlamış oldukları raporları içerik analiz yöntemi ile değerlendirmiştir. KSS faaliyetleri ile entelektüel sermaye arasında ortak amacın var olduğunu dolayısıyla KSS uygulamalarının kurumunun entelektüel sermaye gelişimini destekleyeceği ve dolayısıyla şirket performansını artıracığı teorisini desteklediğini tespit etmiştir.

Lin vd. (2015) KSS faaliyetleri ile finansal performans arasındaki ilişkide entelektüel sermayenin aracı, endüstri tipinin düzenleyici etkisini araştırdıkları makalelerinde, entelektüel sermayenin çevreye duyarlı sektörlerde aracı etkisinin olduğuna ve bu etkinin finansal performansın artmasında aracı rolü olduğunu bulmuşlardır.

3.2.3 Entelektüel Sermaye ile Finansal Performans Arasındaki İlişkiyi İnceleyen Çalışmalar

İşletmelerin sahip oldukları maddi olmayan varlıkları temsil eden entelektüel sermaye işletmelerin endüstri içerisinde rakiplerine göre farklılaşmasına katkı sağlayarak işletmelerin sürdürülebilirliklerini sağlamaktadır. Entelektüel sermayenin getirmiş olduğu rekabet avantajı, itibar, inovasyon gibi özellikler işletmelerin defter değerlerinin yanında piyasa değerlerinin de artmasına imkân vermektedir. Literatürde yapılan çalışmalarda entelektüel sermayenin işletmelerin finansal performanslarını olumlu yönde etkilediği ile ilgili çalışmalar bulunmaktadır.

Berzkalne ve Zelgalve (2014), Baltık ülkeleri borsalarında yer alan şirketlerin 2005-2011 verileriyle yapmış oldukları çalışmada şirket değeri (Tobin Q) ile entelektüel sermaye (VAIC) arasındaki ilişkinin bazı ülkelerde (Litvanya ve Letonya) pozitif ve anlamlı olduğunu bulurken, Estonya da bu ilişkiyi bulamamışlardır.

Chen vd., (2005) Tayvan Borsasında faaliyet gösteren şirketlerin 1992-2002 yılları arasındaki verilerini kullanarak analiz gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada 4254 gözlem kullanılmış olup, entelektüel sermaye ile şirket performansı arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur.

Ariff ve Zijl (2016) ABD Ar-Ge şirketlerinin 2006-2013 verilerini kullanarak 1328 gözlem üzerinden çoklu doğrusal regresyon analizi kullanarak yaptıkları araştırmada entelektüel sermaye (VAIC) ile piyasa performansı (PD/DD, TOBINQ) arasında pozitif ilişki bulmuşlardır.

Ghosh ve Mondal (2009) yılında Hindistan yazılım ve ilaç sektörlerinde faaliyet gösteren 80 şirketin 2002-2006 yılları arasındaki verilerini en küçük kareler yöntemi kullanarak yapmış oldukları çalışmada entelektüel sermayenin (VAIC) karlılık (ROA) ile pozitif ilişkisi bulunurken, piyasa değeri (PD/DD) ve üretkenlik (ATO)değişkenleri ile arasında ilişki bulunamamıştır

Clarke vd. (2011) 1676 Avustralya şirketi ile 2003-2008 yıllarını kapsayan çalışmada en küçük kareler regresyon yöntemini kullanarak analiz gerçekleştirmişlerdir. Regresyon sonuçlarına göre VAIC ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Maditinos vd. (2011) 2006-2008 yılları arasında Yunanistan borsasında faaliyet gösteren 96 şirket üzerinde çalışma yapılmıştır. Çalışmanın sonuçlarına göre sadece insan sermayesi ile finansal performans arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur.

Kweh vd. (2019) 2010-2015 yılları arasında Malezya'nın en büyük 200 şirketi ile yapmış oldukları çalışmada entelektüel sermayenin firma performansı üzerinde olumlu etkilerinin olduğunu tespit etmişlerdir.

3.2.4 ESG ile Finansal Performans Arasındaki İlişkide Aracılık Etkisini İnceleyen Çalışmalar

Son yıllarda yapılan araştırmalarda bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkileri daha iyi anlayabilmek için aracı ve düzenleyici değişkenler ile yapılan

analizler yoğun olarak kullanılmaktadır. MacKinnon vd. (2007) aracılık etkisi analizini bağımlı ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin daha iyi anlaşılabilmesi için faydalanılan bir yol olarak tarif etmektedir (Burmaoğlu vd., 2013: 16). Aracı değişken; bağımlı ile bağımsız değişkenler arasında başka bir değişkenin varlığını temsil etmektedir. ESG faaliyetlerinin daha iyi anlaşılabilmesi için son yıllarda aracı değişken kullanılarak yapılan çalışmalar şunlardır:

Shahzad vd. (2022) ABD yer alan 2132 şirketin 2009-2018 dönemi için ESG performansları ile finansal performansları arasındaki ilişki ve bu ilişkide entelektüel sermayenin aracı rolü incelenmiştir. Yıl ve endüstri kuklaları kullanılarak en küçük kareler yöntemi ile gerçekleştirilen analizler de heteroskedasite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı testleri yapılmamıştır. Dolayısıyla dirençli tahminciler kullanılmayarak klasik regresyon analizi gerçekleştirilmiştir. Sonuç olarak, ESG ile firma performansı arasında ilişkinin varlığı tespit edilmiş olup, entelektüel sermayenin bu ilişkide kısmi aracılık etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.

Nirino vd. (2022) Avrupa’da yer alan 346 şirketin 2017-2018 yıllarındaki ESG ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi ve bu ilişkideki entelektüel sermayenin aracılık etkisini araştırmıştır. En küçük kareler yöntemi ile gerçekleştirilen analiz sonuçlarına göre entelektüel sermayenin kısmi aracılık etkisi tespit edilmiştir.

Jain vd. (2017) 384 KOBİ üzerine yaptıkları çalışmalarında anket yöntemi ile elde edilen veriler yapısal eşitlik modellemesi kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Sonuç olarak KSS faaliyetleri ile finansal performans arasında zayıf bir ilişkinin olduğunu bulurken aracılık etkisi analizine göre entelektüel sermayenin aracılık yönünün varlığı tespit edilmiştir.

Fourati ve Dammark (2021) 2009-2016 yılları arasında 25 ülkeden 3274 firma ile havuzlanmış en küçük kareler yöntemine göre yapmış oldukları çalışmada; ESG faaliyetlerinin finansal performansı etkilemede işletmenin itibarının önemli etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Ali, vd. (2020) 229 şirket ile yapısal eşitlik model yöntemi kullanarak yapılan çalışmada KKS faaliyetleri ile finansal performans arasındaki ilişkisinde müşteri memnuniyetinin ve işletme imajının aracılık etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.

Santos-Jaén vd. (2021) 2825 İspanyol Kobi ile gerçekleştirdikleri çalışmalarında KSS faaliyetlerinin inovasyon üzerindeki etkisinde borçlanma koşulları ile insan kaynakları yönetiminin aracılık etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. KSS'ye dayalı stratejiler gerçekleştirilmesi asimetrik bilginin azalmasına katkı sağlayacak ve bu durum borç vadeleri üzerinde olumlu bir etkisinin olacağı çıkarımı yapılabilir. KKS yönelik insan kaynakları uygulamaları ise işletmelerin inovasyon yapılarını güçlendirecektir.

Aslam ve Haron (2021) 29 ülkeden 129 banka ile 2008-2017 yıllarını kapsayan bir araştırma gerçekleştirmişlerdir. İki adımlı sistem genelleştirilmiş moment yönteminin (2SYS-GMM) kullanıldığı araştırma sonuçlarına göre kurumsal yönetim uygulamalarının bankaların finansal performansı üzerinde entelektüel sermayenin aracılık etkisinin olduğunu sonucuna ulaşılmıştır.

3.3 Araştırmada Kullanılan Veriler ve Değişkenler

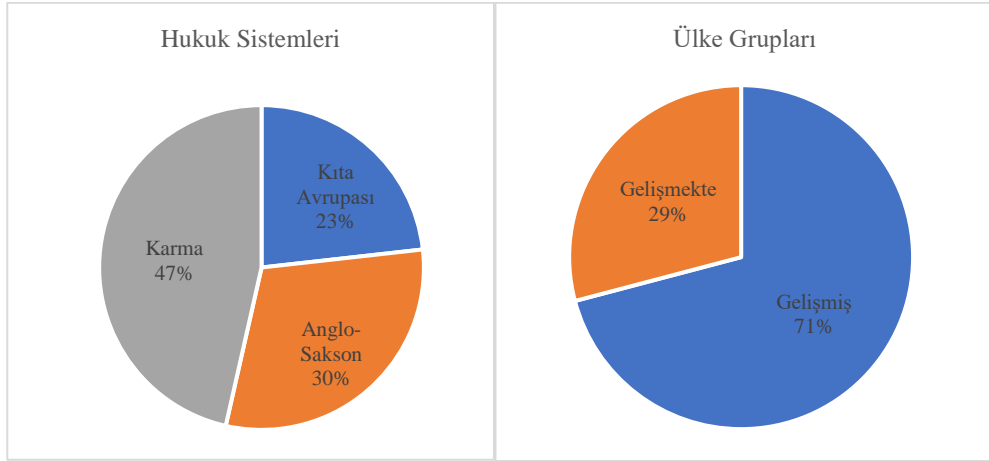
Bu çalışmada MSCI tarafından ülkelerin finansal gelişmişlik düzeyine göre yapılan ayrıma dayanarak Çizelge 3.1'de yer alan ülkelerin 2010-2021 verileri kullanılmıştır. Çizelge 3.1'de gösterildiği gibi 23 ülke gelişmiş piyasalara sahip, 27 ülke ise gelişmekte olan piyasalara sahip olarak sınıflandırılmıştır. Ayrıca ülkeler hukuk sistemlerine göre tekrar Kıta Avrupası Hukuk Sistemi (Civil Law), Anglo Sakson Hukuk Sistemi (Common Law) ve Karma Hukuk Sistemi olarak üçe ayrılmıştır. Hukuk sistemleri ile ilgili ayrım Ottawa Üniversitesi Hukuk Fakültesi bünyesinde dünya hukuk sistemleri üzerine çalışan bir araştırma grubu olan JuriGlobe tarafından yayınlanan bilgilere göre yapılmıştır.

Çizelge 3.1. Çalışma Kapsamında Yer Alan Ülkeler
MSCİ DÜNYA ENDEKSİ

GELİŞMİŞ PİYASALAR			GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR		
AMERİKA	EMEA (AVRUPA-ORTA DOĞU -AFRİKA)	PASİFİK	AMERİKA	EMEA (AVRUPA- ORTA DOĞU - AFRİKA)	PASİFİK
USA KANADA	AVUSTURYA BELÇİKA DANİMARKA FİNLANDİYA FRANSA ALMANYA İRLANDA İSRAİL İTALYA HOLLANDA PORTEKİZ NORVEÇ İSPANYA İSVEÇ İSVİÇRE BİRLEŞİK KRALLIK	AVUSTRALYA HONG KONG JAPONYA YENİ ZELANDA SİNGAPUR	ARJANTİN BREZİLYA ŞİLİ PERU KOLOMBİYA MEKSİKA	ÇEK CUMHURİYETİ MISIR YUNANİSTAN MACARİTAN KUVEYT POLONYA KATAR RUSYA SUUDİ ARABİSTAN GÜNEYAFRİKA TÜRKİYE BİRLEŞİK ARAP EMİRLİKLERİ	ÇİN HİNDİSTAN ENDONEZYA KORE MALEZYA PAKİSTAN FİLİPİNLER TAYVAN TAYLAND

Kaynak:MSCI Market Classification, 05/2021

Çalışmada kullanılan veriler Şekil 3.1’de görüldüğü gibi hukuk sistemlerine göre ayrıştırıldığında Kıta Avrupası (Civil Law) Hukuk sistemine sahip ülkelerde bulunan işletmelerden elde edilen verilerin oranının %23, Anglo Sakson (Common Law) Hukuk sistemine sahip olan ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerden elde edilen verilerin oranı %30, Karma Hukuk sistemine sahip ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerden elde edilen verilerin oranı ise %47’dir. Veriler, ülkelerin finansal gelişmişlik düzeylerine göre ayrıştırıldığında verilerin %29’u gelişmekte olan ülkelere sağlanmış olup, %71’i ise gelişmiş ülkelere sağlanmıştır.



Şekil 3.1. Verilerin Tasnifi

Çizelge 3.2’de çalışmada kullanılan verilerin sektör bazlı dağılımları görülmektedir. 2010-2021 yılları arasında en az 8 yıllık verisi olan Refinitiv Eikon veri tabanında bulunan 1296 şirketin 13817 gözlemiyle çalışma gerçekleştirilmiştir. Verilerin sektör ayrımı Refinitiv TRBC (The Refinitiv Business Classifications) baz alınarak gerçekleştirilmiş olup 10 adet sektöre ayrılmıştır.

Çizelge 3.2. Verilerin Sektörel Dağılımı

Sektor	Şirket Sayısı	Gözlem	Yüzde
Eğitim Hizmetleri	5	52	0.38
Ana Materyal	192	2,046	14.81
Dayanıklı Tüketim (Consumer Cyclical)	196	2,127	15.39
Temel Tüketim (Consumer Non-Cyclical)	122	1,291	9.34
Enerji	96	1,000	7.24
Sağlık	79	811	5.87
Sanayi	247	2,699	19.53
Emlak	76	792	5.73
Teknoloji	191	1,990	14.4
Dışardan Sağlanan Faydalar	92	1,009	7.3
Total	1296	13,817	100

Çalışmada kullanılan şirketlerin ESG verileri ile finansal verileri Thomson Reuters Eikon veri tabanından, makro ekonomik veriler ise Dünya Bankası veri tabanından elde edilmiştir.

Çizelge 3.3. Kullanılan Değişkenler

Değişkenler		2010-2021	Kaynak	Literatür
Bağımsız Değişkenler	ESG Skor	Sürdürülebilirlik etkisi ve kurumsal davranış hakkında kapsamlı bir değerlendirme sağlamak için ESG puanlarının ağırlıklı ortalamasını temsil eder.	EIKON	Sassen,vd.(2016), Aouadi ve Marsat (2018), Velte (2017), Nirino vd., (2022), Buallay (2020), Karmani ve Boussaada (2021), Batae (2021).
	Çevresel Skor	Kaynak kullanımı, emisyonlar ve atık azaltımı ve inovasyon gibi çevresel kategoriler için sektörlere göre değişen kategori ağırlıklarının göreceli toplamını temsil eder.		
	Kurumsal Yönetim Skoru	Yönetim, hissedarlar ve KSS stratejisi gibi yönetim kategorileri için tüm sektörlerde aynı olan kategori ağırlıklarının göreceli toplamını temsil eder.		
	Sosyal Skor	İşgücü, insan hakları, toplum ve ürün sorumluluğu gibi sosyal sorumluluk kategorileri için sektörlere göre değişen kategori ağırlıklarının göreceli toplamını temsil eder.		
Bağımlı Değişkenler	ROA	Kar/ Varlıklar		Sassen,vd.(2016), Aouadi ve Marsat (2018), Velte (2017), Nirino vd., (2022), Buallay (2020), Karmani ve Boussaada (2021), Batae (2021).
	ROE	Kar/ Özkaynaklar		
	TOBİNQ	(Şirketin Pazar Değeri+ Borçlar)/Varlıklar		
Aracı Değişken	Entelektüel Sermaye VAIC	Klasik VAIC İnsan Sermayesi Etkinliği Kullanılan Sermaye Etkinliği Yapısal Sermaye Etkinliği		Reboredo ve Sowaity(2022), Shahzad, vd., (2022), Nirino vd., (2022)
	Firma Büyüklüğü	Log Toplam Varlıklar		Wang ve Sarkis (2017), Nirino vd., (2022), Guenster,vd.(2011), Velte (2017), Aouadi ve Marsat (2018), Kalia ve Aggarwal (2022), Karmani ve Boussaada (2021)
	Sermaye Yoğunluğu	CAPEX Sermaye Harcamaları/Toplam Varlıklar		Gangi, vd.(2019), Gholami,vd. (2022), Atif,vd. (2022), Buchanan, vd. (2018), D'Amato, A., & Falivena, C. (2020).

Kontrol Değişkenler				
	Kaldıraç	Toplam Varlıklar	Borç/Toplam	Buchanan, vd. (2018), Trumpp, ve Guenther (2017), Garcia(2017),Nirino(2022), Velte(2017)
	PdDd	Piyasa Değeri	Değeri/Defter	Vuong(2022),Peng ve Yang(2013), Harmer, vd. (2021), Epps ve Cereola (2008), Yu, vd.(2018), Brown ve Caylor (2009).
	GDP Büyüme	Sabit yerel para birimi bazında piyasa fiyatlarıyla yıllık yüzde oranını yansıtmaktadır.	GSYH'nin büyüme	Dünya Bankası, Ceic data López-Penabad, vd. (2023)Batae vd.(2021), Gangi, vd.(2018), Shen, vd.(2016), Wu and Shen (2013)
Market capitalization /GDP	Halka açık hisse senetlerinin toplam değerinin o ekonominin gayri safi yurtiçi hasılasına (GSYH) bölünmesiyle elde edilen bir ölçüdür. Hisse senedi piyasasının büyüklüğünün göstergesidir.			Matthiesen ve Salzman (2017). Boubakri vd., 2021, Mbanyele, vd. (2022). Krishnamurti, vd., (2018). Kim (2018). Sun, vd. (2019).

Çalışmada bağımsız değişkenler ESG skorları olarak belirlenmiştir. Eikon veri tabanından elde edilen ESG tüm skoru ile alt skorları olan çevresel, sosyal, kurumsal yönetim skorları çalışma modellerinde ayrı ayrı bağımsız değişkenler olarak yer almıştır. ESG puanının 100 olması en iyi performansı gösterirken, 0 en kötü performansı göstermektedir.

Çalışmada bağımlı değişkenler olarak, ROA, ROE ve TOBINQ oranı kullanılmıştır. ROA operasyonel performansı, ROE finansal performansı ve TOBINQ piyasa performansını temsil etmektedir.

Kontrol değişkenler firma bazlı ve ülke bazlı olarak ele alınmıştır. Firma bazlı kontrol değişkenler; firma büyüklüğü, sermaye yoğunluğu, piyasa değeri/defter değeri ve kaldıraç olarak belirlenirken, ülke bazlı kontrol değişkenler; GSYİH büyüme oranı ve Piyasa Değeri /GSYİH olarak belirlenmiştir.

Bağımsız değişkenler ile bağımlı değişkenler arasındaki ilişkiyi daha iyi gözlemleyebilmek için aracı değişken kullanılmıştır. Bu çalışmadaki aracı değişken entelektüel sermayeyi temsil eden katma değer katsayısı (VAIC) olarak belirlenmiştir.

3.4 Araştırmanın Yöntemi

ESG ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde çalışmaların büyük bir kısmının panel veri analizi yapılarak sonuçlandırıldığı görülmektedir. Panel veri yatay kesit ile zaman serisi verilerini bünyesinde barındıran veri türüdür. Aynı anda birden çok birimin yıllar içerisindeki verilerini karşılaştırma imkânı vermesi nedeniyle literatürde sıklıkla kullanılmaktadır. Panel veriler eğer bütün yıllarda bütün birimlerin verileri eksiksizse dengeli panel veri, eğer bazı yıllarda bazı birimlerin verileri eksikse dengesiz panel veri olarak adlandırılmaktadır. Oluşturulan modellerde gecikmeli değişkenin yer alması durumunda panel veri analizi dinamik hale gelirken, tersi durumunda statik panel veri analizinden bahsedilmektedir (Fidancan, 2022: 68).

Muhasebe ve finans alanında yapılan çalışmalar incelendiğinde çalışmaların çoğunda kullanılan analiz yönteminin kukla değişkenli ya da havuzlanmış en küçük kareler yöntemi olduğu, etkinliği bozan varsayımlardan bahsedilmediği ya da sadece heteroskedasite ve otokorelasyona bakılıp yatay kesit bağımlılığına bakılmadığı görülmektedir. Bu duruma ek olarak, heteroskedasite ve otokorelasyonun varlığında dirençli tahmincilerden White ve Arellano Yöntemi en çok kullanılan yöntemler olarak ön plana çıkmaktadır. Her ne kadar yatay kesit bağımlılığının mikro panellerden çok makro paneller için bir sorun oluşturduğu (Torres, 2007) ve büyük N küçük T ($N > T$) durumunda yatay kesit bağımlılığının sorun teşkil etmeyeceği (Aydoğmuş vd. 2022) düşünülse de yatay kesit bağımlılığının tespit edilip önlemler alınması daha doğru modeller kurulması için önemlidir (Tatoğlu, 2018: 9).

Gow (2011) muhasebe verileri ile yapılan çalışmalarda iki yönlü kümelemenin (firma ve yıl) kullanılmasıyla yatay kesit bağımlılığından kurtulunabileceğini söylerken Petersen (2009) finans verileri ile yapmış olduğu çalışmada tek yönlü ve iki yönlü kümeleme arasında büyük bir fark olmadığını söylemektedir. Petersen ayrıca ikili kümeleme içinde yeterli sayıda kümenin (firma ve yıl gibi) olması gerektiğini

belirtmekte ve Cameron ve Miller (2015) bu sayının dengeli panellerde en az 20 ya da 50 civarında olması gerektiğini söylemektedir (Cameron ve Miller, 2015: 342). Finans ve muhasebe alanında yapılacak yıllık çalışmalarda 50 yıllık bir veri ile çalışmanın zor olması ve kısa zaman aralıklarında da bu yöntemin tutarsız olma ihtimali nedeniyle kullanılmasının uygun olmadığı düşünülebilir.

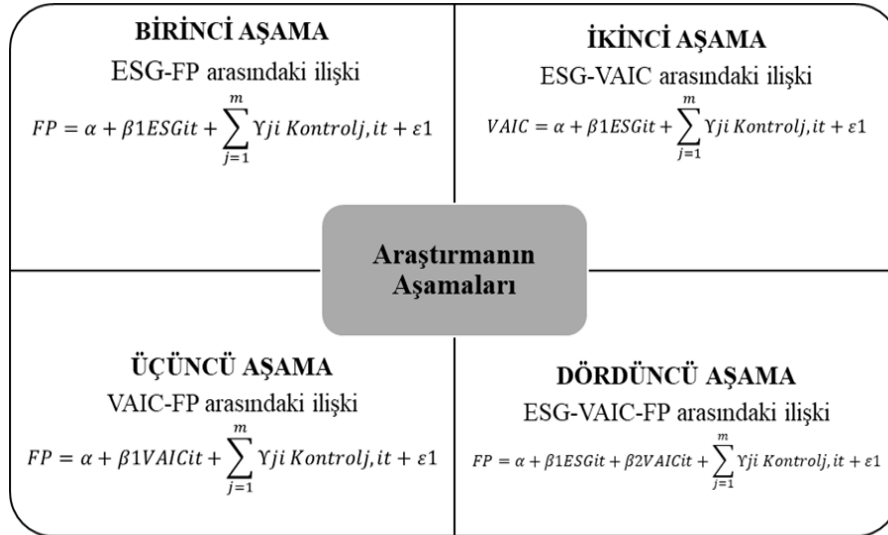
Petersen yeterli sayıda kümenin olması durumunda çok yönlü kümelemenin tutarlı sonuçlar vereceğini, eğer yeterli sayıda küme yoksa yıl kuklası ve firma kümelemesi şeklinde yapılacak tek yönlü analizin de kullanılabileceğini söylemektedir (Petersen, 2009: 475). Buna karşın Gow (2011) iki yönlü kümelenenin doğru sonuçlar elde edebilmek için gerekli olduğunu Petersen çalışması ile kendi çalışması arasındaki farklılığın Petersen'nin finans verileri ile çalışırken kendisinin muhasebe verileriyle çalışmış olmasından kaynaklanabileceğini, çünkü muhasebe verilerinin (earnings, credit ratings gibi) hem zaman içinde hem de yatay kesitte finans (returns gibi) verilerine göre daha fazla bağımlılık sergilemesini öne sürmektedir (Gow,2011: 487).

Heteroskedasite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının olması halinde kullanılabilecek dirençli tahmincilerden birisi de Driscoll Kraay tahmincisidir. Bu tahminci özellikle mikro ekonometrik $N > T$ yatay kesit boyutunun büyük olduğu durumlarda yetersiz kalan Parks ve Betz tahmincilerine alternatif olarak görülmekte olup dengesiz panel uygulamalarında da kullanılabilmektedir (Tatoğlu, 2018: 335). Bununla birlikte T'nin yeterli uzunlukta olması tutarlı tahminler yapmak için gereklidir (Tatoğlu, 2018: 350). Bu noktada literatürde yeterli T hakkında kesin bir zaman belirtilmemesi nedeniyle özellikle mikroekonomi alanında 5 yıllık küçük panellerde bile kullanıldığı tespit edilmiştir. Driscoll -Kraay ile yapılan çalışmalardan bazıları şunlardır: Özcan (2022), Stender (2021), Arslan (2022), Gülal (2021), Toparlak (2023), Tanjung (2023), Safi vd. (2023).

Bu çalışma metodolojik tartışmalara girilmeden literatürde yaygın olarak kullanılan analiz yöntemleri kullanılarak dengesiz statik panel veri analizi yapılmıştır. Heteroskedasite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığının varlığında dirençli tahmincilerden Driscoll-Kraay tahmincisi kullanılmıştır.

3.5 Araştırmanın Modeli

Bu araştırma Şekil 3.2’de gösterildiği gibi 4 aşamadan oluşmakta olup, birinci aşamada ESG skorları ile finansal performans arasındaki ilişki, ikinci aşamada ESG skorları ile entelektüel sermaye arasındaki ilişki, üçüncü aşamada entelektüel sermaye ile finansal performans arasındaki ilişki ve son aşamada ise ESG skorları ile finansal performans arasındaki ilişkide entelektüel sermayenin aracılık etkisi incelenmiştir. Dört aşama ile ilgili modeller oluşturularak analizler gerçekleştirilmiştir. Daha derinlemesine analiz yapılabilmesi için araştırmada kullanılan örneklem Tüm, Gelişmiş Ülkeler, Gelişmekte Olan Ülkeler, Kıta Avrupası (Civil Law) Hukuk Sistemi Uygulayan Ülkeler, Anglo Sakson (Common Law) Hukuk Sistemi Uygulayan Ülkeler ve Karma Hukuk Sistemi Uygulayan Ülkeler şeklinde alt kategorilere ayrılarak incelenmiştir. Buna ek olarak finansal performansı temsil eden üç oran (ROA, ROE ve TOBINQ) için regresyon analizleri yapılmıştır. ESG skorları ESG Tüm ve E-S-G şeklinde iki alt kategoriye ayrılarak incelenmiştir. Çizelge 3.4’te araştırmada kullanılan hipotezler ve modeller gösterilmektedir.



Şekil 3.2. Araştırmanın Aşamaları

3.5.1 Araştırmanın Model ve Hipotezleri

Araştırmada yer alan hipotezler Çizelge 3.4’te gösterilmektedir. Hipotezlerin oluşturulmasında literatürde yapılan çalışmalardan yararlanılmıştır. Birinci aşamada yer alan hipotezler ESG Skorları ile finansal performans arasındaki ilişki araştırılmıştır. Örneklem gruplara ayrılarak ilk 6 model her bir performans göstergesi için toplam 18 hipotez kurulmuştur. Model 7 ile Model 12 arasında ESG alt skorları ile performans arasındaki ilişkinin araştırılması için kurulmuştur. Literatür incelemesinde bu ilişki konusunda ortak bir sonuç yoktur. İkinci aşamada araştırılan ESG Skorları ile Entelektüel Sermaye ilişkisi için kurulan hipotezler ise 13-24 modelleri arasında yer almaktadır. Üçüncü aşama olan Entelektüel Sermaye ve finansal performans arasındaki ilişki 25-30 modelleri arasında yer alırken, son aşama ESG Skoru ile finansal performans arasındaki ilişkide entelektüel sermayenin aracılık etkisi 31-42 modelleri arasında araştırılmıştır.

Çizelge 3.4. Kurulan Hipotezler

ESG Skorları ile finansal performans ile ilgili modeller				
MODEL	Örneklem	Alt Modeller	Hipotez	
MODEL 1	TÜM	Model 1.1 (ROA) Model 1.2 (ROE) Model 1.3 (TOBİNQ)	ESG Skoru ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki vardır	
MODEL 2	Gelişmiş	Model 2.1 (ROA) Model 2.2 (ROE) Model 2.3 (TOBİNQ)		
MODEL 3	Gelişmekte	Model 3.1 (ROA) Model 3.2 (ROE) Model 3.3 (TOBİNQ)		
MODEL 4	Kıta Avrupası	Model 4.1 (ROA) Model 4.2 (ROE) Model 4.3 (TOBİNQ)		
MODEL 5	Anglo- Sakson	Model 5.1(ROA) Model 5.2 (ROE) Model 5.3 TOBİNQ)		
MODEL 6	Karma	Model 6.1 (ROA) Model 6.2 (ROE) Model 6.3 (TOBİNQ)		
E-S-G Skorları ile finansal performans ile ilgili modeller				
MODEL 7	TÜM	Model 7.1 (ROA) Model 7.2 (ROE) Model 7.3 (TOBİNQ)		E/S/G Skoru ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki vardır
MODEL 8	Gelişmiş	Model 8.1(ROA) Model 8.2 (ROE) Model 8.3 (TOBİNQ)		
MODEL 9	Gelişmekte	Model 9.1 (ROA) Model 9.2 (ROE) Model 9.3 (TOBİNQ)		
MODEL 10	Kıta Avrupası	Model 10.1 (ROA) Model 10.2 (ROE) Model 10.3 (TOBİNQ)		
MODEL 11		Model 11.1(ROA)		

	Anglo-Sakson	Model 11.2 (ROE)	
		Model 11.3 (TOBİNQ)	
MODEL 12	Karma	Model 12.1 (ROA)	
		Model 12.2 (ROE)	
		Model 12.3 (TOBİNQ)	
İkinci Aşama A) ESG ile Entelektüel Sermaye İlişkisi			
MODEL 13	TÜM		ESG Skoru ile entelektüel sermaye arasında anlamlı bir ilişki vardır
MODEL 14	Gelişmiş		
MODEL 15	Gelişmekte		
MODEL 16	Kıta Avrupası		
MODEL 17	Anglo-Sakson		
MODEL 18	Karma		
İkinci Aşama B) E-S-G/ile Entelektüel Sermaye İlişkisi			
Model 19	TÜM		E/S/G Skoru ile entelektüel sermaye arasında anlamlı bir ilişki vardır
Model 20	Gelişmiş		
Model 21	Gelişmekte		
Model 22	Kıta Avrupası		
Model 23	Anglo-Sakson		
Model 24	Karma		
Üçüncü Aşama Entelektüel sermaye ile finansal performans ilişkisi			
MODEL 25	TÜM	Model 25.1 (ROA)	Entelektüel sermaye ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki vardır
		Model 25.2 (ROE)	
		Model 25.3 (TOBİNQ)	
MODEL 26	Gelişmiş	Model 26.1 (ROA)	
		Model 26.2 (ROE)	
		Model 26.3 (TOBİNQ)	
MODEL 27	Gelişmekte	Model 27.1 (ROA)	
		Model 27.2(ROE)	
		Model 27.3 (TOBİNQ)	
MODEL 28	Kıta Avrupası	Model 28.1 (ROA)	
		Model 28.2(ROE)	
		Model 28.3 (TOBİNQ)	
MODEL 29	Anglo-Sakson	Model 29.1(ROA)	
		Model 29.2 (ROE)	
		Model 29.3(TOBİNQ)	
MODEL 30	Karma	Model 30.1 (ROA)	
		Model 30.2 (ROE)	
		Model 30.3 (TOBİNQ)	
Dördüncü Aşama A) ESG-Entelektüel Sermaye-Finansal Performans İlişkisi			
MODEL 31	TÜM	Model 31.1 (ROA)	ESG Skoru ile finansal performans arasında ilişkide entelektüel sermayenin aracılık etkisi vardır
		Model 31.2 (ROE)	
		Model 31.3 (TOBİNQ)	
MODEL 32	Gelişmiş	Model 32.1 (ROA)	
		Model 32.2 (ROE)	
		Model 32.3 (TOBİNQ)	
MODEL 33	Gelişmekte	Model 33.1 (ROA)	
		Model 33.2(ROE)	
		Model 33.3 (TOBİNQ)	
MODEL 34	Kıta Avrupası	Model 34.1 (ROA)	
		Model 34.2(ROE)	
		Model 34.3 (TOBİNQ)	
MODEL 35	Anglo-Sakson	Model 35.1(ROA)	
		Model 35.2 (ROE)	
		Model 35.3 (TOBİNQ)	
MODEL 36	Karma	Model 36.1 (ROA)	
		Model 36.2(ROE)	

		Model 37.2 (TOBİNQ)	
Dördüncü Aşama B) E/S/G-Entelektüel Sermaye-Finansal Performans İlişkisi			
MODEL 37	TÜM	Model 37.1 (ROA)	E/S/G Skoru ile finansal performans arasında ilişkide entelektüel sermayenin aracılık etkisi vardır
		Model 37.2 (ROE)	
		Model 37.3 (TOBİNQ)	
MODEL 38	Gelişmiş	Model 38.1 (ROA)	
		Model 38.2 (ROE)	
		Model 38.3 (TOBİNQ)	
MODEL 39	Gelişmekte	Model 39.1 (ROA)	
		Model 39.1(ROE)	
		Model 39.3 (TOBİNQ)	
MODEL 40	Kıta Avrupası	Model 40.1 (ROA)	
		Model 40.2 (ROE)	
		Model 40.3 (TOBİNQ)	
MODEL 41	Anglo-Sakson	Model 41.1 (ROA)	
		Model 41.2 (ROE)	
		Model 41.3 (TOBİNQ)	
MODEL 42	Karma	Model 42.1 (ROA)	
		Model 42.2 (ROE)	
		Model 42.3 (TOBİNQ)	

3.6 Analiz ve Bulgular

Bu bölümde çalışmada kullanılan verilerin tanımlayıcı istatistikleri, analize uygunluğunun sınanması ve regresyon analizi sonuçları yer almaktadır Çizelge 3.5'te araştırmada kullanılan verilerin tanımlayıcı istatistik bilgileri yer almaktadır. Çizelge 3.6 ve 3.7'de ESG skorlarının farklı örneklemlere göre istatistiksel bilgileri yer almaktadır

Çizelge 3.5. Değişkenlerin Betimleyici İstatistikleri (Tüm Örneklem)

Değişken	Gözlem	Ortalama	Std. Sap.	Min	Max
ROA	13817	0.047	0.106	-1.687	2.368
ROE	13817	0.119	0.937	-8.825	8.905
TOBİNQ	13817	1.772	1.517	0.567	10.40
ESG	13817	47.27	21.36	0.627	94.94
Sosyal	13817	46.55	25.50	0.171	98.63
Çevresel	13817	43.47	28.87	0	98.55
Kurumsal	13817	50.92	22.31	0.251	98.34
GDPgrowth	13817	0.021	0.031	-0.110	0.252
PD/DD	13817	2.953	4.648	.1221	56.79
MarketCap/GDP	13817	1.031	1.179	0.100	17.78
logVarlık	13817	9.763	0.627	6.469	11.62
Kaldırac	13817	0.539	0.198	-0.072	1.093
VAIC	13817	9.428	17.97	-7.149	127.64

Çizelge 3.5, 3.6, 3.7 birlikte değerlendirildiğinde araştırmada kullanılan işletmelerin ESG skor ortalaması 47.27, gelişmiş ülkeler örnekleminde 47.37, gelişmekte olan ülkeler örnekleminde ise 47 olduğu görülmektedir. ESG puanları

açısından gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler arasında anlamlı bir fark gözlenmemektedir.

Çizelge 3.6. ESG Skorlarının Betimleyici İstatistikleri (Gelişmiş-Gelişmekte Örneklem)

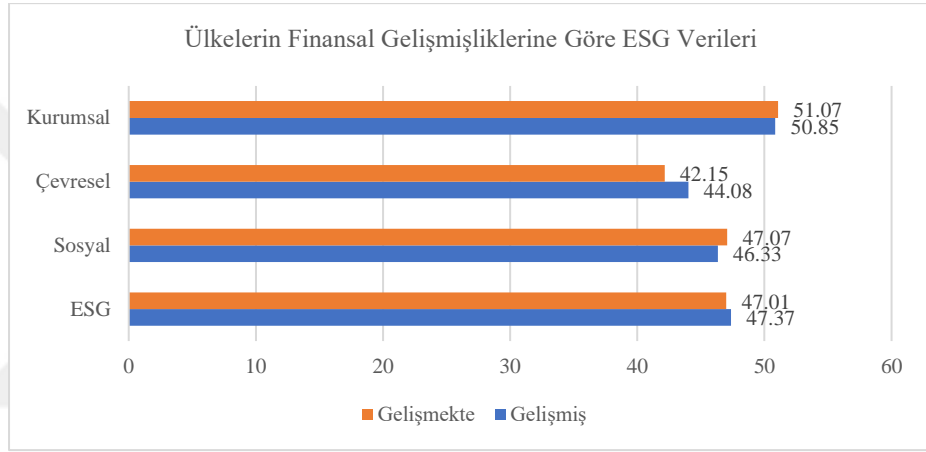
Gelişmiş			Gelişmekte		
Değişken	Gözlem	Ortalama	Değişken	Gözlem	Ortalama
ESG	9,796	47.37	ESG	4,021	47.00
SOSYAL	9,796	46.33	SOSYAL	4,021	47.07
ÇEVRESEL	9,796	44.02	ÇEVRESEL	4,021	42.15
KURUMSAL	9,796	50.85	KURUMSAL	4,021	51.07

İşletmeler ait oldukları ülkelerin hukuk sistemlerine göre ayrıştırıldıkları zaman Kıta Avrupası Hukuk sistemini oluşturan ülkelerin ESG ortalamasının (56.10) diğer hukuk sistemlerine (Anglo-Sakson:44.78, Karma:44.47) göre açık şekilde yüksek olduğu görülmektedir. Kıta Avrupası hukuk sisteminin uygulandığı ülkelerde Anglo-Sakson hukuk sisteminin uygulandığı ülkelere göre paydaş yaklaşımının benimsendiği ve işletmelerin faaliyetlerini yaparken sadece hissedarları değil tüm paydaşları düşünmeleri gerektiği fikri ön plana çıkmaktadır. Sosyal, kurumsal ve çevresel skor ortalamaları incelendiğinde tüm örneklem ortalaması (46.55-43.47-50.92) ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin skorları karşılaştırıldığında ortalamaların yakın oldukları görülmektedir. Ancak burada da ülkeler hukuk sistemlerine göre ayrıldıklarında Kıta Avrupa hukuk sistemine tabi ülkelerin (59.50-55.18-51.87) ortalamalarının daha yüksek olduğu görülmektedir. Anglo-Sakson hukuk sistemi uygulayan ülkelerde en düşük ESG skorunun çevresel skor olduğu (34.67), en yüksek ESG skorunun ise kurumsal yönetim skoru (53.95) olduğu görülmektedir. Bu durum Anglo-Sakson ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin kurumsal yönetim faaliyetlerine büyük önem verdikleri ve hissedar hakları konusunda daha titiz davrandıkları sonucu çıkarılabilir. Özellikle Enron skandalından sonra hissedarlar, yatırımcılar ve kreditorler açısından oluşan güven kaybını yeniden tesis edebilmek için belirlenen kurumsal yönetim ilkelerinin çoğu işletmece ciddiye alındığı sonucuna ulaşılabilir. Çevresel skor yönünden ise Anglo-Sakson Hukuk Sistemine tabi ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin çevresel faaliyetlere pek önem vermedikleri ve klasik kâr anlayışıyla hareket ettikleri sonucu çıkarılabilir.

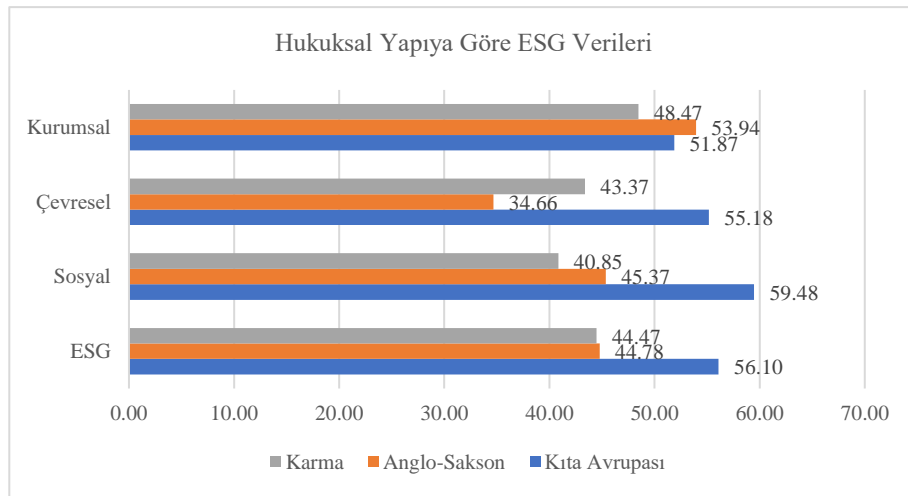
Çizelge 3.7. ESG Skorlarının Betimleyici İstatistikleri (Hukuk Sistemleri)

Karma			Kıta Avrupası			Anglo-Sakson		
Değişken	Gözlem	Ortalama	Değişken	Gözlem	Ortalama	Değişken	Gözlem	Ortalama
ESG	6,419	44.47	ESG	3,209	56.10	ESG	4,189	44.78
SOSYAL	6,419	40.85	SOSYAL	3,209	59.50	SOSYAL	4,189	45.37
ÇEVRESEL	6,419	43.37	ÇEVRESEL	3,209	55.18	ÇEVRESEL	4,189	34.67
KURUMSAL	6,419	48.47	KURUMSAL	3,209	51.87	KURUMSAL	4,189	53.95

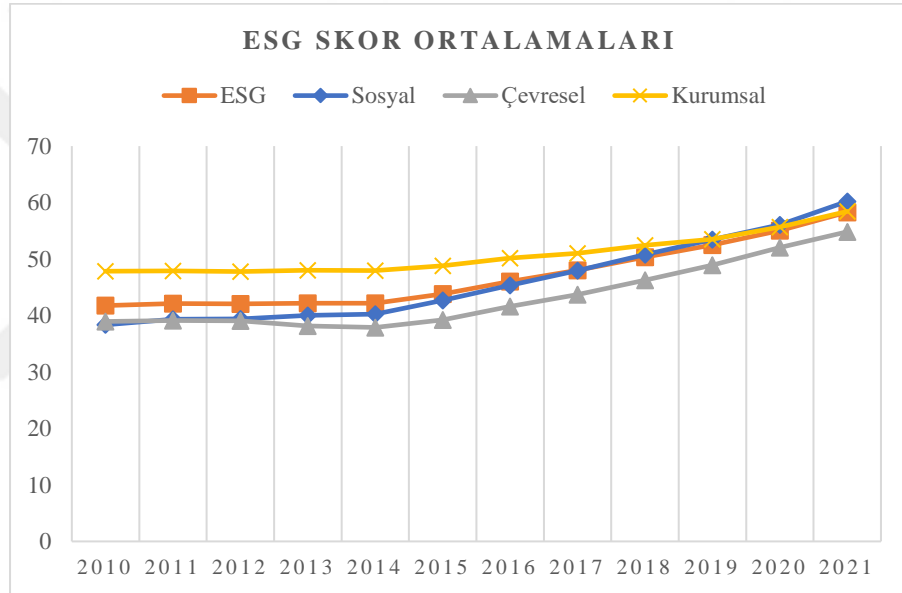
Şekil 3.3 ESG verilerinin gelişmişlik düzeyine göre ayrıştırılması durumunda ortalama puanların grafikleri gösterilmiştir.

**Şekil 3.3.** ESG Verilerinin Gelişmişlik Düzeyine Göre Ayrıştırılması

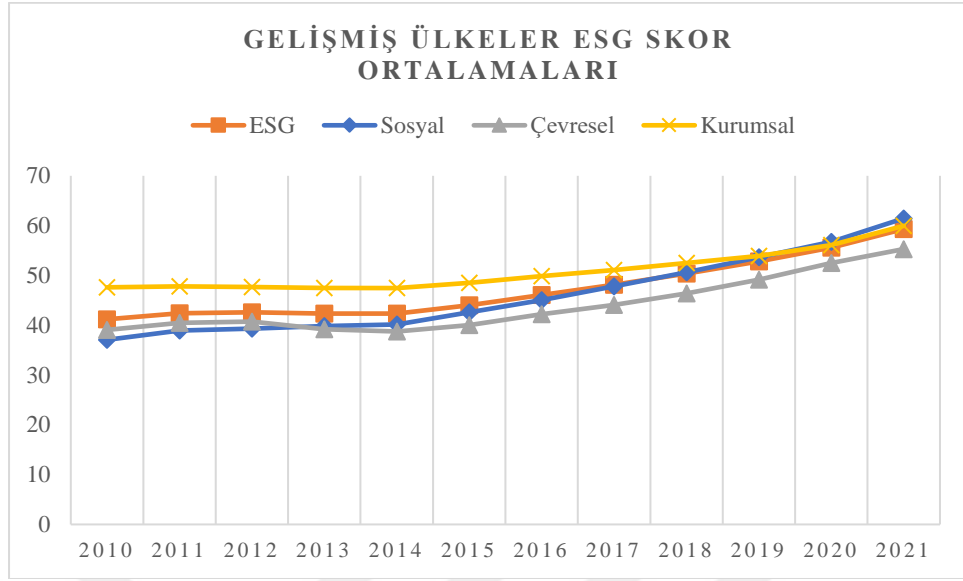
Şekil 3.4 ESG verilerinin hukuksal yapıya göre ayrıştırılması durumunda ortalama puan grafikleri gösterilmiştir.

**Şekil 3.4.** ESG Verilerinin Hukuksal Yapıya Göre Ayrıştırılması

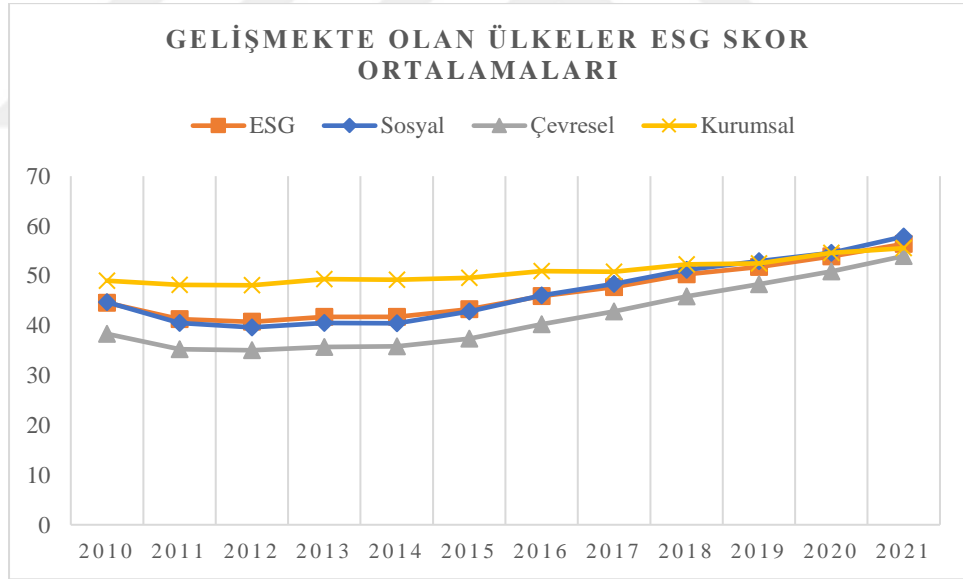
Şekil 3.5, 3.6 ve 3.7 ESG skorlarının yıllara göre nasıl değiştiğini göstermektedir. Özellikle 2015 yılı itibariyle hem gelişmekte hem de gelişmiş piyasalarda faaliyet gösteren işletmelerin daha fazla ESG faaliyetlerinde buldukları ve işletmelerinin skorlarını düzeltmeye çalıştıkları görülmektedir. Bu durumun oluşmasında 2015 yılında Birleşmiş Milletler örgütü tarafından Sürdürülebilir Kalkınma zirvesinde belirlenen 17 hedefin ve 2016 yılında imzalanan Paris İklim Anlaşmasının etkili olduğu söylenebilir. Sürdürülebilirlik faaliyetleri ile ilgili atılan bu adımların işletmeler tarafından da kabul edilerek ESG faaliyetlerine önem verilmeye başlandığı sonucuna ulaşılabilir.



Şekil 3.5. ESG Skor Ortalamaları



Şekil 3.6. Gelişmiş Ülkeler Skor Ortalamaları



Şekil 3.7. Gelişmekte Olan Ülkeler ESG Skor Ortalamaları

3.6.1 Çoklu Doğrusal Bağntı

Araştırmada analizine geçilmeden önce kullanılacak verilerin analiz uygunluğunun tespit edilmesi gerekmektedir. Panel veri analizinde gözlem sayısının fazla olması ve birimlerden de bilgi alınması nedeniyle bağımsız değişkenler arasında

doğrusal ilişkilerin olmayacağı dolayısıyla çoklu bağlantı sorunuyla karşılaşılmayacağı düşünülür. Buna rağmen çoklu bağlantı sorununun varlığının test edilmesinde fayda olacaktır (Tatoğlu, 2018: 259). Bu bağlamdan çoklu bağlantı sorununu test edebilmek için Varyans Büyüme Faktörü (VIF) değerlerine bakılmıştır. VIF değerinin 10 ve üstü olması durumunda çoklu bağlantı sorunundan bahsedilebilmektedir. Çizelge 3.8’de değişkenlerin VIF değerleri görülmektedir. ESG skoru ile sosyal, çevresel ve kurumsal yönetim skorunun çoklu bağlantıya sebep olacağı için iki ayrı grup şeklinde test edilmiştir. Sonuç olarak VIF değerlerinin hepsinin 10’dan küçük olduğu dolayısıyla çoklu bağlantı sorununun olmadığı tespit edilerek analizlere devam edilmiştir.

Çizelge 3.8. VIF Değerleri

Değişken	VIF	1/VIF	Değişken	VIF	1/VIF
Çevresel	2.49	0.401171	Varlık	1.55	0.645873
SOSYAL	2.28	0.439018	ESG	1.29	0.773344
Varlık	1.58	0.633688	Kaldıraç	1.25	0.79935
Kaldıraç	1.25	0.798012	PdDd	1.13	0.88126
KURUMSAL	1.25	0.802869	GDPgrowth	1.13	0.882144
PdDd	1.14	0.876214	CAPEX	1.04	0.970585
GDPgrowth	1.14	0.876312	VAIC	1.02	0.979837
CAPEX	1.04	0.964668	Marketcap/Gdp	1.02	0.984078
VAIC	1.03	0.971397			
Marketcap/Gdp	1.02	0.976358			
Mean VIF	1.42		Mean VIF	1.17	

Panel veri modellerinin temel varsayımlarının test edilmesi ve panel modellerinin belirlenebilmesi için Değiştirilmiş Wald, Wooldridge, Pesaran CD, F ve Hausman testleri gerçekleştirilmiştir. Klasik model, sabit etkiler modeli ve rassal etkiler modeli panel veri model tahminlerinde kullanılan modellerdir. Bütün gözlemlerin homojen olduğu ve birim ve zaman etkilerinin olmadığı bir çalışma için klasik model uygun olurken, birim ve zaman etkilerinin olduğu durumlarda rassal ve sabit etkiler modellerinin kullanılması uygun olmaktadır. Ancak panel veri analizinde klasik model, gözlemlenen sonuçlardaki gerçek nedensel etkiler ile seçim etkilerini ayırt edemediği için tercih edilmemektedir (Mehmetoglu ve Jakobsen, 2016; akt: Ademi ve Klungseth, 2022: 436). Buna ek olarak sabit etkiler modeli ile tahmin yapılmasının

rassal etkiler modeline göre daha mantıklı olduğunu öne süren araştırmacılar bulunmaktadır (Tatoğlu, 2018: 176).

Araştırmada kullanılan verilerde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunlarının olmadığı test edilmelidir. Temel varsayımların test edilmesinde Heteroskedasite için Değiştirilmiş Wald testi, Otokorelasyon için Wooldridge testi, Yatay kesit bağımlılığı için Pesaran CD testi uygulanmıştır. Test sonuçlarına göre tüm modellerde Heteroskedasite, Otokorelasyon ve Yatay kesit bağımlılığı sorununun olduğu tespit edilmiş olup bu sorunun çözümü için literatürde önerilen Driscoll-Kraay dirençli tahmincisinin kullanılmasının uygun olduğuna karar verilmiştir. Araştırmaya uygun olan modelleri belirlemek için yapılan test sonuçları ile temel varsayım test sonuçları Ek-1 ve Ek-2 de yer almaktadır.

3.6.2 Regresyon Analiz Sonuçları

3.6.2.1. Birinci Aşama Sonuçları

Ek (3.1- 3.12) Model 1-12 için yapılan regresyon analizinin sonuçları ve çizelge 3.9 ve 3.10'da ise yapılan analizlerin özet sonuçlar görülmektedir.

Ek 3.1 ve 3.2'de yer alan çizelgeler incelendiğinde;

- 1) ROA bağımlı değişkeni ile ESG arasında Tüm, Gelişmiş ve Kıta Avrupası örneklemelerinde negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilirken, diğer örneklemelerde ise herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilememiştir.
- 2) ESG skorunun alt skorları bakımından analiz sonuçları incelendiğinde sosyal skor Tüm, Gelişmekte ve Kıta Avrupası örneklemelerinde, kurumsal skor Gelişmiş ve Kıta Avrupası örneklemelerine ROA ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahipken, çevresel skor bakımından anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.
- 3) ESG dışındaki diğer bağımsız değişkenler ile ROA arasındaki ilişki incelendiğinde Kıta Avrupası dışında kalan diğer örneklemelerde GDP büyümesi ile operasyonel performans arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Marketcap/GDP bağımsız değişkeni sadece Kıta Avrupası

örnekleminde anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahiptir. Büyüme fırsatlarını temsil eden piyasa değeri/defter değeri değişkeni tüm örneklemlerde ROA bağımlı değişkeni ile anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahiptir. İşletme varlık büyüklüğünün ROA'ya etkisi incelendiğinde Tüm, Gelişmiş ve Anglo- Sakson örneklemlerinde pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Sermaye yoğunluğunu temsil eden CAPEX değişkeni Gelişmekte ve Karma örneklemlerinde ROA ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Kaldıraç oranı tüm örneklemlerde ROA ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir.

Ek 3.3 ve 3.4'te yer alan gecikmeli analiz sonuçları incelendiğinde;

- 1) Tüm örneklemlerde ESG skoru ile ROA bağımlı değişkeni arasında anlamlı ve negatif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.
- 2) ESG alt skorları bakımından sosyal skor Anglo-Sakson örneklem dışında kalan örneklemlerde ROA ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Çevresel skor bakımından analiz incelendiğinde tüm örneklemlerde anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Kurumsal skor bakımından ise Tüm, Gelişmiş Kıta Avrupası ve Anglo-Sakson örneklemlerinde ROA bağımlı değişkeni ile negatif ve anlamlı ilişkinin varlığı saptanmıştır.
- 3) Kontrol değişkenler için analiz sonuçları incelendiğinde firma düzeyinde kontrol değişkenlerden büyüme fırsatları kontrol değişkeni tüm örneklemlerde ROA ile pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahipken, kaldıraç değişkeni tüm örneklemlerde negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Varlık değişkeni Tüm, Gelişmiş ve Anglo-Sakson örneklemlerinde ROA ile pozitif ilişkili bulunurken, CAPEX kontrol değişkeni Tüm, Gelişmiş, Anglo-Sakson ve Karma örneklemlerinde negatif ve anlamlı ilişki tespit edilmiştir.
- 4) Ülke düzeyinde kontrol değişkenlerin durumu incelendiğinde GDP büyüme değişkeninin karma örneklem dışında kalan tüm örneklemlerde ROA ile pozitif bir ilişkisinin olduğu tespit edilirken, marketcap/GDP değişkeni bakımından tüm örneklemlerde anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. ESG alt skorları bakımından kontrol değişkenlerin sonuçları incelendiğinde firma düzeyinde kontrol değişkenlerden büyüme fırsatları kontrol değişkeni tüm örneklemlerde

ROA ile pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahipken, kaldıraç değişkeni tüm örneklerde negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir.

Ek 3.5 ve 3.6'da ROE bağımlı değişkeni ile ESG arasındaki ilişki incelendiğinde;

- 1) Gelişmiş ve Kıta Avrupası örneklerinde negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilirken, Anglo-Sakson örneğinde pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Diğer örneklerde ise herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilememiştir.
- 2) ESG skorunun alt skorları bakımından analiz sonuçları incelendiğinde sosyal skor Gelişmekte ve Kıta Avrupası örneklerinde, kurumsal skor Kıta Avrupası örneğinde ROE ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahipken, çevresel skor Gelişmekte ve Kıta Avrupası örneklerinde pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir.
- 3) ESG skorları dışındaki diğer bağımsız değişkenler ile ROE arasındaki ilişki incelendiğinde Kıta Avrupası ve Karma örnekleri dışında kalan diğer örneklerde GDP büyümesi ile operasyonel performans arasında anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Marketcap/GDP bağımsız değişkeni Tüm, Kıta Avrupası ve Anglo-Sakson örneklerinde ROE ile anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahiptir. Büyüme fırsatlarını temsil eden piyasa değeri/Defter değeri değişkeni tüm örneklerde ROE bağımlı değişkeni ile anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahiptir. İşletme varlık büyüklüğünün ROE'ye etkisi incelendiğinde Tüm, Gelişmiş ve Anglo-Sakson örneklerinde pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Sermaye yoğunluğunu temsil eden CAPEX değişkeni gelişmekte örneklerinde ROE ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Kaldıraç oranı tüm örneklerde ROE ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir.

Ek 3.7 ve 3.8'de yer alan gecikmeli analiz sonuçları incelendiğinde;

- 1) Anglo-Sakson ve karma örnekleri dışında kalan örneklerde ESG skoru ile ROE bağımlı değişkeni arasında anlamlı ve negatif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. ESG alt skorları bakımından sosyal skor Anglo-Sakson örneklem dışında kalan örneklerde ROE ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir.

Çevresel skor bakımından analiz incelendiğinde tüm, gelişmiş ve karma örneklemlerde pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Kurumsal skor bakımından ise Tüm, Gelişmiş ve Anglo-Sakson örneklemlerinde ROE bağımlı değişkeni ile negatif ve anlamlı ilişkinin varlığı saptanmıştır.

- 2) Kontrol değişkenler için analiz sonuçları incelendiğinde firma düzeyinde kontrol değişkenlerden büyüme fırsatları kontrol değişkeni tüm örneklemlerde ROE ile pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahipken, kaldıraç değişkeni tüm örneklemlerde negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Varlık değişkeni Tüm, Gelişmiş ve Anglo-Sakson örneklemlerinde ROE ile pozitif ilişkili bulunurken, CAPEX kontrol değişkeni Tüm ve Anglo-Sakson örneklemlerinde negatif ve anlamlı ilişki tespit edilmiştir.
- 3) Ülke düzeyinde kontrol değişkenlerin durumu incelendiğinde GDP büyüme değişkeninin karma örneklem dışında kalan tüm örneklemlerde ROE ile pozitif ve anlamlı ilişkisinin olduğu tespit edilirken, marketcap/GDP değişkeni bakımından sadece Anglo-Sakson örnekleminde pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Ek 3.9 ve Ek 3.10'da yer alan çizelgeler incelendiğinde;

- 1) TOBINQ bağımlı değişkeni ile ESG arasındaki ilişki incelendiğinde Gelişmekte ve Kıta Avrupası örneklemlerinde pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilirken, diğer örneklemlerde ise herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilememiştir. ESG skorunun alt skorları bakımından analiz sonuçları incelendiğinde sosyal skor Tüm, Gelişmiş, Kıta Avrupası, Anglo-Sakson ve Karma örneklemlerinde TOBINQ ile pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahipken, çevresel skor Kıta Avrupası örnekleminde negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Kurumsal skor ise gelişmiş ülkeler örnekleminde negatif ve anlamlı ilişkiye sahipken, gelişmekte olan ülkelerde pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir.
- 2) ESG skorları dışındaki diğer bağımsız değişkenler ile TOBINQ arasındaki ilişki incelendiğinde Gelişmekte ve Kıta Avrupası örneklemleri dışında kalan diğer örneklemlerde GDP büyümesi ile piyasa performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Marketcap/GDP bağımsız değişkeni Kıta

Avrupası ve Anglo-Sakson örneklemlerinde TOBINQ ile anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahiptir. İşletme varlık büyüklüğünün TOBINQ'ya etkisi incelendiğinde Tüm örneklemlerinde negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Sermaye yoğunluğunu temsil eden CAPEX değişkeni Tüm, Gelişmiş ve Anglo-Sakson örneklemlerinde TOBINQ ile pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Kaldıraç oranı tüm örneklemlerde ROE ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir.

Ek 3.11 ve Ek 3.12'de yer alan gecikmeli analiz sonuçları incelendiğinde;

- 1) Anglo-Sakson örnekleminde ESG skoru ile TOBINQ bağımlı değişkeni arasında anlamlı ve pozitif bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir. ESG alt skorları bakımından sosyal skor Gelişmekte ve Anglo-Sakson örneklem dışında kalan örneklemlerde TOBINQ ile pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Çevresel skor bakımından analiz incelendiğinde Tüm ve Kıta Avrupası örneklemlerinde TOBINQ ile negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Kurumsal skor bakımından ise anlamlı ilişki saptanamamıştır.
- 2) Kontrol değişkenler için analiz sonuçları incelendiğinde firma düzeyinde kontrol değişkenlerden kaldıraç değişkeni tüm örneklemlerde negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğu görülmektedir. Varlık değişkeni gelişmiş örneklem dışında kalan diğer örneklemlerde TOBINQ ile negatif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. CAPEX kontrol değişkeni Tüm, Gelişmiş ve Anglo-Sakson örneklemlerinde pozitif ve anlamlı ilişki tespit edilmiştir.
- 3) Ülke düzeyinde kontrol değişkenlerin durumu incelendiğinde GDP büyüme değişkeninin Gelişmekte ve Kıta Avrupası örneklemleri dışında kalan tüm örneklemlerde TOBINQ ile pozitif ve anlamlı ilişkisinin olduğu tespit edilirken, marketcap/GDP değişkeni bakımından sadece Kıta Avrupası örnekleminde pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Doğrusal regresyon ile yapılan analiz sonuçlarının yanı sıra, Nuber vd. (2020), Buallay ve Barone (2022), Han vd. (2016), Barnett ve Salomon (2012), Trumpp ve Guenther (2017) gibi çalışmalarda olduğu gibi ESG skorları ile finansal performans arasındaki doğrusal olmayan ilişkiler de araştırılmıştır. Yapılan analizler sonucunda;

- 1) ESG skorunun Tüm, Gelişmiş, Anglo-Sakson örneklemi dikkate alındığında TOBINQ bağımlı değişkeni ile arasında U şeklinde bir ilişkinin varlığı tespit edilmiştir.
- 2) Analiz sonuçları ESG alt dalları bazında incelendiğinde, sosyal skor ile Gelişmiş örneklem dikkate alındığında ROE, Gelişmiş ve Anglo-Sakson ülkeler örneklemi dikkate alındığında ROA değişkenleri arasında U şeklinde ilişki tespit edilmiştir. ESG alt skorlar bazında incelendiğinde, çevresel skorun Anglo-Sakson ve Gelişmiş örneklerinde ROA ile, Karma örneğinde TOBINQ ile Ters U biçiminde ilişkisi tespit edilmiştir. Kurumsal Yönetim skoru bakımından analiz sonuçları incelendiğinde Kıta Avrupası örneğinde TOBINQ ile arasında U şeklindeki ilişki gerçekleşmiştir.

U şeklindeki ilişki belli bir ESG seviyesine kadar ilişkinin negatif seyredeceğini, seviyenin geçilmesiyle birlikte ESG faaliyetlerinin performans üzerinde olumlu etkisinin olduğunu göstermektedir. Ters U şeklindeki ilişki ise ESG faaliyetlerinin belli bir seviyeye kadar işletmelerin performanslarına olumlu yansıtacağı, seviyenin aşılmasıyla birlikte faaliyetlere devam etmenin işletmeler için negatif sonuçlar doğuracağını göstermektedir.

Çizelge 3.9. ESG ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Analiz Sonucu

		Tüm	Gelişmiş	Gelişmekte	Kıta Avrupası	Anglo-Sakson	Karma
ESG	ROA	Negatif	Negatif	-	Negatif	-	-
	ROE	-	Negatif	-	Negatif	Pozitif	-
	TOBINQ	U	U	Pozitif	Pozitif	U	-
SOSYAL	ROA	Negatif	U	Negatif	Negatif	U	-
	ROE	-	U	Negatif	Negatif	-	-
	TOBINQ	Pozitif	Pozitif	-	Pozitif	Pozitif	Pozitif
ÇEVRESEL	ROA	-	Ters U	-	-	Ters U	-
	ROE	-	-	Pozitif	Pozitif	-	-
	TOBINQ	-	-	-	Negatif	-	Ters U
KURUMSAL	ROA	-	Negatif	-	Negatif	-	-
	ROE	-	-	-	Negatif	-	-
	TOBINQ	-	Negatif	Pozitif	U	-	-

Çizelge 3.10. ESG ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Gecikmeli Analiz Sonucu

		Tüm	Gelişmiş	Gelişmekte	Kıta Avrupası	Anglo-Sakson	Karma
ESG	ROA	Negatif	Negatif	Negatif	Negatif	Negatif	Negatif
	ROE	Negatif	Negatif	Negatif	Negatif	-	-
	TOBINQ	-	-	-	Pozitif	-	-
SOSYAL	ROA	Negatif	Negatif	Negatif	Negatif	-	Negatif
	ROE	Negatif	Negatif	Negatif	Negatif	-	Negatif

	TOBINQ	Pozitif	Pozitif	-	Pozitif	-	Pozitif
ÇEVRESEL	ROA	-	-	-	-	-	-
	ROE	Pozitif	Pozitif	-	-	-	Pozitif
	TOBINQ	Negatif	-	-	Negatif	-	-
KURUMSAL	ROA	Negatif	Negatif	-	Negatif	Negatif	-
	ROE	Negatif	Negatif	-	Negatif	-	-
	TOBINQ	-	-	-	-	-	-

3.6.2.2. İkinci Aşama Sonuçları

Çizelge 3.11. ESG ile Entelektüel Sermaye Arasındaki İlişkinin Analiz Sonucu

		TÜM	GELİŞMİŞ	GELİŞMEKTE	CIVIL	COMMON	MIXED
ESG	VAIC	Pozitif	Pozitif	-	-	Pozitif	-
SOSYAL	VAIC	-	Pozitif	-	-	Pozitif	-
ÇEVRESEL	VAIC	-	-	-	-	-	-
KURUMSAL	VAIC	Pozitif	-	Pozitif	-	-	Pozitif

ESG ile entelektüel sermaye arasındaki ilişki araştırılmış olup yapılan regresyon analizi sonuçları Ek-4 ikinci aşama regresyon sonuçları kısmında gösterilmektedir. Bu sonuçlara göre;

- 1) ESG ile entelektüel sermaye arasında TÜM örneklem baz alındığında anlamlı ve pozitif, Gelişmiş ülkeler için anlamlı ve pozitif ve Anglo-Sakson hukuk uygulayan ülkeler için anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.
- 2) Sosyal Skor incelendiğinde Gelişmiş örneklem için anlamlı ve pozitif, Anglo-Sakson örnekleme için anlamlı ve pozitif ilişki tespit edilmiştir.
- 3) Kurumsal Skor bakımından incelendiğinde Tüm örneklem baz alındığında anlamlı ve pozitif, Gelişmekte olan ülkeler için anlamlı ve pozitif ve Karma Hukuk uygulayan ülkeler için anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Sonuçlar değerlendirildiğinde ESG faaliyetlerinin entelektüel sermayeyi artırdığı ve artışın Tüm, Anglo-Sakson ve Gelişmiş ülkelerde anlamlı olduğu göstermiştir. ESG alt skorları incelendiğinde ise sosyal faaliyetlerin Anglo-Sakson ve Gelişmiş ülkelerde, kurumsal faaliyetlerin ise Tüm, Gelişmekte ve Karma hukuk uygulayan ülkelerde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

3.6.2.3. Üçüncü Aşama Sonuçları

Ek-5'te çalışma sonucunda elde edilen üçüncü aşama regresyon sonuçları gösterilmiştir. Ulaşılan sonuçlar Çizelge 3.12'de özetlenmiştir.

Çizelge 3. 12. Entelektüel Sermaye ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Analiz Sonucu

		TÜM	GELİŞMİŞ	GELİŞMEKTE	CIVIL	COMMON	MIXED
VAIC	ROA	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF
VAIC	ROE	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF
VAIC	TOBINQ	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF	POZİTİF

Çizelgeye göre entelektüel sermaye ile finansal performans arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Yapılan regresyon analizine göre; tüm örneklerde entelektüel sermayenin finansal performans üzerinde anlamlı ve pozitif ilişkisi bulunmuştur.

3.6.2.4. Dördüncü Aşama Entelektüel Sermaye ile Finansal Performans Arasındaki İlişkide Entelektüel Sermayenin Aracılık Etkisi

Literatürde yapılan çalışmalarda aracı değişken analizi ile yapılan çalışmalar giderek yaygınlaşmaktadır. Bağımsız değişkenin bağımlı değişkene olan etkisini aydınlatılmasında önemli olan aracı değişkenler, değişkenler arasındaki ilişkide neden sorusunun cevabını bulunmasında rol oynamaktadırlar (Mathieu ve Taylor, 2006: 1038).

Bu çalışmada ESG skorları ile finansal performans arasındaki ilişkinin varlığında entelektüel sermayenin aracılık rolü Baron ve Kenny (1986) önerdiği 3 aşamalı yöntem ile gerçekleştirilmiştir. Bu model Şekil 3.8'de gösterilmektedir.

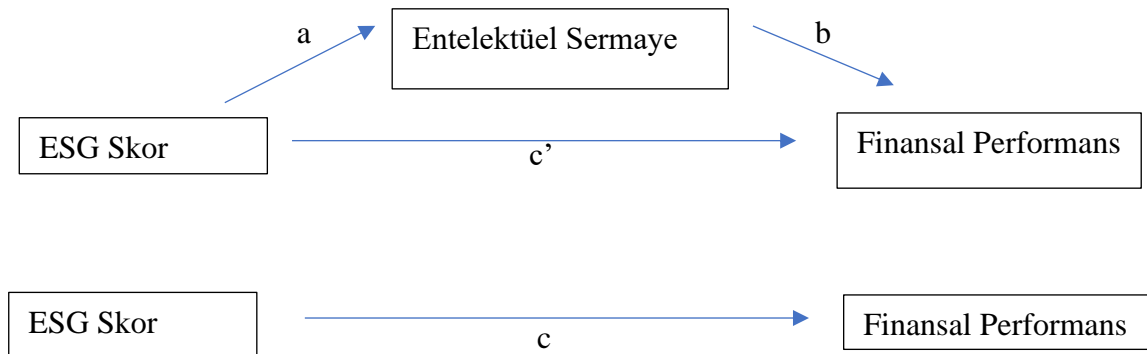
Bu yöntemde üç çeşit değişken türü bulunmaktadır: bağımsız, bağımlı ve aracı değişken. Aracılık etkisinden söz edilebilmesi için aşağıdaki üç koşulun sağlanması gerekmektedir (Kâhya, 2013: 42):

- 1) *Bağımsız değişkenin, bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi olmalıdır.*
- 2) *Bağımsız değişkenin, aracı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi olmalıdır.*
- 3) *Aracı değişken birinci adımdaki regresyon analizine dâhil edildiğinde, bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki regresyon katsayısı*

düşerken, aracı değişkenin de bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi olmalıdır. Eğer bu etki tamamen ortadan kalkıyorsa “Tam Aracılık Etkisi”, tamamen ortadan kalkmayıp sadece bir düşüş gerçekleşiyorsa bu durumda da “Kısmi Aracılık Etkisi”nden söz edilir.

Şekil 3.8 aracılık etkisini göstermektedir. Şekilde c yolu bağımsız değişkenin bağımlı değişkene toplam etkisini, a.b yolu endirekt, c' yolu ise direkt etkiyi göstermektedir. Toplam etki direkt ve endirekt yolun toplamından oluşmaktadır.

Aracılık ilişki analizlerine farklı durumlarla da karşılaşılabilmektedir. Bir regresyon analizine dahil edilmesiyle bağımsız değişkenin etkisini artıran değişkenler bastırıcı, önleyici (suppression) değişken şeklinde adlandırılmaktadır (Maassen ve Bakker, 2001: 246). Önleyici etkiden söz edebilmek için c' (direkt) ve a.b (endirekt) yollarının farklı işaretli olmaları ve toplam etkinin (c yolu) katsayısının direkt etkinin (c') katsayısından daha küçük olması gerekmektedir (Atabay ve Şahin, 2021 :143)



Şekil 3.8. Aracılık Modeli

Çalışmanın 4.aşamasında Baron ve Kenny'nin 3 aşamalı yöntemine uygun olan modeller için aracılık etkisi analizi gerçekleştirilmiştir.

Baron ve Kenny (1986) yöntemini temel alan aracılık etki analizi sonuçları Ek 6'da gösterilmiştir. Bu analiz sonuçlarına göre;

- 1) Ek 6.1 ve Ek 6.2’de yer alan Tüm ve Gelişmiş ülkeleri esas alan örneklemelere göre ESG skorunun ROA’yı etkilemesinde entelektüel sermayenin önleyici kısmi aracılık etkisinin varlığı tespit edilmiştir. Önleyici etkiden yukarıda da bahsedildiği gibi c’(direkt) etkisi (-0.0019) toplam etkiden (-0.0015) çıkarıldığında a.b(endirekt) etki 0.0004 şeklinde bulunmuştur. Önleyici etkinin varsayımlarına göre direkt ve endirekt etkiler farklı işaretli olmalı ve toplam etkinin katsayısının direkt etkinin katsayısından küçük olması gerekmektedir. Bu durumda direk etki (-0.0019) ile endirekt etki (0.0004) farklı işaretli katsayılara sahip olarak ilk şartı sağlamaktadır. Toplam etkinin katsayısı 0.0015 direkt etkinin katsayısından 0.0019’dan küçüktür bu durumda ikinci şartta sağlanarak entelektüel sermayenin önleyici etkisinden söz edilebilir. Gelişmiş örneklem için aynı işlem tekrarlandığında c’(direkt) etkisi (-0.002) toplam etkiden (-0.0014) çıkarıldığında a.b(endirekt) etki 0.0006 şeklinde bulunmuştur. Bu durumda direk etki (-0.002) ile endirekt etki (0.0006) farklı işaretli katsayılara sahip olarak ilk şartı sağlamaktadır. Toplam etkinin katsayısı 0.0014 direkt etkinin katsayısından 0.002’den küçüktür bu durumda ikinci şartta sağlanarak entelektüel sermayenin önleyici etkisi tespit edilmiştir. Sonuç olarak ESG faaliyetleri işletmelerin kârlılıklarını azaltırken entelektüel sermaye bu kârlılıktaki azalmayı kısmen önleyici bir etkisinin olduğu çıkarımı yapılabilir.
- 2) Ek 6.3’e göre Gelişmiş ülkeleri esas alan örnekleme göre Sosyal skorun TOBINQ etkilemesinde entelektüel sermayenin kısmi aracılık etkisinin varlığı Baron ve Kenny yönteminin koşullarına göre tespit edilmiştir. Bu bağlamda birinci koşul olan bağımsız değişken (sosyal skor) bağımlı değişken (TOBINQ) üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmalı (c yolu: .0036), ikici koşul yani bağımsız değişkenin (sosyal skor) aracı değişken (entelektüel sermaye) üzerindeki etkisi anlamlı olmalı (a yolu: .0245) ve aracı değişken (entelektüel sermaye) birinci adımdaki regresyon analizine dâhil edildiğinde, bağımsız değişkenin (sosyal) bağımlı değişken (TOBINQ) üzerindeki regresyon katsayısı düşerken (c’:.0035), aracı değişkenin de bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi olmalıdır koşulları sağlanmıştır. Aracılık etkisinin varlığının anlamlılık durumu Sobel Testi ile test edilmiş olup test sonuçlarına

(Sobel:2.524, p:0.011) göre entelektüel sermayenin kısmi aracılık etkisinin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

- 3) Ek 6.4' te Anglo Sakson ülkeleri esas alan örnekleme göre ESG skorunun ROE etkilemesinde entelektüel sermayenin kısmi aracılık etkisinin varlığı Baron ve Kenny yönteminin koşullarına göre tespit edilmiştir. Bu bağlamda birinci koşul olan bağımsız değişken (ESG) bağımlı değişken (ROE) üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmalı (c yolu: .0003), ikinci koşul yani bağımsız değişkenin (ESG) aracı değişken (entelektüel sermaye) üzerindeki etkisi anlamlı olmalı (a yolu: .0774) ve aracı değişken (entelektüel sermaye) birinci adımdaki regresyon analizine dâhil edildiğinde, bağımsız değişkenin (ESG) bağımlı değişken (ROE) üzerindeki regresyon katsayısı düşerken (c':.0001), aracı değişkenin de bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi olmalıdır koşulları sağlanmıştır. Aracılık etkisinin varlığının anlamlılık durumu Sobel Testi ile test edilmiş olup test sonuçlarına (Sobel:3.051, p:0.002) göre entelektüel sermayenin kısmi aracılık etkisinin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
- 4) Ek 6.5'te Gelişmekte olan ülkeleri esas alan örnekleme göre Kurumsal skorunun TOBINQ etkilemesinde entelektüel sermayenin kısmi aracılık etkisinin varlığı Baron ve Kenny yönteminin koşullarına göre tespit edilmiştir. Bu bağlamda birinci koşul olan bağımsız değişken (kurumsal) bağımlı değişken (TOBINQ) üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmalı (c yolu: .0023), ikinci koşul yani bağımsız değişkenin (kurumsal) aracı değişken (entelektüel sermaye) üzerindeki etkisi anlamlı olmalı (a yolu: .0348) ve aracı değişken (entelektüel sermaye) birinci adımdaki regresyon analizine dâhil edildiğinde, bağımsız değişkenin (kurumsal) bağımlı değişken (TOBINQ) üzerindeki regresyon katsayısı düşerken (c':.0018), aracı değişkenin de bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi olmalıdır koşulları sağlanmıştır. Aracılık etkisinin varlığının anlamlılık durumu Sobel Testi ile test edilmiş olup test sonuçlarına (Sobel:1.989, p:0.046) göre entelektüel sermayenin kısmi aracılık etkisinin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
- 5) Ek 6.6'da Anglo-Sakson ülkeleri esas alan örnekleme göre Sosyal skorunun TOBINQ etkilemesinde entelektüel sermayenin kısmi aracılık etkisinin varlığı Baron ve Kenny yönteminin koşullarına göre tespit edilmiştir. Bu bağlamda

birinci koşul olan bağımsız değişken (sosyal) bağımlı değişken (TOBINQ) üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmalı (c yolu: .0038), ikinci koşul yani bağımsız değişkenin (sosyal) aracı değişken (entelektüel sermaye) üzerindeki etkisi anlamlı olmalı (a yolu: .0547) ve aracı değişken (entelektüel sermaye) birinci adımdaki regresyon analizine dâhil edildiğinde, bağımsız değişkenin (sosyal) bağımlı değişken (TOBINQ) üzerindeki regresyon katsayısı düşerken (c':.0037), aracı değişkenin de bağımlı değişken üzerinde anlamlı bir etkisi olmalıdır koşulları sağlanmıştır. Aracılık etkisinin varlığının anlamlılık durumu Sobel Testi ile test edilmiş olup test sonuçlarına (Sobel:2.141, p:0.032) göre entelektüel sermayenin kısmi aracılık etkisinin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Analiz sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde;

ESG skorları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştıran birinci aşama analiz sonuçlarına göre, ESG faaliyetlerinin işletmelerin performansını artıracak yönünde kesin kanıtların olmadığı işletmelerin faaliyette bulunduğu ülkenin finansal gelişmişlik düzeyi ve hukuk sisteminin farklı olmasının sonuçları etkileyeceği sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca ESG ile finansal performans arasındaki ilişkide bazı örneklerde doğrusal olmayan ilişkilerin anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu durumda ESG skorlarının finansal performansa etkisinin genellenemeyeceği sonucuna ulaşılmaktadır.

ESG skorları ile entelektüel sermaye arasındaki ilişkiyi araştıran ikinci aşama analiz sonuçlarına göre, gelişmiş finansal piyasalara sahip ve Anglo-Sakson hukuk sistemi uygulanan ülkelerde ESG faaliyetlerinin entelektüel sermayeye etkisinin olumlu olduğu görülmektedir. İşletmelerin çevresel, sosyal ve kurumsal faaliyetlere önem vermeleri ve bu yönde adımlar atmaları, itibarlarını artırır ve çalışılmak istenilen kurum olarak öne çıkmalarını sağlar. Bu durum, nitelikli personel istihdamı olanaklarını artırarak beşerî sermayelerini güçlendirir. Ayrıca, ESG faaliyetleri örgüt kültürünün oluşturulmasına katkıda bulunur. Çalışanlar arasındaki iş birliğinin rekabetten daha önemli hale gelmesi, fikir ve düşüncelerin özgürce ifade edilmesi ve yenilikçi projelerin hayata geçirilmesi gibi faktörler, işletmelerin entelektüel

sermayesinin artmasına katkı sağlar. Buna ek olarak, ESG faaliyetleri işletmelerin müşteriler nezdindeki itibarını artırır. Bu durum, üretilen mal ve hizmetlerin tercih edilebilirliğinin artmasına ve dolayısıyla ilişkisel sermayelerinin artmasına yol açacaktır.

Entelektüel sermaye ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştıran üçüncü aşama analiz sonuçlarına göre, tüm örneklerde entelektüel sermaye finansal performansı artırmaktadır. Entelektüel sermayenin işletmelere sağladığı inovasyon, itibar, operasyonel verimlilik, müşteri memnuniyeti ve sadakat ile rekabet gücü, işletmelerin operasyonel, finansal ve piyasa performanslarına olumlu yönde katkıda bulunmaktadır.

ESG skorları ile finansal performans arasındaki ilişkide entelektüel sermayenin aracılık etkisini araştıran dördüncü aşama analiz sonuçlarına göre, entelektüel sermayenin bazı örneklerde önleyici ve aracı etkileri görülmektedir. Ancak bütün örnekler için bu aracılık etkisinin varlığının tespit edilememesi, ESG finansal performans arasındaki ilişki de farklı araçların olabileceğini göstermektedir. Bu bağlamda entelektüel sermayenin aracılık rolünün varlığı kabul edilmekle birlikte farklı aracı değişkenlerin de çalışmaya dahil edilmesi daha anlamlı sonuçların çıkmasını sağlayabilir.

SONUÇ

Kıt kaynakların verimli kullanımı, üretim kaynaklı çevresel problemler, işletmelerin salt kâr odaklı faaliyet göstermesi ve çalışma koşullarının iyileştirilmesi gerekliliği gibi durumlar zamanla toplumda daha fazla önemsenerek sürdürülebilirlik fikrinin doğmasına zemin hazırlamıştır. İşletmelerin sosyal sorumluluklarının olduğu fikrinin kabul görmesiyle başlayan süreç daha sonra evrilerek çevresel ve yönetsel sorumlulukları da içine almıştır. Dernek ve vakıfların öncülüğünde başlayan sürdürülebilirlik alanındaki çalışmalar, devletlerin de bu konuya eğilmeleriyle birlikte hız kazanmıştır. Özellikle son dönemde BM 2030 sürdürülebilir kalkınma hedeflerinin belirlenmesi ve tüm paydaşlarca kabulü sürdürülebilirlik anlayışının en önemli adımıdır. Buna ek olarak birçok yatırımcı ve kreditor işletmelere yatırım yapmadan önce geleneksel finansal kriterlere ek olarak ESG faaliyetlerini de göz önünde bulundurmaya başlamıştır. Bu gelişmeler, finans alanında ESG odaklı sermaye araçlarının yaygınlaşmasını ve işletmelerin ESG faaliyetlerine verdiği önemi artırmaktadır. İşletmelerin ESG faaliyetlerini paydaşlarca daha iyi anlaşılabilir kılmak amacıyla, raporladıkları ESG faaliyetleri derecelendirme kuruluşları tarafından ESG skorlarına dönüştürülmektedir. ESG faaliyetlerinin skorlanması, işletmelerin sektördeki diğer firmaların ESG performanslarıyla objektif bir şekilde karşılaştırılmasına olanak tanımaktadır.

Friedman'ın işletmelerin kâr maksimizasyonundan başka ana hedefinin olmaması gerektiği fikrine rağmen, iş dünyasında ve sürdürülebilirlik literatüründe ESG faaliyetlerinin hem işletmelere hem de diğer paydaşlara fayda sağlayacağı genel olarak kabul görmektedir. Ancak bu alanda yapılan çalışmaların sonuçları, sektör ve ülke farklılıklarına göre farklı sonuçlar öngörmektedir. Bu çalışmada da farklı gelişmişlik düzeyine ve hukuk sistemine sahip olan ülkelerden oluşturulan bir örneklem ile çalışma gerçekleştirilerek ESG faaliyetlerinin işletmelere getireceği faydalar analiz edilmeye çalışılmıştır. Bu bağlamda finans şirketleri dışında kalan sektörlerde bulunan işletmelerin ESG verileri kullanılmış, analizler gerçekleştirilmiş ve sonuçlar yorumlanmıştır.

Araştırma sonuçlarının ilk kısmında yer alan tanımlayıcı istatistiksel tablolara göre ESG tüm, çevresel, sosyal, kurumsal skor ortalamaları ele alındığında çalışmada yer alan işletmelerin ESG skorlarının benzer olduğu, ancak hukuk sistemleri şeklinde alt kategorilere ayrılması durumunda Kıta Avrupası hukuk sistemi uygulayan ülkelerde bulunan işletmelerin ESG tüm, sosyal ve çevresel skorlarının Anglo-Sakson ve Karma hukuk sistemi uygulayan ülkelerdeki işletmelere göre daha fazla olduğu ortaya çıkmıştır. Kıta Avrupası hukuk sistemi uygulayan ülkeler Anglo-Sakson hukuk yapısına sahip ülkelere göre paydaş kavramının ön planda tutulduğu, konsantre sahiplik yapısı, konsantre oy hakkının bulunması gibi farklılıklara sahiptirler. Bu durum işletmelerin çevresel ve sosyal faaliyetlere daha fazla önem vermelerine neden olmuş olabilir. Bununla birlikte kurumsal yönetim skoru açısından Anglo-Sakson hukuk sistemi uygulayan ülkeler açık şekilde daha fazla kurumsal yönetim skoruna sahiptirler. Anglo-Sakson hukuk sistemi uygulayan ülkelerde bulunan işletmelerde paydaş kavramından ziyade hissedar kavramı öne çıkmaktadır. Bu işletmelerde dağınık sahiplik ve oy yapısı özellikleri görünmekte olup, işletmelerin en büyük sorunları literatürde vekalet teorisi kısmında anlatıldığı üzere vekalet problemleridir. Enron skandalından sonra özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde yatırımcı ve kreditorlerin güveninin tekrar kazanılabilmesi için kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmiş ve ABD kurumsal yönetim ilkeleri konusunda dünyada ön plana çıkan ülke konumuna gelmiştir. Çalışmada da görüldüğü üzere kurumsal yönetim skorları Anglo-Sakson ülkelerde diğer hukuk sistemlerine göre daha yüksek çıkmıştır.

2015 yılından sonra ESG skorlarında artış göze çarpmaktadır. BM sürdürülebilirlik zirvesinde belirlenen hedefler ve Paris İklim antlaşmasında alınan kararlar, işletmelerin ESG faaliyetlerini yoğunlaştırmasına ve sonucunda böyle bir artışa neden olmuş olabilir.

Çalışmada panel veri analizi ile ESG ve finansal performans arasında ilişki ve olası ilişkide entelektüel sermayenin aracılık rolü araştırılmıştır. Bu amaçla, araştırma 4 aşamada yürütülmüş ve her aşamada alt kırılımlar yapılarak hipotezler oluşturulmuştur. İlk olarak çalışmada model seçimi testleri yapılarak

gerçekleştirilmiştir. Daha sonra model varsayımları test edilmiş ve uygun tahminci olarak Driscoll-Kraay dirençli tahmincisi kullanılmıştır.

Analiz sonuçları kısaca özetlenecek olursa:

ESG skoru ile ROA arasında Tüm, Gelişmiş ve Kıta Avrupa hukuk sistemi kullanılan ülkeler örneklemi dikkate alındığında negatif ilişki, ROE ise Gelişmiş ve Kıta Avrupa hukuk sistemi kullanılan ülkeler dikkate alındığında negatif ilişki, Anglo-Sakson ülkelerde pozitif ilişki saptanmıştır. ESG skoru Kıta Avrupa Hukuk sistemine sahip olan ülkelerde bulunan işletmelerin finansal performansına (ROE) negatif bir etki yaptığı tersine Anglo-Sakson ülkelerdeki işletmeler için pozitif etkisinin olduğu görülmektedir. Bu durumda Anglo-Sakson hukuk sisteminin hüküm sürdüğü ülkelerde bulunan işletmelerin yapmış oldukları ESG faaliyetlerinin işletmelere fayda sağladığı (rekabet, itibar vb.) ve bu durumun finansal performanslarına olumlu yansıdığı sonucuna ulaşılabilir. ESG ile TOBINQ arasında ise Gelişmekte ve Kıta Avrupası örneğinde pozitif ilişki tespit edilmiştir. Gecikmeli analiz incelendiğinde ise ESG ile ROA ve ROE arasındaki ilişki incelendiğinde ROA tüm örneklerde, ROE ise Tüm, Gelişmiş, Gelişmekte ve Kıta Avrupası ülkeler arasında negatif ilişki, Kıta Avrupası örneğinde TOBINQ ile pozitif ilişki bulunmuştur. Literatür araştırıldığında Aras vd. (2010), Lee vd. (2013), Kalia ve Aggarwal (2022), Naeem ve Cankaya (2022), Duque ve Aguilera-Caracuel (2021), Jyoti ve Khanna (2021). Atan vd (2018) gibi çalışmalar ya anlamlı ilişki bulamamış ya da negatif bir ilişki tespit ederken, Nguyen vd. (2022), Zhao vd. (2018), Sandberg vd. (2023), Lee ve Isa (2023) Chouaibi vd. (2022) pozitif bir ilişki tespit etmişlerdir. Franco vd. (2020) ise ESG faaliyetleri ile finansal performans arasında U şeklinde bir ilişkinin oluşunu ESG faaliyetlerinin belli bir seviyeye kadar finansal performansı negatif etkilediğini tespit etmişlerdir.

Tespit edilen anlamsız ve negatif ilişki sonuçları ESG faaliyetlerine yapılan harcamaların işletmelerin performanslarına ya etkilerinin olmadığını ya da negatif etkilerinin olduğu sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Negatif etkinin varlığı hissedar teorisi ve dengeleme teorisi anlayışı ile uyumludur. Pozitif ilişki sonuçları ise işletmelerin yapmış oldukları ESG faaliyetlerinin işletmelerin kârlılıklarına olumlu

yönde etki ettiğini ve toplum tarafından yapılan çalışmaların onaylanarak işletme performanslarına olumlu yansıdığını göstermektedir. Pozitif ilişkinin varlığı paydaş teorisi ve meşruiyet teorisinin öngörülleri ile uyumludur.

ESG alt skorları olan çevresel, kurumsal ve sosyal skorlar yönünden analiz sonuçları incelendiğinde ise;

İşletmelerin sosyal faaliyetlerini yerine getirilerken belli bir maliyete katlanmak zorundadırlar. Paydaş teorisinde vurgulandığı gibi işletmelerce yapılan sosyal faaliyetlerin işletmelerin çalışanları ve diğer paydaşları ile pozitif bir bağ kurmasını sağlayarak işletmelere rekabet avantajı sağlaması ve bu durumun işletmelerin performanslarına olumlu yansımaları beklenir. Çalışmada analiz edilen gruplar arasında sosyal skor ile performans arasında farklı sonuçlar elde edilmiştir. Tüm ve Gelişmekte olan ülkeler örneklemeleri dikkate alındığında operasyonel ve finansal performansı gösteren ROA ve ROE değişkeni ile sosyal skor arasında anlamlı negatif ilişki gözlenmektedir. Qiu (2016) böyle bir sonucun gerekçesi olarak, sosyal faaliyetlerin işletmelerin itibarlarını yükseltip paydaşlarca takdir edilerek işletmelerin finansal performanslarına olumlu etki edebilmesi için daha uzun sürelerle ihtiyaç olduğunu öne sürmektedir (Qiu, 106: 113). Bu sonuç sosyal faaliyetler için katlanılan maliyetlerin olumlu sonuçlar vermediği, en azından kısa vadede bu maliyetlerin işletmeler için bir mali yük oluşturduğunu göstermektedir. Sonuçlar paydaş teorisinin öne sürdüğü olumlu etki düşüncesine aykırı, hissedar teorisi ile uyumludur. Diğer taraftan Gelişmiş ülkeler örneğinde piyasa performansını temsil eden TOBINQ ile pozitif ve anlamlı bir ilişki görülmektedir. Bu durumda gelişmiş ülkelerde işletmelerin yapmış oldukları sosyal faaliyetlerin en azından piyasa aktörleri tarafından olumlu karşılandığı ve işletmelerin ödüllendirildiği sonucunu çıkarılabilir. Gelişmiş ülkelerin daha derinlikli finansal piyasalara, farklı yatırım araçlarına sahip olmaları, daha fazla yatırımcı çekebilmeleri geliştirmekte olan ülkelere göre işletmelerin yaptıkları faaliyetlerin daha kolay değerlendirilmesine imkân vermektedir. Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası hukuk sistemlerinin hüküm sürdüğü ülkeler bazında sonuçlar değerlendirilecek olursa; Piyasa performansı (TOBINQ) açısından ise her iki grupta sosyal skor ile piyasa performansı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Sosyal faaliyetleri yüksek olan işletmelerin daha az riskli olduğu (Bacha vd., 2020), itibarlarının daha yüksek olduğu (Bahta vd., 2021) ve dolayısıyla kreditor, yatırımcı ve tüketiciler tarafından tercih edilme eğiliminin yüksek olduğu bunun sonucunda da diğer işletmelere göre daha üstün performans gösterdiğini belirten çalışmalar (Rodriguez-Fernandez (2016), Okafor vd. (2021), Shahzad vd. (2022)) ile benzerlik göstermektedir (Zahid, 2022: 206).

Çevresel skor ile işletme performansları arasındaki ilişkiler incelendiğinde; Gelişmekte ve Kıta Avrupa hukuk sistemi örneklemlerinde Çevresel skor ile ROE skorları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. TOBINQ açısından ise anlamlı ilişki sadece Kıta Avrupa Hukuk sistemi örnekleminde ve negatif olarak gerçekleşmiştir. Bu durum gelişmekte olan ülkelerde, işletmelerin çevresel faaliyetler için katlandıkları maliyetlerin finansal performans (ROE) açısından kârlı bir şekilde geriye kazanılabildiğini göstermektedir. Hukuk sistemleri açısından örneklemler karşılaştırıldığında Kıta Avrupa Hukuk sistemine tabi ülkelerde çevresel skorların işletmelere pozitif katkı sağlarken piyasa performansını negatif etkilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Marsat ve Willams (2011)' a göre negatif etkinin nedeni ilk olarak; yatırımcıların işletmelerin ESG faaliyetlerini marjinal maliyet ve faydalarına bakarak değerlendirmeleri ve yapılan bu faaliyetlerin hissedarların çıkarlarına zarar verdiklerini düşünmeleridir. Bu görüş vekalet teorisi ile uyumlu olarak ESG için yapılan harcamaların hissedarların servetlerini maksimize edilmesi ile paydaşların çıkarları arasında bir çıkar çatışmasına yol açtığı görüşüne dayanmaktadır. İkinci neden olarak miyop yatırımcıların ESG faaliyetlerinin uzun vadeli sonuçları hakkında yeterli öngörüye sahip olmamaları ve ESG faaliyetlerinin potansiyel faydalarını kaçırmaları olarak gösterilebilir. ESG maliyetlerine fazlaca odaklanmanın neticesinde gelecekte meydana gelecek nakit akışlarını tahmin etmekte zorlanılmakta ve bunun sonucu olarak ESG faaliyetleri yapan işletmelere gerekli ilgiyi göstermekten kaçınılmaktadırlar (Marsat ve Williams, 2011:12).

Kurumsal yönetim skoru ile işletmelerin performansları arasındaki ilişki incelendiğinde Gelişmiş ülkelerde ve Kıta Avrupa Hukuk Sistemi uygulayan ülkelerde negatif ve anlamlı, Gelişmekte olan örnekleimde ise pozitif ve anlamlı bir ilişki göze

çarpmaktadır. Nitekim özellikle Enron skandalından sonra hissedar ve yatırımcıların yeniden güvenini tesis edebilmek ve paydaşlara bir güvence sunabilmek adına kurumsal yönetim ilkeleri açıklanmış ve şirketlerce uygulanmaya başlanmıştır. Ancak kurumsal yönetim uygulamalarının eleştirilen ve ek maliyet (bağımsız üyelerin maliyetleri, ek denetim maliyetleri vb.) getiren yönleri bulunmaktadır. Agrawal ve Knoeber (1996) ve Klein (1998) bağımsız yönetici sayısı ile firma performansı arasında negatif yönlü anlamlı bir ilişki bulmuşlardır (Kyere ve Ausloss, 2020: 1874). Cavaco, vd. (2016) çalışmasında bağımsız yöneticilerin faydasının maliyetinden daha az olduğunu yani bağımsız yönetici sayısı ile finansal performans arasında negatif ilişki olduğunu bulmuşlardır. Guest (2009) ise yapmış olduğu çalışmada büyük yönetim kurulu varlığının iyi iletişim ve etkili karar alma yönünden negatif etkisinin olacağını dolayısıyla finansal performansı negatif etkiyeceğini söylemektedir (Kyere ve Ausloss, 2020: 1875). Gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında kurumsal yönetim ile yapılan çalışmaların işletmelerin direkt operasyonel (ROA) ve finansal (ROE) performanslarına etkisi olmasa bile piyasa (TOBINQ) performanslarına etkisi olduğunu göstermektedir. Bu durum işletmelerin kurumsal yönetim ile ilgili faaliyetlerinin yatırımcılar tarafından takip edilip desteklendiğini göstermektedir. Çalışmada kullanılan kurumsal yönetim skorunun tek olması farklı sonuçların elde edilmesine neden olmuş olabilir. Kurumsal yönetim skorunu oluşturan faaliyetlerin tek tek ele alınması daha anlamlı bir analiz sunabilir. Nitekim Kyere ve Ausloss (2020) yapmış oldukları çalışmada kurumsal yönetimi oluşturan hisse sahipliği (insider shareholding), yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yönetim kurulu üyeliği, CEO ikiliği gibi unsurların finansal performansa farklı etkilerinin olduğunu bu durumun genelleme yapmayı zorlaştırdığını söylemektedirler (Kyere ve Ausloss, 2020: 1874-1875-1883).

Doğrusal olmayan regresyon sonuçlarına göre ESG skorları ile piyasa performansını ifade eden TOBINQ arasında Tüm, Gelişmiş ve Anglo Sakson Hukuk yapısına sahip ülkeler örneklerinde U şeklinde bir ilişki gözlenmiştir. Bu ilişki ESG faaliyetlerinin belli bir seviyeye kadar piyasa tarafından olumsuz algılandığı ve belli skoru geçen ESG faaliyetlerinin ise piyasa performansını olumlu etkilediğini göstermektedir. Sonuçlara paydaş teorisi ışığında bakıldığında ESG faaliyetlerinin

piyasa performansını artırdığı dolayısıyla paydaşlarca yapılan faaliyetlerin ödüllendirildiğini ancak bu durumun sadece belli bir seviye ESG skoruna sahip işletmelerde geçerli olduğu söylenebilir. Gelişmiş finansal piyasalara sahip olan ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerin paydaşlar ile kurdukları iletişimlerinin güçlü olması, işletme ile ilgili faaliyetlerin raporlama sıklığı ve kalitesi gibi unsurlar nedeniyle ESG faaliyetlerini paydaşlara daha iyi anlattıkları düşünülebilir. Analiz sonuçlarına göre Gelişmiş ülkelerdeki işletmelerin belli bir seviyeden sonraki ESG faaliyetleri piyasa performanslarına pozitif etki etmektedir. İşletmelerin içerisinde buldukları ülkenin hukuk yapılarına göre değerlendirildiklerinde Anglo-Sakson ülkelerinde faaliyet gösteren işletmelerin ESG faaliyetleri ile piyasa performansları arasında U şeklinde ilişki vardır. Kıta Avrupası hukuk sistemindeki işletmelerde daha merkezîyetçi ve pay sahipliği yüksek bir hissedarlık yapısı varken, Anglo-Sakson ülkelerde dağınık bir sahiplik yapısı ve dolayısıyla borsaya daha fazla oranda kote olma eğilimi vardır. Bu durum işletmelerin ESG faaliyetlerinin piyasa performansına etki ettiğini göstermektedir. Sosyal skor açısından analiz sonuçları incelendiğinde Gelişmiş örneklem grubunda yer alan işletmelerin yapmış oldukları sosyal faaliyetler geliştirmekte olan ülkelerdeki işletmelerin aksine belli seviyeden sonra işletmelerin operasyonel ve finansal performanslarını pozitif yönde etkilediği gözlenmiştir. Aynı şekilde Anglo-Sakson örneklem grubunda faaliyet gösteren işletmelerin yapmış oldukları sosyal faaliyetleri Kıta Avrupası örneklemin aksine U şeklinde gerçekleşmiştir. Bu durum paydaş teorisinin öngördüğü ESG faaliyetleri ile ilgili öngörülerinin Gelişmekte ve Anglo-Sakson ülkelerde faaliyet gösteren bazı işletmeler için geçerli olduğunu göstermektedir. Çevresel faaliyetlerin Gelişmiş örnekleminde ROA ile, Karma örnekleminde TOBINQ ile Ters U şeklinde anlamlı bir ilişkisinin varlığı tespit edilmiştir. Ters U şeklindeki ilişki işletmelerin belli bir seviyeye kadar çevresel faaliyetlerinden fayda sağladığı daha sonra ise çevresel faaliyetlerden negatif yönlü etkilendiğini göstermektedir. Kurumsal yönetim ile ilgili yapılan faaliyetler yönünden analiz sonuçları incelendiğinde Kıta Avrupası örnekleminde TOBINQ ile U şeklinde bir ilişkinin varlığı gözlenmektedir. Kıta Avrupa hukuk sisteminde uygulandığı ülkelerdeki işletmelerin kurumsal yönetim faaliyetlerinin paydaşlar tarafından olumlu karşılanarak ödüllendirildiği, Anglo-Sakson hukuk sisteminin uygulandığı ülkelerde faaliyet gösteren işletmelerce yapılan kurumsal faaliyet

sonuçlarının anlamlı olmadığı sonucuna ulaşılabilir. Sonuçlar Nuber vd., (2020), Buallay ve Barone (2022), Han, vd. (2016), Barnett ve Salomon (2012), Trumpp ve Guenther (2017), Pu (2023) ile benzerlik göstermektedir.

İkinci aşamada ESG skorlarının entelektüel sermayeye etkisi araştırılmıştır. Entelektüel sermaye en genel tanımıyla işletmelerin sahip oldukları beşerî, yapısal ve ilişkisel sermayesinin toplamı olarak ifade edilmektedir. ESG faaliyetlerinin teorik olarak işletmeye olan güveni, marka değerini, çalışanların motivasyonunu, örgütsel bağlılığı ve itibarı artırarak işletmenin entelektüel sermayesini artıracığı düşünülür. Yapılan çalışmalar Karyani ve Perdiandiyah (2022), Reboredo ve Sowaity (2022), Gangi vd. (2019) ve Ramos vd. (2018) ESG faaliyetlerinin işletmelerin entelektüel sermayelerine olumlu katkılarının olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Sonuçlar değerlendirildiğinde ESG faaliyetlerinin entelektüel sermayeyi artırdığı ve artışın Tüm, Gelişmiş ve Anglo-Sakson ülkelerde anlamlı olduğu tespit edilmiştir. ESG alt skorları incelendiğinde ise sosyal faaliyetlerin Anglo-Sakson ve Gelişmiş ülkelerde, kurumsal faaliyetlerin ise Tüm, Gelişmekte ve Karma hukuk uygulayan ülkelerde anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu anlamlı ve pozitif ilişkiler ESG faaliyetlerinin işletmelerin maddi olmayan varlıklarına olumlu yönde yansıdığı ve işletmelerin varlık toplamını artırdığı sonucuna ulaşılabilir.

Üçüncü aşama çalışmada kullanılan tüm örneklerde entelektüel sermayenin finansal performans üzerinde anlamlı ve pozitif ilişkisi bulunmuştur. Literatür incelendiğinde Berzkalne ve Zelgalve (2014), Chen vd.,(2005), Ariff ve Zijl(2016), Ghosh ve Mondal (2009), Clarke vd. (2011) gibi çalışmalarla benzer sonuçlar bulunduğu tespit edilmiştir. İşletmelerin entelektüel sermayelerine önem vererek artırmaları durumunda finansal performanslarına olumlu yönde yansıtacağı sonucuna ulaşılabilir.

Dördüncü aşamada entelektüel sermayenin aracılık etkisi aranmıştır. Aracılık ve düzenleyicilik etkisi analizleri son yıllarda öne çıkan yöntemlerden başında gelmektedir. Analiz sonuçlarına göre bazı örneklem gruplarında aracılık etkisi tespit edilmiştir. Literatür araştırıldığında sonuçların Shahzad, vd. (2022), Nirino vd. (2022),

Jain vd. (2017) gibi çalışmalarla benzerlik göstermektedir. İşletmeler ESG faaliyetlerini yerine getirerek entelektüel sermayelerini artıracaklar ve bu sayede finansal performanslarına pozitif katkı sağlayacaklardır. ESG faaliyetleri ile işletmelerin paydaşlar nezdinde itibarları artacak ve bu sayede;

- 1) Daha nitelikli personeller istihdam edebilecekler, halen çalışmakta olan personelin işe bağlılığı artacak
- 2) Müşteri sadakatinin artması ve yeni müşteriler kazanma ihtimalleri artacak, yatırımcılar tarafından tercih edilerek düşük maliyetli finansmana ulaşabilecekler
- 3) Çalışanlar arası rekabetten çok iş birliğinin gelişmesi sinerji oluşturarak yenilikçi ve rekabetçi bir ortamın oluşmasını sağlayacaktır (Peng ve Isa, 2020: 7.

Tüm bu gelişmeler işletmelerin finansal performanslarına olumlu şekilde katkı sağlayacaktır.

Gelecek Çalışmalar ve Araştırmanın Kısıtları

Çalışma genel olarak değerlendirildiğinde işletmelerin yapmış oldukları ESG faaliyetlerinin finansal performanslarını pozitif yönde geliştirmesi açısından açık ve kesin sonuçlar elde edilememiştir. Literatürde yapılan diğer çalışmalar Lahouel (2022) Bissoondoyal-Bheenick, vd. (2023) gibi ESG faaliyetlerinin ülke, sektör ve şirket bağlamında değerlendirilerek sonuca gidilmesinin daha doğru bir yöntem olacaktır. Analiz sonuçları kesin bir ifade ile ESG faaliyetlerinin her işletme için finansal performansa etkisinin pozitif ya da negatif olacağı şeklinde bir çıkarım yapılamayacağı göstermektedir. Ancak Birleşmiş Milletler'in 2030 yılı sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda

- 1) Ülkelerin gereken yasal ve altyapı düzenlemeleri yapmaları,
- 2) İşletmelerin faaliyetlerini sürdürürken ESG faaliyetlerine daha fazla önem vermeleri,
- 3) Paydaşların ürün, hizmet ve finansman gibi konularda ESG faaliyetlerini yerine getiren işletmeleri tercih etmeleri,

gibi gelişmeler ESG faaliyetlerinin işletmelerin finansal performanslarına olumlu etkiler göstermesini sağlayacaktır.

ESG skorları bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından işletmelerin sunmuş oldukları raporlara göre belirlenmektedir. Bu bağlamda Meşruiyet Teorisi'nin ışığında büyük şirketlerin kamuoyundan daha fazla baskı göreceği ve dolayısıyla küçük şirketlere göre ESG açıklamalarını kamuoyu ile daha fazla paylaştıkları söylenebilir. Gelecekte yapılacak çalışmalarda firma büyüklüğüne göre bir ayırım yaparak ya da sadece büyük firmaları alacak şekilde bir çalışmanın yapılması ESG ile finansal performans arasındaki ilişkinin daha kolay anlaşılmasını sağlayacaktır.

Her çalışmada olduğu gibi bu çalışmanın da kısıtları bulunmaktadır. İşletmelerin yapmış oldukları ESG faaliyetlerinin ölçüm ve raporlanmasında yaşanan sorunlar bu çalışmanın en büyük kısıtını oluşturmaktadır. Bu tarz çalışmalarda işletmelerin yapmış oldukları Yeşille Aldatma (Greenwashing) faaliyetlerinin ayırt edebilmesinin zor olması çalışmaların sonuçlarına etki edebilmektedir. Buna ek olarak ESG skorlarını raporlayan şirketlerin becerisi, altyapısı gibi özellikler ESG puanlamasını etkileyebilmektedir. Aracılık etkisinde aracı değişken olarak kullanılan entelektüel sermayeyi temsil eden katma değer katsayısı (VAIC) literatürde sıklıkla kullanılmasına rağmen entelektüel sermayeyi tam olarak yansıtmaması (örneğin ilişki sermayenin ölçülmemesi) nedeniyle eleştirilmektedir. Ancak son zamanlarda yapılan çalışmalarda VAIC yöntemi geliştirilerek modifiye edilmiş VAIC yöntemi kullanılmaya başlanmıştır. Gelecek çalışmalarda bu yöntem kullanılarak yeni çalışmalar yapılabilir.

Çalışmanın diğer bir kısıtı literatürde yer alan Zhai, vd. (2022), Mughal, vd. (2021), Raimo, vd. (2021), Buallay (2020), Şişman ve Çankaya (2021), Pulino, vd.(2022) yapmış oldukları çalışmalarda olduğu gibi R^2 değerlerinin göreceli düşük olmasıdır. R^2 değeri modelin uyum iyiliğinin bir ölçüsü değil bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenleri açıklama oranını göstermektedir. Abelson (1985) Varyans açıklama paradoksu: azın önemi adlı makalesinde bağımlı değişkeni açıklayan bağımsız değişkenin açıklama oranının (R^2) düşük olmasına rağmen önemli olabileceğini vurgulamaktadır. Yüksek R^2 değerlerine sahip yanlış modeller varken,

düşük R^2 değerine sahip mükemmel modeller de vardır (Christensen, 2017: 373). Sosyal bilimler ve davranış bilimleri alanında yapılan çalışmaların ana amacı genellikle yüksek tahmin doğruluğundan ziyade ilişkileri, eğilimleri ve altta yatan mekanizmaları keşfetmektir (Pong ve Fong, 2023: 16). Wooldridge R^2 değerinin ekonometrik bir analizin ana ölçüsü olarak kullanılmasının sorunlar ortaya çıkarabileceğini, özellikle sosyal bilimler alanında yapılan kesitsel analizlerde düşük R^2 değerlerinin normal olduğunu, bağımlı değişken ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin doğruluğunun R^2 büyüklüğüne bağlı olmadığını söylemektedir (Wooldridge, 2016 :35). Benzer çalışmalarda farklı R^2 değerleri çalışmaların veri setlerinin yapısından, çalışmada kullanılan değişkenlerden ve verilerin elde edildiği kaynaklardan dolayı ortaya çıkabilmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkinin varlığının yorumlanması modellerin etki büyüklüğünün ölçülmesinden daha değerli sonuçlar ortaya çıkaracaktır (Rights ve Sterba, 2018, akt: Tran, 2021: 42). Bağımlı değişkeni açıklayan pek çok bağımsız değişken bulunmaktadır. Bu değişkenlerin çalışmalara dahil edilmesi R^2 değerinin artmasını sağlayacaktır. Nitekim Tatoğlu (2005) çalışmasında ortaya çıkan düşük R^2 değerinin nedeni olarak modele dahil edemediği makro-iktisadi değişkenlerin (faiz oranı ve enflasyon gibi) ve yatırımcı davranışlarının eksikliğine bağlamaktadır (Tatoğlu, 2005: 167).

Çalışmanın bir diğer kısıtı entelektüel sermayenin bileşenlerini tek tek ele alınmamasıdır. Çalışmada sadece VAIC katsayısını entelektüel sermayeyi temsilen kullanılmıştır ve entelektüel sermayenin etkisinin tek olduğu kabul edilmiştir. İleride yapılacak çalışmalarda bileşenlerin tek tek ele alınması daha detaylı analizler yapılmasını sağlayacaktır.

Çalışmada kullanılan veriler 2010-2021 yılları arasında verileri ESG puanları Eikon veri tabanında olan şirketlerle gerçekleştirilmiştir. Farklı veri tabanları ile benzer çalışmalar yapılması sonuçların karşılaştırılabilmesi açısından önemli olabilir. Ayrıca çalışmaya daha az verisi olan şirketlerinde dahil edilmesi ile örneklem çoğaltılabilir.

Çalışmada tek bir aracılık analizi yapılmıştır gelecekte yapılacak çalışmalarda farklı araçların kullanılması ESG finansal performans arasındaki ilişkinin daha iyi anlaşılmasına yardımcı olacaktır.



EKLER
EK-1 Model Seçim Sonuçları

ESG-FP			Ki-Kare		
MODEL 1	Model 1.1 (ROA)	TÜM	192.49	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 1.2 (ROE)		197.51	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 1.3 (TOBİNQ)		75.14	0.0000	Sabit Etkiler
MODEL 2	Model 2.1 (ROA)	Gelişmiş	139.04	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 2.2 (ROE)		173.53	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 2.3 (TOBİNQ)		94.76	0.0000	Sabit Etkiler
MODEL 3	Model 3.1 (ROA)	Gelişmekte	59.32	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 3.2 (ROE)		54.82	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 3.3 (TOBİNQ)		34.70	0.0000	Sabit Etkiler
MODEL 4	Model 4.1 (ROA)	Kıta Avrupası	33.14	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 4.2 (ROE)		32.99	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 4.3 (TOBİNQ)		12.70	0.0798	Rassal Etkiler
MODEL 5	Model 5.1(ROA)	Anglo-Sakson	68.11	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 5.2 (ROE)		91.52	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 5.3 TOBİNQ)		48.37	0.0000	Sabit Etkiler
MODEL 6	Model 6.1 (ROA)	Karma	87.20	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 6.2 (ROE)		107.08	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 6.3 (TOBİNQ)		29.25	0.0001	Sabit Etkiler
(E-S-G) -FP	E-S-G -FP		Ki-Kare		
MODEL 7	Model 7.1 (ROA)	TÜM	199.11	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 7.2 (ROE)		223.27	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 7.3 (TOBİNQ)		125.30	0.0000	Sabit Etkiler
MODEL 8	Model 8.1(ROA)	Gelişmiş	140.06	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 8.2 (ROE)		177.87	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 8.3 (TOBİNQ)		123.27	0.0000	Sabit Etkiler
MODEL 9	Model 9.1 (ROA)	Gelişmekte	71.73	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 9.2 (ROE)		66.89	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 9.3 (TOBİNQ)		42.25	0.0000	Sabit Etkiler
MODEL 10	Model 10.1 (ROA)	Kıta Avrupası	33.54	0.0001	Sabit Etkiler
	Model 10.2 (ROE)		34.92	0.0001	Sabit Etkiler
	Model 10.3 (TOBİNQ)		17.54	0.0408	Sabit Etkiler
MODEL 11	Model 11.1(ROA)	Anglo-Sakson	69.04	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 11.2 (ROE)		91.55	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 11.3 TOBİNQ)		63.26	0.0000	Sabit Etkiler
MODEL 12	Model 12.1 (ROA)	Karma	96.77	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 12.2 (ROE)		117.03	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 12.3 (TOBİNQ)		33.50	0.0001	Sabit Etkiler
ESG-VAIC			Ki-Kare		
Model 13	Model 13	TÜM	72.76	0.0000	Sabit Etkiler
Model 14	Model 14	Gelişmiş	77.19	0.0000	Sabit Etkiler
Model 15	Model 15	Gelişmekte	54.37	0.0000	Sabit Etkiler
Model 16	Model 16	Kıta Avrupası	12.91	0.0744	Rassal Etkiler
Model 17	Model 17	Anglo-Sakson	41.10	0.0000	Sabit Etkiler
Model 18	Model 18	Karma	66.05	0.0000	Sabit Etkiler
(E-S-G)-VAIC			Ki-Kare		
Model 19	Model 19	TÜM	80.81	0.0000	Sabit Etkiler
Model 20	Model 20	Gelişmiş	79.17	0.0000	Sabit Etkiler
Model 21	Model 21	Gelişmekte	54.34	0.0000	Sabit Etkiler
Model 22	Model 22	Kıta Avrupası	14.35	0.1103	Rassal Etkiler
Model 23	Model 23	Anglo-Sakson	47.41	0.0000	Sabit Etkiler
Model 24	Model 24	Karma	65.52	0.0000	Sabit Etkiler
			Ki-Kare		
Model 25	Model 25.1 (ROA)	TÜM	235.97	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 25.2 (ROE)		232.48	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 25.3 (TOBİNQ)		80.73	0.0000	Sabit Etkiler
Model 26	Model 26.1 (ROA)	Gelişmiş	163.15	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 26.2 (ROE)		201.91	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 26.3 (TOBİNQ)		100.27	0.0000	Sabit Etkiler
Model 27	Model 27.1 (ROA)	Gelişmekte	104.33	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 27.2(ROE)		69.13	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 27.3 (TOBİNQ)		54.02	0.0000	Sabit Etkiler

Model 28	Model 28.1 (ROA)	Kıta Avrupası	29.77	0.0001	Sabit Etkiler
	Model 28.2(ROE)		23.37	0.0015	Sabit Etkiler
	Model 28.3 (TOBİNQ)		14.18	0.0481	Sabit Etkiler
Model 29	Model 29.1(ROA)	Anglo-Sakson	85.26	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 29.2 (ROE)		117.42	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 29.3(TOBİNQ)		47.92	0.0000	Sabit Etkiler
Model 30	Model 30.1 (ROA)	Karma	165.19	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 30.2 (ROE)		152.33	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 30.3 (TOBİNQ)		61.51	0.0000	Sabit Etkiler
			Ki-Kare		
Model 31	Model 31.1 (ROA)	TÜM	262.29	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 31.2 (ROE)		266.21	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 31.3 (TOBİNQ)		85.08	0.0000	Sabit Etkiler
Model 32	Model 32.1 (ROA)	Gelişmiş	178.68	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 32.2 (ROE)		215.50	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 32.3 (TOBİNQ)		95.41	0.0000	Sabit Etkiler
Model 33	Model 33.1 (ROA)	Gelişmekte	118.01	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 33.2(ROE)		78.75	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 33.3 (TOBİNQ)		58.85	0.0000	Sabit Etkiler
Model 34	Model 34.1 (ROA)	Kıta Avrupası	41.05	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 34.2(ROE)		36.51	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 34.3 (TOBİNQ)		12.16	0.1441	Rassal Etkiler
Model 35	Model 35.1(ROA)	Anglo-Sakson	89.52	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 35.2 (ROE)		119.53	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 35.3 (TOBİNQ)		51.18	0.0000	Sabit Etkiler
Model 36	Model 36.1 (ROA)	Karma	179.28	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 36.2(ROE)		164.16	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 37.2 (TOBİNQ)		59.97	0.0000	Sabit Etkiler
			Ki-Kare		
Model 37	Model 37.1 (ROA)	TÜM	264.40	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 37.2 (ROE)		285.67	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 37.3 (TOBİNQ)		132.59	0.0000	Sabit Etkiler
Model 38	Model 38.1 (ROA)	Gelişmiş	177.83	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 38.2 (ROE)		217.72	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 38.3 (TOBİNQ)		123.35	0.0000	Sabit Etkiler
Model 39	Model 39.1 (ROA)	Gelişmekte	127.31	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 39.1(ROE)		88.86	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 39.3 (TOBİNQ)		66.10	0.0000	Sabit Etkiler
Model 40	Model 40.1 (ROA)	Kıta Avrupası	41.66	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 40.2 (ROE)		39.24	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 40.3 (TOBİNQ)		17.11	0.0720	Rassal Etkiler
Model 41	Model 41.1 (ROA)	Anglo-Sakson	89.38	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 41.2 (ROE)		119.31	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 41.3 (TOBİNQ)		65.12	0.0000	Sabit Etkiler
Model 42	Model 42.1 (ROA)	Karma	186.88	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 42.2 (ROE)		172.37	0.0000	Sabit Etkiler
	Model 42.3 (TOBİNQ)		64.05	0.0000	Sabit Etkiler

EK-2 Temel Varsayım Test Sonuçları

ESG-FİNANSAL PERFORMANS									
TÜM	ROA			ROE			TOBINQ		
	Kikar e	Prob	Değerlendirme	Kikar e	Prob	Değerlendirme	Kikar e	Prob	Değerlendirme
Pesaran (2004) CD	62.777	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	43.319	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	163.585	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	3.4e+06	0.0000	Heteroskedastite var	2.1e+06	0.0000	Heteroskedastite var	6.2e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	43.481	0.0000	Otokorelasyon var	106.892	0.0000	Otokorelasyon var	235.132	0.0000	Otokorelasyon var
GELİŞMİŞ									
Pesaran (2004) CD	53.168	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	39.824	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	154.518	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	4.3e+06	0.0000	Heteroskedastite var	1.9e+06	0.0000	Heteroskedastite var	2.3e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	24.681	0.0000	Otokorelasyon var	66.647	0.0000	Otokorelasyon var	305.909	0.0000	Otokorelasyon var
GELİŞME KTE									
Pesaran (2004) CD	14.254	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	10.259	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	27.645	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	1.9e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.7e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.0e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	81.669	0.0000	Otokorelasyon var	48.582	0.0000	Otokorelasyon var	25.865	0.0000	Otokorelasyon var
Kıta Av									
Pesaran (2004) CD	8.973	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	5.957	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	29.497	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	2.5e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.0e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.1e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	15.727	0.0001	Otokorelasyon var	22.838	0.0000	Otokorelasyon var	43.350	0.0000	Otokorelasyon var
Anglo-Sakso									
Pesaran (2004) CD	21.112	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	12.292	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	46.402	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	5.7e+05	0.0000	Heteroskedastite var	3.1e+05	0.0000	Heteroskedastite var	4.1e+05	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	18.394	0.0000	Otokorelasyon var	40.888	0.0000	Otokorelasyon var	240.857	0.0000	Otokorelasyon var
Karma									
Pesaran (2004) CD	22.091	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	16.134	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	68.440	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	5.8e+05	0.0000	Heteroskedastite var	1.0e+06	0.0000	Heteroskedastite var	2.1e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	73.568	0.0000	Otokorelasyon var	58.611	0.0000	Otokorelasyon var	33.887	0.0000	Otokorelasyon var
E/S/G FİNANSAL PERFORMANS									
TÜM	ROA			ROE			TOBINQ		
	Kikar e	Prob	Değerlendirme	Kikar e	Prob	Değerlendirme	Kikar e	Prob	Değerlendirme
Pesaran (2004) CD	62.124	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	42.919	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	159.026	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	3.5e+06	0.0000	Heteroskedastite var	1.8e+06	0.0000	Heteroskedastite var	5.3e+06	0.0000	Heteroskedastite var

Wooldridge	43.479	0.0000	Otokorelasyon var	106.901	0.0000	Otokorelasyon var	234.693	0.0000	Otokorelasyon var
GELİŞMİŞ									
Pesaran (2004) CD	53.419	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	39.698	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	145.491	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	4.2e+06	0.0000	Heteroskedastite var	1.7e+06	0.0000	Heteroskedastite var	2.3e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	24.698	0.0000	Otokorelasyon var	66.671	0.0000	Otokorelasyon var	306.744	0.0000	Otokorelasyon var
GELİŞME KTE									
Pesaran (2004) CD	13.685	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	9.780	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	27.779	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	2.1e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.6e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.1e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	80.938	0.0000	Otokorelasyon var	48.541	0.0000	Otokorelasyon var	26.298	0.0000	Otokorelasyon var
Kıta Avr.									
Pesaran (2004) CD	8.608	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	5.783	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	28.390	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	2.4e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.2e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.0e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	18.775	0.0001	Otokorelasyon var	22.859	0.0000	Otokorelasyon var	43.315	0.0000	Otokorelasyon var
Anglo-Sak									
Pesaran (2004) CD	21.283	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	12.365	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	45.156	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	5.6e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.7e+05	0.0000	Heteroskedastite var	4.1e+05	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	18.399	0.0000	Otokorelasyon var	40.700	0.0000	Otokorelasyon var	241.769	0.0000	Otokorelasyon var
Karma									
Pesaran (2004) CD	22.051	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	15.674	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	67.033	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	6.5e+05	0.0000	Heteroskedastite var	1.1e+06	0.0000	Heteroskedastite var	2.0e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	72.792	0.0000	Otokorelasyon var	58.318	0.0000	Otokorelasyon var	34.124	0.0000	Otokorelasyon var
ENTELEKTÜEL SERMAYE FİNANSAL PERFORMANS									
TÜM	ROA			ROE			TOBINQ		
VAIC-FP	Kikar e	Prob	Değerlendirme	Kikar e	Prob	Değerlendirme	Kikar e	Prob	Değerlendirme
Pesaran (2004) CD	58.510	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	42.017	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	165.866	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	3.9e+06	0.0000	Heteroskedastite var	2.0e+06	0.0000	Heteroskedastite var	5.3e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	43.067	0.0000	Otokorelasyon var	103.234	0.0000	Otokorelasyon var	235.522	0.0000	Otokorelasyon var
GELİŞMİŞ									
Pesaran (2004) CD	49.581	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	38.354	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	151.938	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	4.7e+06	0.0000	Heteroskedastite var	1.9e+06	0.0000	Heteroskedastite var	2.2e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	25.153	0.0000	Otokorelasyon var	65.327	0.0000	Otokorelasyon var	307.893	0.0000	Otokorelasyon var

Pesaran (2004) CD	7.368	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	6.027	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	31.429	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	3.0e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.4e+05	0.0000	Heteroskedastite var	1.6e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	14.173	0.0002	Otokorelasyon var	21.950	0.0000	Otokorelasyon var	42.031	0.0000	Otokorelasyon var
Anglo-Sak									
Pesaran (2004) CD	18.173	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	10.977	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	45.979	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	6.8e+05	0.0000	Heteroskedastite var	3.6e+05	0.0000	Heteroskedastite var	3.9e+05	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	18.687	0.0000	Otokorelasyon var	39.508	0.0000	Otokorelasyon var	239.842	0.0000	Otokorelasyon var
Karma									
Pesaran (2004) CD	19.321	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	15.274	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	71.826	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	6.5e+05	0.0000	Heteroskedastite var	1.3e+06	0.0000	Heteroskedastite var	2.0e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	61.447	0.0000	Otokorelasyon var	55.485	0.0000	Otokorelasyon var	33.811	0.0000	Otokorelasyon var
E/S/G- ENTELEKTÜEL SERMAYE- FINANSAL PERFORMANS									
	ROA			ROE			TOBINQ		
TÜM	Kikare	Prob	Değerlendirme	Kikare	Prob	Değerlendirme	Kikare	Prob	Değerlendirme
Pesaran (2004) CD	57.347	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	41.447	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	160.140	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	4.4e+06	0.0000	Heteroskedastite var	1.8e+06	0.0000	Heteroskedastite var	4.8e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	42.849	0.0000	Otokorelasyon var	103.133	0.0000	Otokorelasyon var	233.365	0.0000	Otokorelasyon var
GELİŞMİŞ									
Pesaran (2004) CD	48.980	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	38.117	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	143.705	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	4.7e+06	0.0000	Heteroskedastite var	1.8e+06	0.0000	Heteroskedastite var	2.2e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	25.060	0.0000	Otokorelasyon var	65.324	0.0000	Otokorelasyon var	305.492	0.0000	Otokorelasyon var
GELİŞMEKTE									
Pesaran (2004) CD	13.491	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	9.859	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	30.651	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	2.8e+05	0.0000	Heteroskedastite var	3.0e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.0e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	65.368	0.0000	Otokorelasyon var	44.131	0.0000	Otokorelasyon var	25.728	0.0000	Otokorelasyon var
Kıta Av									
Pesaran (2004) CD	6.927	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	5.834	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	30.649	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	3.1e+05	0.0000	Heteroskedastite var	2.4e+05	0.0000	Heteroskedastite var	1.6e+06	0.0000	Heteroskedastite var
Wooldridge	14.225	0.0002	Otokorelasyon var	21.971	0.0000	Otokorelasyon var	42.013	0.0000	Otokorelasyon var
Anglo-Sak									
Pesaran (2004) CD	18.249	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	11.079	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	44.982	0.0000	Yatay Kesit Bağımlılığı var

Değiştirilmiş Wald testi	6.7e+05	0.00	Heteroskedastisite var	2.8e+05	0.000	Heteroskedastisite var	4.0e+05	0.00	Heteroskedastisite var
Wooldridge	18.697	0.00	Otokorelasyon var	39.387	0.000	Otokorelasyon var	240.734	0.00	Otokorelasyon var
Karma									
Pesaran (2004) CD	19.360	0.00	Yatay Kesit Bağımlılığı var	14.864	0.000	Yatay Kesit Bağımlılığı var	69.794	0.00	Yatay Kesit Bağımlılığı var
Değiştirilmiş Wald testi	6.7e+05	0.00	Heteroskedastisite var	1.2e+06	0.000	Heteroskedastisite var	2.0e+06	0.00	Heteroskedastisite var
Wooldridge	60.923	0.00	Otokorelasyon var	55.235	0.000	Otokorelasyon var	34.047	0.00	Otokorelasyon var

EK-3 Birinci Aşama Regresyon Sonuçları

3.1 ESG ile ROA (Operasyonel Performans) Arasındaki İlişki

	(1) ROA Tüm	(2) ROA Gelişmiş	(3) ROA Gelişmekte	(4) ROA Kıta Avrupası	(5) ROA Anglo-Sakson	(6) ROA Karma
ESG	-.00015*** (.0004)	-.00014** (.0001)	-.0001 (.0001)	-.0003*** (.0001)	-.0001 (.0001)	-.0001 (.0001)
GDPgrowth	.2397*** (.0338)	.248** (.081)	.1882*** (.0469)	.0713 (.0598)	.4058*** (.0702)	.1796* (.0881)
Marketcap/GDP	.0054 (.0035)	.0047 (.003)	-.0057 (.0047)	.0133* (.0064)	.0051 (.0111)	.0044 (.0056)
PDDD	.0039** (.0014)	.0036* (.0017)	.0041*** (.0009)	.0025* (.0012)	.0042** (.0019)	.0042*** (.0012)
LogVarlık	.0627*** (.0106)	.0909*** (.0107)	-.004 (.0143)	.019 (.0182)	.1092*** (.0137)	.0123 (.0153)
CAPEX	-.0172 (.0096)	-.0194 (.0139)	-.0176* (.0095)	.0027 (.0141)	-.0264 (.017)	-.0178*** (.0037)
KALDIRAÇ	-.2336*** (.0195)	-.2302*** (.026)	-.2112*** (.0158)	-.1957*** (.026)	-.2444*** (.0341)	-.2252*** (.0081)
_cons	-.4339*** (.0963)	-.7187*** (.0962)	.2585* (.1388)	-.0052 (.1737)	-8.8603*** (.1112)	.0481 (.1428)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R2	.0966	.0886	.1760	.1121	.0981	.1515

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

3.2 E/S/G ile ROA (Operasyonel Performans) Arasındaki İlişki

	(1) ROA Tüm	(2) ROA Gelişmiş	(3) ROA Gelişmekte	(4) ROA Kıta Avrupası	(5) ROA Anglo-Sakson	(6) ROA Karma
GDPgrowth	.2403*** (.0334)	.2485** (.0809)	.1925*** (.0449)	.0713 (.0576)	.4058*** (.07)	.18* (.0878)
Marketcap/GDP	.0054 (.0034)	.0047 (.0031)	-.006 (.0049)	.0134* (.0063)	.0052 (.0113)	.0044 (.0055)
PDDD	.0039** (.0014)	.0036* (.0017)	.0041*** (.0009)	.0025* (.0012)	.0042** (.0019)	.0042*** (.0012)
LogVarlık	.0629*** (.0106)	.0912*** (.0106)	-.0024 (.014)	.0202 (.0182)	.1097*** (.0133)	.0125 (.0154)
CAPEX	-.0171 (.0097)	-.0196 (.0139)	-.0174* (.0094)	.0022 (.0142)	-.0265 (.0171)	-.0176*** (.0036)
KALDIRAÇ	-.234*** (.0195)	-.2298*** (.0261)	-.2135*** (.0159)	-.1958*** (.0261)	-.2443*** (.0341)	-.2254*** (.0081)
sos	-.00014** (.00005)	-.00015 (.0001)	-.0003*** (.00049)	-.0002* (.0001)	-.000016 (.0001)	-.0001 (.0001)

cevr	.00003 (.0001)	-.0001 (.00048)	.0001 (.0001)	.000036 (.0001)	-.000043 (.0001)	-.000023 (.00003)
kur	-.00031 (.00029)	-.0001* (.00044)	.0001 (.0001)	-.0002*** (.000049)	-.00004 (.0001)	-.00001 (.0001)
_cons	-.4348*** (.0965)	-.7207*** (.0953)	.244 (.1363)	-.0138 (.1742)	-.8636*** (.1091)	.0454 (.1447)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R2	.0967	.0887	.1777	.1135	.0982	.1516

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

3.3 ESG ile ROA (Operasyonel Performans) Arasındaki İlişki (Gecikmeli)

	(1) ROA Tüm	(2) ROA Gelişmiş	(3) ROA Gelişmekte	(4) ROA Kıta Avrupası	(5) ROA Anglo-Sakson	(6) ROA Karma
L.ESG	-.0003*** (.0001)	-.0003*** (.0001)	-.0002*** (.0001)	-.0006*** (.0001)	-.0004* (.0002)	-.0001* (.0001)
GDPgrowth	.2838*** (.0252)	.3359*** (.0483)	.2237*** (.03)	.1223*** (.0375)	.42*** (.0701)	.1553 (.0889)
Marketcap/GDP	.0024 (.0021)	.0019 (.0021)	-.0054 (.0056)	.0101 (.0062)	.0059 (.0122)	.0009 (.0036)
PDDD	.0031** (.0012)	.0026* (.0013)	.004*** (.0009)	.0022* (.001)	.0031* (.0016)	.0036*** (.001)
LogVarlık	.0722*** (.0093)	.0983*** (.0104)	.0102 (.0158)	.031 (.0189)	.1145*** (.0139)	.0271 (.0174)
CAPEX	-.0223** (.0096)	-.0271* (.0128)	-.0153 (.0101)	.0009 (.0153)	-.0352** (.0155)	-.0166*** (.0043)
KALDIRAÇ	-.2347*** (.0194)	-.2322*** (.0281)	-.2116*** (.0176)	-.1901*** (.0268)	-.2507*** (.0396)	-.2294*** (.0136)
_cons	-.5359*** (.0825)	-.7961*** (.093)	.0811 (.1488)	-.1173 (.183)	-.9321*** (.118)	-.1055 (.1645)
Observations	12521	8883	3638	2918	3783	5820
R2	.0960	.0922	.1584	.1028	.0981	.1575

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

3.4 E/S/G ile ROA (Operasyonel Performans) Arasındaki İlişki (Gecikmeli)

	(1) ROA Tüm	(2) ROA Gelişmiş	(3) ROA Gelişmekte	(4) ROA Kıta Avrupası	(5) ROA Anglo-Sakson	(6) ROA Karma
GDPgrowth	.2856*** (.0251)	.3362*** (.0471)	.228*** (.0302)	.1244*** (.0354)	.418*** (.0676)	.156 (.0883)
Marketcap/GDP	.0022 (.0021)	.0017 (.0022)	-.0054 (.0057)	.0099 (.0061)	.0054 (.0123)	.0009 (.0036)
PDDD	.0031** (.0012)	.0026* (.0013)	.004*** (.0009)	.0022* (.0011)	.0031* (.0016)	.0036*** (.001)
LogVarlık	.0721*** (.0093)	.0978*** (.0103)	.0115 (.0153)	.0331 (.0191)	.1139*** (.0139)	.027 (.0174)
CAPEX	-.0221** (.0097)	-.027* (.0129)	-.0152 (.01)	-.0001 (.0152)	-.0352** (.0155)	-.0163*** (.0043)
KALDIRAÇ	-.2357*** (.0193)	-.2322*** (.0282)	-.2141*** (.0172)	-.1919*** (.0269)	-.251*** (.0399)	-.2301*** (.0136)
L.sos	-.0003*** (.0001)	-.0002*** (.00005)	-.0003*** (.0001)	-.0004*** (.0001)	-.0003 (.0002)	-.0001* (.000042)
L.cevr	.0001 (.00005)	.00015 (.00005)	.0001 (.0001)	.0001 (.0001)	.0001 (.0001)	.000034 (.000032)
L.kur	-.0001*** (.00003)	-.0001*** (.00004)	.00004 (.0001)	-.0002*** (.0001)	-.0001* (.0001)	-.0001 (.000043)
_cons	-.533*** (.0825)	-.791*** (.0926)	.0696 (.144)	-.1321 (.184)	-.9225*** (.1184)	-.1049 (.1642)
Observations	12521	8883	3638	2918	3783	5820
R2	.0965	.0924	.1603	.1056	.0984	.1577

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

3.5 ESG ile Finansal Performans Arasındaki İlişki

	(1) ROE Tüm	(2) ROE Gelişmiş	(3) ROE Gelişmekte	(4) ROE Kıta Avrupası	(5) ROE Anglo- Sakson	(6) ROE Karma
ESG	-.0002 (.0001)	-.0001** (.0001)	-.0003 (.0002)	-.0007** (.0003)	.0003* (.0002)	-.0002 (.0002)
GDPgrowth	.5072*** (.1144)	.248** (.081)	.4447** (.1767)	.2314 (.2272)	.698*** (.1797)	.3539 (.2165)
Marketcap/G DP	.0191* (.0097)	.0047 (.003)	-.0018 (.0107)	.0306* (.015)	.0485* (.0227)	.0088 (.0125)
PDDD	.0099*** (.0021)	.0036* (.0017)	.01*** (.0021)	.0065** (.0024)	.0124*** (.0024)	.0076*** (.0022)
LogVarlık	.0812*** (.0221)	.0909** (.0107)	.0127 (.0353)	.0295 (.0336)	.1315*** (.021)	.018 (.0391)
CAPEX	-.03 (.0172)	-.0194 (.0139)	-.0206* (.0108)	-.0188 (.0222)	-.0418 (.025)	-.0195 (.0137)
KALDIRAÇ	-.3407*** (.0464)	-.2302** (.026)	-.2349** (.0771)	-.2625*** (.0524)	-.4062*** (.066)	-.3194*** (.0513)
_cons	-.5233** (.1919)	-.7187** (.0962)	.1783 (.3263)	.0232 (.3188)	-1.0217*** (.177)	.0821 (.3449)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R2	.0877	.0886	.1094	.0687	.1272	.0836

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

3.6 E/S/G ile Finansal Performans Arasındaki İlişki

	(1) ROE Tüm	(2) ROE Gelişmiş	(3) ROE Gelişmekte	(4) ROE Kıta Avrupası	(5) ROE Anglo-Sakson	(6) ROE Karma
GDPgrowth	.5102*** (.1139)	.5385** (.1781)	.4537** (.1747)	.2381 (.2226)	.6985*** (.1765)	.3552 (.2154)
Marketcap/GDP	.0189* (.0097)	.0172* (.0093)	-.002 (.0108)	.031* (.0146)	.0491* (.0228)	.0089 (.0124)
PDDD	.0099*** (.0021)	.0098*** (.0026)	.01*** (.0021)	.0066** (.0024)	.0124*** (.0024)	.0076*** (.0022)
LogVarlık	.081*** (.0221)	.1104*** (.02)	.0158 (.0351)	.0321 (.0337)	.1326*** (.0206)	.0185 (.0388)
CAPEX	-.0299 (.0171)	-.038 (.0226)	-.0206* (.0107)	-.0197 (.0218)	-.042 (.0251)	-.0191 (.0139)
KALDIRAÇ	-.3413*** (.0463)	-.371*** (.0493)	-.2396*** (.0771)	-.2643*** (.0517)	-.4042*** (.0656)	-.3207*** (.0513)
sos	-.0002 (.0001)	.0001 (.0001)	-.0006*** (.0002)	-.0007** (.0002)	.0005 (.0003)	-.0002 (.0002)
cevr	.0001 (.0001)	0 (.0001)	.0003* (.0001)	.0004** (.0002)	-.0002 (.0001)	.0001 (.0001)
kur	-.0001 (.0001)	-.0001 (.0001)	-.0001 (.0002)	-.0005*** (.0001)	-.0001 (.0002)	-.0001 (.0001)
_cons	-.5184** (.1916)	-.8082*** (.1809)	.1533 (.3246)	.0028 (.3205)	-1.0349*** (.174)	.0784 (.3438)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R2	.0879	.0902	.1108	.0712	.1276	.0839

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

3.7 ESG ile Finansal Performans Arasındaki İlişki (Gecikmeli)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE
L.esg	-.0005*** (.0001)	-.0004*** (.0001)	-.0004** (.0001)	-.0014*** (.0004)	-.0006 (.0004)	-.0001 (.0002)
gdpgrowth	.6258*** (.0637)	.7292*** (.1157)	.5508*** (.1129)	.4486*** (.1234)	.7546*** (.1785)	.2497 (.1845)
marketcapgdp	.0112 (.0072)	.0096 (.0072)	.0009 (.0117)	.0236 (.0153)	.0461* (.0247)	.0014 (.0084)
PDDD	.0086*** (.002)	.0081*** (.0023)	.0101*** (.0024)	.0057** (.002)	.0111*** (.0024)	.0065** (.0021)
logvarlik	.094*** (.0213)	.1213*** (.0191)	.0335 (.0403)	.0458 (.0294)	.1401*** (.0215)	.0494 (.045)
CAPEX_w	-.0367* (.0196)	-.0456 (.0253)	-.0201 (.0131)	-.0146 (.0369)	-.0513* (.0265)	-.024 (.0151)
KALDIRAC	-.3791*** (.0453)	-.3991*** (.0481)	-.2969*** (.0734)	-.2825*** (.057)	-.4462*** (.0607)	-.3815*** (.0446)
_cons	-.6394*** (.187)	-.9095*** (.1803)	-.0602 (.3762)	-.1188 (.2852)	-1.0753*** (.1949)	-.2152 (.4237)
Observations	12521	8883	3629	2909	3783	5820
Pseudo R ²	.0844	.0885	.0969	.0664	.1209	.0826

Standard errors are in parentheses

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

3.8 E/S/G ile Finansal Performans Arasındaki İlişki (Gecikmeli)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE	ROE
L.sos	-.0005*** (.0001)	-.0004*** (.0001)	-.0007*** (.0001)	-.0011*** (.0002)	-.0004 (.0002)	-.0002** (.0001)
L.cevr	.0002** (.0001)	.0002* (.0001)	.0001 (.0002)	.0002 (.0001)	.0001 (.0002)	.0002* (.0001)
L.kur	-.0002*** (.0001)	-.0003*** (.0001)	.0001 (.0001)	-.0007*** (.0002)	-.0002 (.0002)	-.0001 (.0001)
gdpgrowth	.6299*** (.0624)	.7301*** (.1125)	.5605*** (.1106)	.4531*** (.1217)	.7518*** (.1751)	.2522 (.183)
marketcapgdp	.0108 (.0071)	.009 (.0071)	.0005 (.0117)	.0231 (.0151)	.0455* (.0245)	.0014 (.0083)
PDDD	.0086*** (.002)	.0081*** (.0023)	.0101*** (.0024)	.0058** (.0021)	.0111*** (.0024)	.0065** (.0021)
logvarlik	.0935*** (.0214)	.1196*** (.0195)	.0364 (.0397)	.0507 (.0295)	.139*** (.0222)	.0497 (.0447)
CAPEX_w	-.0362* (.0197)	-.0452 (.0252)	-.0198 (.0131)	-.0181 (.0383)	-.0513* (.0265)	-.0232 (.0155)
KALDIRAC	-.3811*** (.0452)	-.399*** (.0477)	-.3022*** (.0726)	-.2856*** (.0565)	-.4463*** (.0603)	-.3841*** (.0442)
_cons	-.6308*** (.1898)	-.891*** (.1856)	-.0849 (.3719)	-.1544 (.2845)	-1.0615*** (.2021)	-.2171 (.4222)
Observations	12521	8883	3629	2909	3783	5820
Pseudo R ²	.0852	.0892	.0984	.0695	.1211	.0832

Standard errors are in parentheses

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

3.9 ESG ile Piyasa Performans Arasındaki İlişki

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	TOBINQ TÜM	TOBINQ GELİŞMİŞ	TOBINQ GELİŞMEKTE	TOBINQ Kıta Avrupası	TOBINQ Anglo-Sakson	TOBINQ Karma
ESG	.0016 (.0011)	.0015 (.0012)	.003** (.0012)	.0014** (.0006)	.0014 (.0024)	.0016 (.001)
GDPgrowth	2.2077*** (.6913)	1.8195*** (.4939)	1.9306 (1.8406)	1.3325 (1.8207)	1.9937** (.8875)	3.2943** (1.4962)
Marketcap/GDP	.0932	.0943	-.0198	.4775***	.178**	.0708

	(.062)	(.0538)	(.0786)	(.1259)	(.0693)	(.0458)
LogVarlık	-.6352**	-.5313**	-.8736***	-.4218***	-.7018**	-.6544***
	(.208)	(.2331)	(.2102)	(.0806)	(.2552)	(.2003)
CAPEX	.1902***	.2637***	-.0735	.1037	.3606***	.0432
	(.0452)	(.0595)	(.1103)	(.0876)	(.0821)	(.0627)
KALDIRAÇ	-.4636***	-.2582**	-.8448***	-.8922***	-.0398	-.8468***
	(.1491)	(.1173)	(.1869)	(.2662)	(.1228)	(.2156)
_cons	7.9865***	6.7877***	10.9566***	5.9183***	8.6173***	8.1861***
	(1.9162)	(2.1735)	(1.9743)	(.7186)	(2.3122)	(1.8808)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R ²	.0360	.0438	.1446	.1067	.0601	.0510

Standard errors are in parentheses

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

3.10 E/S/G ile Piyasa Performans Arasındaki İlişki

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ
	TÜM	GELİŞMİŞ	GELİŞMEKTE	Kıta Avrupası	Anglo-Sakson	Karma
sos	.0022***	.0036***	.0005	.0024**	.0038*	.0017**
	(.0006)	(.0011)	(.0015)	(.0008)	(.002)	(.0007)
cevr	-.0003	-.0004	.00002	-.002**	.0006	-.0006
	(.0005)	(.0004)	(.0013)	(.0007)	(.0009)	(.0005)
kur	-.00004	-.0012*	.0023*	.0008	-.0019	.0006
	(.0002)	(.0006)	(.001)	(.0009)	(.0016)	(.0006)
GDPgrowth	2.2015***	1.8491***	1.9268	1.279	1.9793**	3.2819*
	(.6864)	(.4782)	(1.8448)	(1.7978)	(.8709)	(1.4959)
Marketcap/GDP	.093	.0919	-.0243	.4769***	.1752**	.0704
	(.0623)	(.0548)	(.0802)	(.1251)	(.0686)	(.046)
LogVarlık	-.6374**	-.5346**	-.8633***	-.4189***	-.711**	-.6565***
	(.2063)	(.2306)	(.2091)	(.0799)	(.2483)	(.2006)
CAPEX	.1869***	.2559***	-.07	.0984	.3591***	.04
	(.0452)	(.0583)	(.1123)	(.0951)	(.0836)	(.0647)
Kaldıraç	-.4546**	-.2404*	-.8504***	-.8744***	-.0257	-.8376***
	(.1482)	(.1094)	(.1915)	(.2647)	(.1186)	(.217)
_cons	8.0013***	6.8104***	10.851***	5.8829***	8.6897***	8.203***
	(1.9054)	(2.1529)	(1.987)	(.7088)	(2.245)	(1.8938)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R ²	.0365	.0461	.1441	.1105	.0624	.0514

Standard errors are in parentheses

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

3.11 ESG ile Piyasa Performans Arasındaki İlişki (Gecikmeli)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ
	Tüm	GELİŞMİŞ	GELİŞMEKTE	Kıta Avrupası	Anglo-Sakson	Karma
L.ESG	.0006	.0008	.0019	.0011**	.0005	.0008
	(.0007)	(.0011)	(.0011)	(.0004)	(.002)	(.0009)
GDPgrowth	2.3413**	2.3784***	1.874	1.1088	2.112**	2.9389*
	(.9695)	(.5565)	(2.0285)	(2.1095)	(.8788)	(1.5378)
Marketcap/GDP	.0407	.0412	.0018	.4505***	.0748	.0462
	(.0451)	(.0347)	(.0904)	(.126)	(.0444)	(.0396)
LogVarlık	-.4789**	-.3753	-.7912***	-.3902***	-.5219**	-.522***
	(.18)	(.2292)	(.1822)	(.1183)	(.2238)	(.1627)
CAPEX	.1959***	.2425***	-.0301	.0653	.3319***	.0791
	(.042)	(.056)	(.1615)	(.1818)	(.0679)	(.0548)
Kaldıraç	-.4674**	-.2964**	-.8125***	-.8628**	-.0836	-.8528**
	(.1663)	(.1189)	(.1969)	(.273)	(.123)	(.2728)
_cons	6.6459***	5.5963**	9.8019***	5.7786***	7.1527***	7.0196***
	(1.6932)	(2.1973)	(1.6948)	(1.0946)	(2.1132)	(1.5583)
Observations	12521	8883	3638	2918	3783	5820
R ²	.0335	.0480	.1319	.1057	.0538	.0472

Standard errors are in parentheses

*** p<.01, ** p<.05, * p<.1

3.12 E/S/G ile Piyasa Performans Arasındaki İlişki (Gecikmeli)

	(1) TOBINQ TÜM	(2) TOBINQ GELİŞMİŞ	(3) TOBINQ GELİŞMEKTE	(4) TOBINQ Kıta Avrupası	(5) TOBINQ Anglo-Sakson	(6) TOBINQ Karma
GDPgrowth	2.3296** (.9671)	2.3906*** (.5577)	1.8648 (2.0278)	1.0562 (2.0997)	2.1149** (.8811)	2.9018* (1.548)
Marketcap/GDP	.0424 (.0455)	.0428 (.0359)	-.0014 (.0911)	.4521*** (.125)	.0766 (.0462)	.0475 (.04)
LogVarlık	-.4804** (.1781)	-.3752 (.227)	-.7905*** (.1809)	-.3924*** (.1128)	-.5247** (.216)	-.5301*** (.1647)
CAPEX	.1925*** (.0419)	.2361*** (.0553)	-.0293 (.1637)	.0684 (.1892)	.3314*** (.0691)	.0736 (.0544)
KALDIRAÇ	-.4526** (.1635)	-.2749** (.1094)	-.8036*** (.2034)	-.8344*** (.2558)	-.0623 (.1153)	-.8449** (.2779)
L.sos	.0022*** (.0006)	.003** (.001)	.0017 (.0018)	.0031** (.0014)	.0025 (.0015)	.0023*** (.0005)
L.cevr	-.001** (.0004)	-.0009 (.0007)	-.0007 (.0017)	-.0026** (.0011)	.00001 (.0013)	-.0009 (.0005)
L.kur	-.0005 (.0003)	-.001 (.0006)	.0007 (.0006)	.0004 (.0008)	-.0015 (.0014)	-.0004 (.0005)
_cons	6.6403*** (1.6839)	5.565** (2.1903)	.00001 (.00002)	.00001 (.00003)	7.1492*** (2.0568)	7.0912*** (1.5811)
Observations	12521	8883	3638	2918	3783	5820
R ²	.0343	.0499	.1344	.1089	.0551	.0484

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

EK-4 İkinci Aşama Regresyon Sonuçları

4.1 ESG ile Entelektüel Sermaye Arasındaki İlişki

	(1) VAIC Tüm	(2) VAIC Gelişmiş	(3) VAIC Gelişmekte	(4) VAIC Kıta Avrupası	(5) VAIC Anglo-Sakson	(6) VAIC Karma
ESG	.0302*** (.008)	.0414*** (.0114)	.0127 (.0152)	.0141 (.0112)	.0774*** (.0215)	.0088 (.0129)
GDPgrowth	24.9487*** (4.209)	22.3973*** (2.5025)	26.0766** (11.4407)	12.6649 (20.0338)	19.4362*** (5.9765)	18.5261 (12.1316)
Marketcap/GDP	.1764 (.3894)	.19 (.4316)	-2.0867* (.9699)	1.2172 (.7462)	1.1068* (.6117)	-.4089 (.316)
PDDD	.247*** (.0627)	.1616** (.0444)	.4224*** (.0912)	.1723** (.0598)	.1567*** (.0444)	.4457*** (.1302)
LogVarlık	2.2741 (1.3879)	3.9926** (1.3566)	-.9036 (1.8801)	-.0786 (.7989)	5.3851*** (1.6267)	-.0093 (2.7174)
CAPEX	-5.4475*** (.703)	-5.7345*** (1.0705)	-5.0808*** (.8949)	-1.7302 (.9979)	-6.839*** (1.1571)	-5.0793** (1.6559)
KALDIRAÇ	-7.6761*** (1.2199)	-5.1664*** (1.0143)	-10.4205*** (2.694)	-7.7089** (2.7877)	-4.7374* (2.5463)	-10.4656*** (1.8199)
_cons	-10.4095 (13.263)	-28.9194** (13.0052)	25.984 (18.5364)	12.4468 (7.6266)	-38.9079** (14.5198)	12.2157 (26.1372)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R ²	.0464	.0544	.0380	.0135	.0244	.0285

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

4.2 E/S/G ile Entelektüel Sermaye Arasındaki İlişki

	(1) VAIC Tüm	(2) VAIC Gelişmiş	(3) VAIC Gelişmekte	(4) VAIC Kıta Avrupası	(5) VAIC Anglo-Sakson	(6) VAIC Karma
GDPgrowth	24.6796*** (4.0017)	22.2789*** (2.5503)	26.6884** (11.2532)	12.5534 (20.3016)	19.5859*** (6.0348)	18.3701 (12.1669)
Marketcap/GDP	.1924 (.38)	.207 (.4283)	-2.1904** (.9794)	1.2182 (.7448)	1.201* (.6654)	-.4081 (.3098)
PDDD	.2478*** (.0625)	.1618*** (.0433)	.4203*** (.0935)	.1718** (.0587)	.1576*** (.0428)	.4454*** (.1321)
LogVarlık	2.376 (1.3936)	4.1111** (1.3693)	-.5889 (1.8659)	.0176 (.8627)	5.5841*** (1.6056)	.1975 (2.7256)

CAPEX	-5.427*** (.6905)	-5.7723*** (1.0706)	-4.9942*** (.8542)	-1.7237* (.9583)	-6.8577*** (1.1578)	-5.0098** (1.618)
KALDIRAÇ	-7.7506*** (1.2284)	-5.138*** (1.0363)	-10.7853*** (2.5987)	-7.6891** (2.7135)	-4.702* (2.5435)	-10.5414*** (1.8793)
sos	.0018 (.0073)	.0236** (.0097)	-.0369 (.0135)	.0054 (.0209)	.0528** (.0228)	-.0278 (.0084)
cevr	.0028 (.0097)	-.0021 (.0086)	.0151 (.016)	-.0036 (.018)	-.0086 (.0221)	.014 (.0098)
kur	.0213* (.0114)	.0151 (.0116)	.0333* (.0157)	.0092 (.0073)	.0265 (.0204)	.0203** (.0068)
_cons	-11.3443 (13.341)	-29.9476** (13.1353)	22.9384 (18.5222)	11.6085 (8.1165)	-41.0592** (14.5193)	10.0404 (26.2233)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R2	.0165	.0143	.0400	.0147	.0244	.0301

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

EK-5 Üçüncü Aşama Regresyon Sonuçları

Ek 5.1 Operasyonel Performans İle Entelektüel Sermaye Arasındaki İlişki

	(1) ROA Tüm	(2) ROA Gelişmiş	(3) ROA Gelişmekte	(4) ROA Kıta Avrupası	(5) ROA Anglo-Sakson	(6) ROA Karma
VAIC	.0015*** (.0001)	.0013*** (.0001)	.0016*** (.0001)	.0011*** (.0002)	.0014*** (.0002)	.0015*** (.0002)
GDPgrowth	.205*** (.0359)	.2197** (.0812)	.1463*** (.0369)	.097* (.0471)	.378*** (.0693)	.1543* (.076)
Marketcap/GDP	.0052 (.003)	.0044 (.0026)	-.0019 (.0039)	.0083 (.0047)	.0032 (.0106)	.0051 (.0051)
PDDD	.0035** (.0014)	.0034* (.0016)	.0034*** (.0008)	.0024* (.0013)	.004* (.0018)	.0035*** (.0011)
LogVarlık	.0571*** (.0097)	.0832*** (.0109)	-.0041 (.012)	.0133 (.0117)	.0997*** (.0139)	.0107 (.0117)
CAPEX	-.0091 (.0089)	-.0115 (.0125)	-.0094 (.009)	-.0025 (.0098)	-.0164 (.0151)	-.0101* (.0047)
KALDIRAÇ	-.2226*** (.0207)	-.2236*** (.0264)	-.1944*** (.0188)	-.1597*** (.0113)	-.2374*** (.0354)	-.2098*** (.0092)
_cons	-.4037*** (.0878)	-.6646*** (.0986)	.2261* (.1157)	.0083 (.1114)	-.7936*** (.1151)	.0408 (.1093)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R2	.1383	.1186	.2528	.1867	.1301	.2104

Ek 5.2 Finansal Performans İle Entelektüel Sermaye Arasındaki İlişki

	(1) ROE Tüm	(2) ROE Gelişmiş	(3) ROE Gelişmekte	(4) ROE Kıta Avrupası	(5) ROE Anglo-Sakson	(6) ROE Karma
VAIC	.0025*** (.0003)	.0022*** (.0004)	.003*** (.0004)	.0022*** (.0006)	.0023*** (.0004)	.0027*** (.0003)
GDPgrowth	.4472*** (.1172)	.4881** (.18)	.3676** (.1613)	.3294 (.223)	.6527*** (.1748)	.3071 (.2019)
Marketcap/GDP	.0186* (.0089)	.0169* (.0085)	.0054 (.0092)	.0182* (.0084)	.0461* (.0213)	.01 (.0117)
PDDD	.0093*** (.0021)	.0095*** (.0025)	.0087*** (.002)	.0065** (.0025)	.0121*** (.0024)	.0064*** (.0021)
LogVarlık	.0728*** (.0206)	.1008*** (.0205)	.0116 (.0297)	.0278 (.0262)	.1201*** (.0212)	.0153 (.0321)
CAPEX	-.0163 (.0147)	-.025 (.0196)	-.0056 (.0098)	-.022 (.0168)	-.026 (.0211)	-.0054 (.0151)
KALDIRAÇ	-.322*** (.0457)	-.3611*** (.0475)	-.2038** (.0803)	-.1765*** (.043)	-.3953*** (.0623)	-.2912*** (.0497)

_cons	-4.797**	-.741***	.124	-.057	-.9381***	.0677
	(.1792)	(.186)	(.2735)	(.241)	(.1796)	(.2816)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R2	.1198	.1134	.1620	.1068	.1561	.1222

Ek 5.3 Piyasa Performansı ile Entelektüel Sermaye Arasındaki İlişki

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ	TOBINQ
	Tüm	Gelişmiş	Gelişmekte	Kıta Avrupası	Anglo-Sakson	Karma
VAIC	.007***	.0034***	.0142***	.0075**	.0027***	.014***
	(.0012)	(.0005)	(.0029)	(.0025)	(.0005)	(.0022)
GDPgrowth	2.0132**	1.7299***	1.0873	1.212	1.937*	2.9686**
	(.6902)	(.5043)	(1.4129)	(1.909)	(.8884)	(1.3181)
Marketcap/GDP	.0914	.0939	.058	.4626***	.177**	.0752*
	(.0592)	(.0524)	(.0924)	(.117)	(.0692)	(.0409)
Log Varlık	-.6305**	-.528**	-.8039***	-.3909***	-.7034**	-.619***
	(.2066)	(.2341)	(.1731)	(.0871)	(.2466)	(.1966)
CAPEX	.2257***	.2808***	.0169	.1139	.3776***	.1126
	(.0466)	(.0585)	(.1032)	(.0901)	(.0815)	(.0703)
KALDIRAÇ	-.4229**	-.2442*	-.6519***	-.8414***	-.0329	-.7234***
	(.1403)	(.1146)	(.2014)	(.2412)	(.1163)	(.1894)
_cons	7.9181***	6.7764**	10.0922***	5.5879***	8.644***	7.7278***
	(1.919)	(2.1898)	(1.6264)	(.791)	(2.2724)	(1.8539)
Observations	13817	9796	4021	3209	4189	6419
R2	.0466	.0461	.1025	.1104	.0617	.0886

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

EK-6 Dördüncü Aşama Regresyon Sonuçları

Ek 6.1 ESG ile Operasyonel Performans Arasındaki İlişkide Aracılık Etkisi (Tüm Örneklem)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	VAIC	ROA
ESG	-.00015***		.0302***	-.00019***
	(.0004)		(.008)	(.0001)
GDPgrowth	.2397***	.205***	24.9487***	.2034***
	(.0338)	(.0359)	(4.209)	(.0363)
Marketcap/GDP	.0054	.0052	.1764	.0052
	(.0035)	(.003)	(.3894)	(.003)
PDDD	.0039**	.0035**	.247***	.0035**
	(.0014)	(.0014)	(.0627)	(.0014)
LogVarlık	.0627***	.0571***	2.2741	.0594***
	(.0106)	(.0097)	(1.3879)	(.0098)
CAPEX	-.0172	-.0091	-5.4475***	-.0093
	(.0096)	(.0089)	(.703)	(.0089)
KALDIRAÇ	-.2336***	-.2226***	-7.6761***	-.2224***
	(.0195)	(.0207)	(1.2199)	(.0207)
VAIC		.0015***		.0015***
		(.0001)		(.0001)
_cons	-.4339***	-.4037***	-10.4095	-.4188***
	(.0963)	(.0878)	(13.263)	(.0881)
Observations	13817	13817	13817	13817
R2	.0966	.1383	.0464	.1388

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Ek 6.2 ESG ile Operasyonel Performans Arasındaki İlişkide Aracılık Etkisi (Gelişmiş Örneklem)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROA	ROA	VAIC	ROA
ESG	-.00014***		.0414***	-.00020***
	(.0001)		(.0114)	(.0001)
GDPgrowth	.248**	.2197**	22.3973***	.2183**

	(.081)	(.0812)	(2.5025)	(.0814)
Marketcap/GDP	.0047	.0044	.19	.0044
	(.003)	(.0026)	(.4316)	(.0026)
PDDD	.0036*	.0034*	.1616***	.0034*
	(.0017)	(.0016)	(.0444)	(.0016)
LogVarlık	.0909***	.0832***	3.9926**	.0856***
	(.0107)	(.0109)	(1.3566)	(.0109)
CAPEX	-.0194	-.0115	-5.7345***	-.0118
	(.0139)	(.0125)	(1.0705)	(.0126)
KALDIRAÇ	-.2302***	-.2236***	-5.1664***	-.2233***
	(.026)	(.0264)	(1.0143)	(.0264)
VAIC		.0013***		.0013***
		(.0001)		(.0001)
_cons	-.7187***	-.6646***	-28.9194**	-.6803***
	(.0962)	(.0986)	(13.0052)	(.0977)
Observations	9796	9796	9796	9796
R2	.0886	.1186	.0544	.1190

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Ek 6.3 Sosyal Skor ile Piyasa Performans Arasındaki İlişkide Aracılık Etkisi (Gelişmiş Örneklem)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TOBINQ	TOBINQ	VAIC	TOBINQ
sos	.0036***		.0245**	.0035***
	(.0011)		(.0097)	(.0011)
cevr	-.0004		-.0013	-.0004
	(.0004)		(.0087)	(.0004)
kur	-.0012*		.0143	-.0013*
	(.0006)		(.0117)	(.0007)
GDPgrowth	1.8491***	1.7299***	23.4613***	1.7695***
	(.4782)	(.5043)	(2.6004)	(.4844)
Marketcap/GDP	.0919	.0939	.2548	.0911
	(.0548)	(.0524)	(.455)	(.0534)
LogVarlık	-.5346**	-.528**	3.8112**	-.5476**
	(.2306)	(.2341)	(1.3571)	(.2312)
CAPEX	.2559***	.2808***	-5.6621***	.2751***
	(.0583)	(.0585)	(1.0802)	(.0581)
KALDIRAÇ	-.2404*	-.2442*	-3.4477**	-.2287*
	(.1094)	(.1146)	(1.2793)	(.1084)
VAIC		.0034***		.0034***
		(.0005)		(.0005)
_cons	6.8104***	6.7764**	-27.6356*	6.9042***
	(2.1529)	(2.1898)	(13.0089)	(2.1609)
Observations	9796	9796	9796	9796
R2	.0461	.0461	.0126	.0487

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Ek 6.4 ESG ile Finansal Performans Arasındaki İlişkide Entelektüel Sermayenin Aracılık Rolü (Anglo-Sakson Hukuk Örneklemi)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	ROE	ROE	VAIC	ROE
ESG	.0003*		.0774***	.0001*
	(.0002)		(.0215)	(.0002)
GDPgrowth	.698***	.6527***	19.4362***	.6529***
	(.1797)	(.1748)	(5.9765)	(.1746)
Marketcap/GDP	.0485*	.0461*	1.1068*	.0459*
	(.0227)	(.0213)	(.6117)	(.0213)
PDDD	.0124***	.0121***	.1567***	.012***
	(.0024)	(.0024)	(.0444)	(.0024)
LogVarlık	.1315***	.1201***	5.3851***	.119***
	(.021)	(.0212)	(1.6267)	(.0214)
CAPEX	-.0418	-.026	-6.839***	-.026
	(.025)	(.0211)	(1.1571)	(.0211)
KALDIRAÇ	-.4062***	-.3953***	-4.7374*	-.3952***

	(.066)	(.0623)	(2.5463)	(.0624)
VAIC		.0023***		.0023***
		(.0004)		(.0004)
_cons	-1.0217***	-.9381***	-38.9079**	-.9316***
	(.177)	(.1796)	(14.5198)	(.1806)
Observations	4189	4189	4189	4189
R2	.1272	.1561	.0244	.1561

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Ek 6.5 Kurumsal Skor ile Piyasa Performansı Arasındaki İlişkide Aracılık Etkisi (Gelişmekte Olan Ülkeler)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TOBINQ	TOBINQ	VAIC	TOBINQ
sos	.0005		-.0371	.0009
	(.0015)		(.0133)	(.0015)
cevr	0		.0144	-.0001
	(.0013)		(.0159)	(.0013)
kur	.0023*		.0348**	.0018*
	(.001)		(.0156)	(.0009)
GDPgrowth	1.9268	1.0873	26.7446**	1.6189
	(1.8448)	(1.4129)	(9.8027)	(1.8987)
Marketcap/GDP	-.0243	.058	-2.3514**	-.0005
	(.0802)	(.0924)	(1.056)	(.087)
LogVarlık	-.8633***	-.8039***	-1.9318	-.8435***
	(.2091)	(.1731)	(2.0073)	(.1953)
CAPEX	-.07	.0169	-4.9652***	-.0123
	(.1123)	(.1032)	(.7904)	(.108)
KALDIRAÇ	-.8504***	-.6519***	-8.792***	-.7242***
	(.1915)	(.2014)	(2.6873)	(.1653)
VAIC		.0142***		.0132***
		(.0029)		(.0030)
_cons	10.851***	10.0922***	36.5052*	10.4248***
	(1.987)	(1.6264)	(20.1749)	(1.7779)
Observations	4021	4021	4021	4021
R2	.1441	.1025	.0299	.1312

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Ek 6.6 Sosyal Skor ile Piyasa Performansı Arasındaki İlişkide Aracılık Etkisi (Anglo-sakson)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TOBINQ	TOBINQ	VAIC	TOBINQ
sos	.0038*		.0547**	.0037*
	(.002)		(.0222)	(.002)
cevr	.0006		-.0067	.0006
	(.0009)		(.022)	(.0009)
kur	-.0019		.0245	-.002
	(.0016)		(.02)	(.0017)
GDPgrowth	1.9793**	1.937*	20.66***	1.9251**
	(.8709)	(.8884)	(6.0939)	(.8685)
Marketcap/GDP	.1752**	.177**	1.2993*	.1718**
	(.0686)	(.0692)	(.6552)	(.0682)
LogVarlık	-.711**	-.7034**	5.3175***	-.725**
	(.2483)	(.2466)	(1.5791)	(.2478)
CAPEX	.3591***	.3776***	-6.6904***	.3767***
	(.0836)	(.0815)	(1.1653)	(.0834)
KALDIRAÇ	-.0257	-.0329	-2.6816	-.0187
	(.1186)	(.1163)	(2.8838)	(.1132)
VAIC		.0027***		.0026***
		(.0005)		(.0006)
_cons	8.6897***	8.644***	-39.1321**	8.7925***
	(2.245)	(2.2724)	(14.3568)	(2.2409)

Observations	4189	4189	4189	4189
R2	.0624	.0617	.0229	.0641

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

EK 7 Doğrusal Olmayan Regresyon Sonuçları

	(1) TOBINQ TÜM	(1) TOBINQ Kıta Avrupa	(4) ROA Anglo- Sakson	(4) TOBINQ Gelişmiş	(5) ROE Gelişmiş	(6) ROA Gelişmiş	(3) TOBINQ Anglo- Sakson	(6) TOBINQ Karma Hukuk
ESG	-.0083*** (.002)			-.0098*** (.0017)			-.0178*** (.0028)	
ESG2	.0001*** (.000014)			.0001*** (.000024)			.0002*** (.0000495)	
GDPgrowth	2.1428** (.7098) .0968	1.2919 (1.7956) .4688***	.4086*** (.0694) .0049	1.7718*** (.5315) .0986	.5283** (.179) .0175*	.2406** (.0816) .0049	1.9403* (.939) .196**	3.3141** (1.4766) .072
Marketcap/GDP	(.0629)	(.1145)	(.0111)	(.0554)	(.0093)	(.003)	(.0727)	(.0468)
PDDD			.0042** (.0019)		.0098*** (.0026)	.0036* (.0017)		
LogVarlık	-.6274** (.2072)	-.4209*** (.0835)	.1081*** (.0137)	-.5202** (.2306)	.1093*** (.0198)	.09*** (.0107)	-.6841** (.2528)	-.6661*** (.2022)
CAPEX	.1755*** (.0481)	.0916 (.095)	-.0265 (.0168)	.2445*** (.061)	-.0385 (.0221)	-.0197 (.0136)	.3324*** (.0818)	.0437 (.0654)
KALDIRAÇ	-.4618*** (.1481)	-.8809*** (.272)	-.2442*** (.0338)	-.2569** (.1162)	-.3715*** (.0495)	-.2305*** (.0256)	-.0337 (.1167)	-.844*** (.221)
sos		.0093 (.0068)	-.0008* (.0004)		-.0006** (.0002)	-.0006*** (.0002)		-.0018 (.0021)
cevr		-.0086 (.0037)	.0005** (.0002)		.0003 (.0002)	.0003** (.0001)		.0033* (.0016)
kur		-.0105* (.0049)	.0001 (.0004)		-.0001 (.0003)	-.000072 (.0002)		.0032* (.0015)
sos2		-.0001 (.0001)	.000008** (.000003)		.000075** (.000033)	.000063*** (.000017)		.0000381* (.0000185)
cevr2		.0001 (.000035)	- .000068** (.000027)		-.000024 (.00002)	-.00004* (.000002)		- .000043** (.0000149)
kur2		.0001** (.0000485)	-.00002 (.000004)		-.000004 (.00003)	-0000008 (.000002)		-.0000263 (.0000147)
_cons	8.0911*** (1.9013)	6.0981*** (.7092)	-.8422*** (.111)	6.8831*** (2.1629)	-.789*** (.1783)	-.7037*** (.0952)	8.7778*** (2.2987)	8.2519*** (1.8924)
Observations	13817	3209	4189	9796	9796	9796	4189	6419
R2	.0380	.1103	.0991	.0464	.0906	.0898	.0644	.0530

Standard errors are in parentheses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

EK 8 LİTERATÜR

Yazar	Yıl	İstatistik Yöntem	Kullanılan Veri	Sonuç
Alareeni ve Hamdan	2020	Rassal Etkiler Modeli Panel Regresyon Analizi	Amerika Birleşik Devletleri S&P 500 endeksinde yer alan 505 şirketin 4869 gözlemi	Genel olarak ESG skoru ile firma performansı arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Ancak, ESG skorlarının alt bileşenlerinde farklı sonuçlar elde edilmiştir. Çevresel ve sosyal skorlar ile ROA ve ROE arasında negatif, TOBINQ ile pozitif ilişki bulunurken, Kurumsal Yönetim skoru ile ROA ve Tobin Q ile pozitif, ROE ile negatif ilişki bulunmuştur.
Buallay	2019	Rassal Etkiler Modeli Panel Regresyon Analizi	Avrupa Birliği'nde yer alan 235 bankanın 2007-2016 yılları arasındaki 2350 gözlemi	ESG skorları ile performans arasında pozitif bir etki bulunurken, analiz bileşenler bazında incelendiğinde farklı sonuçlar elde edilmiştir. Çevresel skor ile ROA ve TOBINQ arasında pozitif, sosyal skor ile ROA, ROE ve TOBINQ arasında negatif ilişki tespit edilmiştir. Kurumsal skor ile ROA ve ROE arasında negatif, TOBINQ arasında pozitif ilişki bulunmuştur.
Velte	2017	Sabit Etkiler Modelli Panel Regresyon Analizi	Alman DAX30 şirketlerinin 2010-2014 yılları içerisinde 412 gözlemi	ESG skorları ile ROA arasında pozitif bir ilişki bulunurken, TOBINQ arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.
Nguyen vd.	2022	Kukla Değişkenli OLS ve 2SLS Regresyon Analizi	S&P 500 endeksinde yer alan 57 finansal olmayan şirketin 2018-2020 yılları arasındaki 171 gözlemi	ESG ile finansal performans arasında pozitif ve anlamlı ilişkiler bulunmuştur.
Aydogmus vd.	2022	Sabit Etkiler Modelli Regresyon Analizi	Bloomberg ve Refinitiv veri tabanlarında yer alan 1720 şirketin 14043 gözlemi	ESG skorları ile finansal performans arasında pozitif ilişki bulunmuştur.
Fauzi	2009	Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi	New York borsasında yer alan 3000 şirketin 2004-2006 yılları arasındaki verileri	Şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ile finansal performansları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.
Shakil vd.	2022	Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler Modeli	56 nakliye ve lojistik firmasının 2013 ve 2017 yılları arasındaki 243 gözlemi	Çevresel ve sosyal faaliyetlerin işletmelerin finansal performansları üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğu bulunmuştur.

Vasquez-Ordenez vd.	2023	Bulanık Küme Nitel Karşılaştırmalı Analiz	Avrupa Birliğinde faaliyet gösteren 96 enerji şirketinin 2020 yılı verileri	Enerji şirketlerinin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ile finansal performansları arasında somut kanıt bulunamamıştır.
Nguyen ve Nguyen	2022	Sabit Etkiler ve Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi	Vietnam borsasında işlem gören şirketlerin 2012-2017 yılları arasındaki 2410 gözlemi	ESG faaliyetleri ile finansal performans arasında negatif bir ilişki bulunmuştur.
Ahmad vd.	2021	Statik ve Dinamik Panel Veri Yöntemleri	İngiltere FTSE 350 endeksinde işlem gören 351 şirketin 2002-2018 verileri	Toplam ESG skorlarının finansal performans üzerinde olumlu bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.
Lee ve Isa	2023	Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi	Malezya'da faaliyet gösteren 50 adet işletmenin ESG skorlarının finansal performanslarına etkisi	ESG ile finansal performans arasında pozitif ilişki bulunmuştur.
Chouaibi vd.	2022	Sabit Etkiler Modeli	115 İngiliz ve 90 Alman şirketin 2005-2019 yılları arasındaki 3075 gözlemi	ESG skorları ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.
Ruan ve Liu	2021	Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi	Çin'de faaliyet gösteren işletmelerin 2015-2019 yılları arasındaki 1372 gözlemi	ESG faaliyetleri ile finansal performans arasında negatif ilişki bulunmuştur.
Giannopoulos vd.	2022	Sabit Etkiler ve Rassal Etkiler Modelleri	Norveç borsasında faaliyet gösteren işletmelerin 2010-2019 yılları arasındaki verileri	ESG skorları ile ROA arasında negatif ve anlamlı bir ilişki, TOBINQ arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur.
Zahid vd	2022	Kukla Değişkenli Panel Veri Analizi	Batı Avrupa ülkelerinde faaliyet gösteren 620 firmanın 2010-2019 yılları arasındaki 6195 gözlemi	ESG skorları ile ROA arasında anlamlı ve negatif bir ilişki, hasılat ile pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.
Reboredo ve Sowaity	2022	Kukla Değişkenli Panel Veri Analizi	Ürdün işletmelerinin 2009-2018 yılları arasındaki verileri	Çevresel faaliyetler ile entelektüel sermaye arasında ilişkili olmadığını bulurken, yönetim faaliyetleri ile entelektüel sermayenin beşerî sermaye boyutu ve ilişkisel sermaye boyutu arasında pozitif ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. Sonuçları genellediğinde ise ESG faaliyetlerinin bir kısmının entelektüel sermaye üzerinde olumlu etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Karyani ve Perdiansyah	2022	Kukla Değişkenli En Küçük Kareler Yöntemi	ASEAN-4 ülkelerinde yer alan 45 işletmenin 2015-2020 yılları arasındaki 267 gözlemi	ESG faaliyetleri ile entelektüel sermaye arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.
Awad Bakry	2022	Regresyon Analizi	Mısır'da faaliyet gösteren işletmelerin 2010-2018 yılları arasındaki 267 gözlemi	İnsan sermaye etkinliğinin ESG uygulamalarını olumlu yönde etkilediği, yapısal sermaye etkinliğinin negatif ilişkisinin olduğunu ve kullanılan sermaye etkinliğinin bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.
Gangi vd.	2019	Aracı Değişkenli İki Aşamalı En Küçük Kareler Yöntemi	51 ülkede yer alan işletmelerin 2010-2015 verileri	KSS faaliyetleri ve kurumsal yönetim mekanizmalarının entelektüel sermaye üzerinde olumlu etkisinin olduğu ortaya çıkmıştır.
Zaragoza-Saez vd.	2023	PLS-SEM Yapısal Eşitlik Modeli	İspanya'da 120 otelin çalışanları üzerinde anket yöntemiyle topladıkları veriler	ESG faaliyetlerinin maddi olmayan sermayenin otel performansını artırmasında etkili olduğu ortaya konulmuştur.
Déniz ve Pérez	2003	Anket	İspanya'da 30 bankanın çalışanları üzerinde anket yöntemiyle bir çalışma	Kurumsal sosyal sorumluluk ilkeleri çerçevesinde çalışanların beklentilerinin karşılanması durumunda sektörde yer alan diğer bankalara göre farklılaşacağı ve bu durumun bankalar açısından daha fazla karlılığa sebep olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.
Pedrini	2007	İçerik Analizi	Farklı ülkelerde faaliyet gösteren şirketlerin yayınlamış oldukları raporlar	KSS faaliyetleri ile entelektüel sermaye arasında ortak amacın var olduğunu ve KSS uygulamalarının kurumunun entelektüel sermaye gelişimini desteklediği ve dolayısıyla şirket performansını artıracığı teorisini desteklediğini tespit etmiştir.
Lin vd.	2015	Regresyon ve Aracılık Analizi	ABD S&P 500 içerisinde yer alan şirketlerin 1998-2008 yılları arasındaki 1144 gözlem	Entelektüel sermayenin çevreye duyarlı sektörlerde aracı etkisinin olduğuna ve bu etkinin finansal performansın artmasında aracı rolü olduğunu bulmuşlardır.
Berzkalne ve Zelgalve	2014	Korelasyon Analizi	Baltık ülkeleri borsalarında yer alan şirketlerin 2005-2011 verileri	Litvanya ve Letonya'da şirket değeri (Tobin Q) ile entelektüel sermaye (VAIC) arasındaki ilişkinin pozitif ve anlamlı olduğu, Estonya'da ise bu ilişkinin bulunamadığı tespit edilmiştir.
Chen vd.	2005	En Küçük Kareler Yöntemi	Tayvan Borsasında faaliyet gösteren şirketlerin 1992-	Entelektüel sermaye ile şirket performansında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur.

			2002 yılları arasındaki verileri	
Ariff ve Zijl	2016	Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi	ABD Ar-Ge şirketlerinin 2006-2013 verileri	Entelektüel sermaye (VAIC) ile piyasa performansı (PD/DD, TOBINQ) arasında pozitif ilişki bulunmuştur.
Ghosh ve Mondal	2009	En Küçük Kareler Yöntemi	Hindistan yazılım ve ilaç sektörlerinde faaliyet gösteren 80 şirketin 2002-2006 yılları arasındaki verileri	Entelektüel sermayenin (VAIC) karlılık (ROA) ile pozitif ilişkisi bulunmuştur, piyasa değeri (PD/DD) ve üretkenlik (ATO) değişkenleri ile arasında ilişki bulunamamıştır.
Clarke vd.	2011	En Küçük Kareler Regresyon Yöntemi	1676 Avustralya şirketi ile 2003-2008 yıllarını kapsayan veriler	VAIC ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.
Maditinos vd.	2011	En Küçük Kareler Yöntemi	2006-2008 yılları arasında Yunanistan borsasında faaliyet gösteren 96 şirket	Sadece insan sermayesi ile finansal performans arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmuştur.
Kweh vd.	2019	En Küçük Kareler Yöntemi	2010-2015 yılları arasında Malezya'nın en büyük 200 şirketi	Entelektüel sermayenin firma performansı üzerinde olumlu etkilerinin olduğu tespit edilmiştir.
Shahzad vd.	2022	Kukla Değişkenli En Küçük Kareler Yöntemi	2132 ABD şirketi (2009-2018)	ESG ile firma performansı arasında ilişkinin varlığı tespit edilmiş olup, entelektüel sermayenin bu ilişkide kısmi aracılık etkisinin olduğu sonucuna varılmıştır.
Nirino vd.	2022	Klasik Regresyon Analizi	346 Avrupa şirketi (2018)	Entelektüel sermayenin kısmi aracılık etkisini tespit etmiştir.
Jain vd.	2017	Yapısal Eşitlik Modelleme	384 KOBİ	KSS faaliyetleri ile finansal performans arasında zayıf bir ilişki ve entelektüel sermayenin aracılık etkisi tespit edilmiştir
Fourati ve Dammark	2021	Havuzlanmış En Küçük Kareler Yöntemi	25 ülkeden 3274 firma (2009-2016)	ESG faaliyetlerinin finansal performansı etkilemede işletmenin itibarının önemli etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.
Ali, vd.	2020	Yapısal Eşitlik Modelleme	229 şirket	KKS faaliyetleri ile finansal performans arasındaki ilişkisinde müşteri memnuniyetinin ve işletme imajının aracılık etkisinin olduğunu tespit etmişlerdir.
Santos-Jaén vd.	2021	Yapısal Eşitlik Modelleme	2825 İspanyol Kobi	Borçlanma koşulları ve insan kaynakları yönetimi aracılık etkisi tespit edilmiştir.

Aslam ve Haron	2021	2SYS-GMM	29 ülkeden 129 banka (2008-2017)	Bankaların kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansı arasındaki ilişkide entelektüel sermayenin aracılık etkisinin olduğunu sonucuna ulaşılmıştır.
----------------	------	----------	----------------------------------	---



KAYNAKÇA

- ABAY**, Zelalem (2022). **Essays on ESG disclosure, performance and assurance**, Doctoral Theses, University of Gothenburg.
- ABELSON**, Robert P. (1985). “A variance explanation paradox: When a little is a lot”, **Psychological bulletin**, 97(1),129.
- ABOUD**, Mathilde (2019). **Corporate Sustainability as a Foresight Activity: Can Corporate Sustainability help companies survive in an increasingly competitive environment?**, Master’s Thesis, Uppsala University.
- ACCC** (2023). **Greenwashing by businesses in Australia**, <https://www.accc.gov.au/system/files/Greenwashing%20by%20businesses%20in%20Australia.pdf> (Erişim Tarihi: 05.08.2023).
- ADEMI**, Bejtush, and Nora Johanne Klungseth (2022). “Does it pay to deliver superior ESG performance? Evidence from US S&P 500 companies”, **Journal of global responsibility** 13(4), 421-449.
- AKDOĞAN**, Nalan ve M. Uğur Akdoğan (2011). “Türk Ticaret Kanunu’nun Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Düzenlemelerinin Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleriyle Uyumunun Karşılaştırmalı Olarak Analizi”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, (35), 1-32.
- AKMEŞE**, Halil (2017). **Muhasebede Sosyal Yaklaşımlar**, Eğitim Yayınevi, Konya.
- AKSAKAL**, Nihan Yavuz (2020). “Career capital as a component human capital: a theoretical model proposal to the intellectual capital”, **Business & Management Studies: An International Journal**, 8(5), 3772-3794.
- AKTAN**, Coşkun Can ve Deniz Börü (2007). **Kurumsal sosyal sorumluluk. Kurumsal sosyal sorumluluk: İşletmeler ve sosyal sorumluluk**, İGİAD yayını, 11-36.
- AKTAN**, Coşkun Can (2013). “Kurumsal şirket yönetimi”, **Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi**, 5(1), 150-161.
- AKYILDIZ**, Fulya (2011). “Binyıl Kalkınma Hedefleri, İnsan Hakları Ve Demokrasi”, **Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 14(1), 39-60.
- AKYILDIRIM**, Erdinç, et al. (2022). “Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (ESG) Haberlerinin Firmaların Finansal Performansına Etkisi: Borsa İstanbul’dan Kanıt,” **Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 24(2), 598-621.

- ALAGÖZ**, Ali ve Rabia Özpeynirci (2007). “Bilgi Toplumunda Entelektüel Varlıklar ve Raporlanması” **Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 9(2), 167-184.
- ALANTAR**, Doğan (2022). **Teknoloji Sektöründe Entelektüel Sermaye ve Firma Performansı İlişkisi**, Başkent Üniversitesi, Doktora Tezi.
- ALAREENI**, Bahaaeddin Ahmed, and Allam Hamdan (2020). “ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. Corporate Governance”, **The International Journal of Business in Society**, 20(7), 1409-1428.
- ALI**, Hafız Yasir, Rizwan Qaiser Danish, and Muhammad Asrar-ul-Haq (2020). “How corporate social responsibility boosts firm financial performance: The mediating role of corporate image and customer satisfaction”, **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 27(1), 166-177.
- AMEL-ZADEH**, Amir, and George Serafeim (2018). “Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey”, **Financial analysts journal**, 74(3), 87-103.
- ARAS**, Güler, Aslı Aybars, and Ozlem Kutlu (2010). “Managing corporate performance: Investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets”, **International Journal of productivity and Performance management**, 59(3), 229-254.
- ARAS**, Güler, Aslı Aybars, and Ozlem Kutlu (2011). “The interaction between corporate social responsibility and value added intellectual capital: empirical evidence from Turkey”, **Social Responsibility Journal**, 7(4), 622-637.
- ARAS**, Güler vd. (2020). **Çok Boyutlu Kurumsal Sürdürülebilirlik Bankacılık Sektörü Değerlemesi**, Yıldız Teknik Üniversitesi Finans Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilirlik Merkezi (CFGs) Yayınları.
- ARGÜDEN**, Yılmaz (2007). **Kurumsal sosyal sorumluluk. Kurumsal sosyal sorumluluk: İşletmeler ve sosyal sorumluluk**, İGİAD yayını, 37-44.
- ARIFF**, Arifatul Husna Mohd, Ainul Islam, and Tony van Zijl (2016). “Intellectual capital and market performance: The case of multinational R&D firms in the US”, **The Journal of Developing Areas**, 50(5), 487-495.
- ARMSTRONG**, Anona (2020). “Ethics and ESG”, **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, 14(3), 6-17.
- ARSLAN**, Zühal (2022). **Bankalarda Finansal Performansın Belirleyicileri: Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim (ESG) Skorlarının Etkisi Üzerine Uluslararası Bir Araştırma**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi

- ARTIACH**, Tracy, et al. (2010). “The determinants of corporate sustainability performance”, **Accounting & Finance**, 50(1), 31-51.
- ASLAM**, Ejaz, and Razali Haron (2021). “Corporate governance and banking performance: the mediating role of intellectual capital among OIC countries” **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 21(1), 111-136.
- ASLANOĞLU**, Suphi ve İsrail Zor (2006). “Bilgi varlıklarının değerlendirilmesi: Entelektüel sermaye ölçüm ve değerlendirme modelleri; Karşılaştırmalı bir analiz”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 29 (1), 152-165.
- ATABAY**, Elif SİS ve Kader ŞAHİN (2021). “Kurumsal itibar ile finansal performans arasındaki ilişkide inovasyon kapasitesinin aracılık etkisi”, **Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi**, 7(1), 139-167.
- ATAN**, Ruhaya, et al. (2018). “The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies”, **Management of Environmental Quality: An International Journal**, 29(2), 182-194.
- ATIF**, Muhammad, Benjamin Liu, and Sivathaasan Nadarajah (2022). “The effect of corporate environmental, social and governance disclosure on cash holdings: Life-cycle perspective”, **Business Strategy and the Environment**, 31(5), 2193-2212.
- AWAD** Bakry, Ahmed Elsayed (2022). “Does intellectual capital efficiency improve the corporate social responsibility of Egyptian firms?”, **Journal of Financial Reporting and Accounting**, 20(3/4), 693-711.
- AYDIN**, Nurhan (2012). **Finansal Yönetim ve Fonksiyonları**, Finansal Yönetim I, Edt: Nurhan Aydın, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Eskişehir, 2-30.
- AYDOĞMUŞ**, Mahmut, Güzhan GÜLAY, and Korkmaz ERGUN (2022). “Impact of ESG performance on firm value and profitability”, **Borsa İstanbul Review**, 22(2), 119-127.
- AYSAN**, Mustafa. A. (2007). “Muhasebe ve Kurumsal Yönetim”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, (35), 17-24.
- BALATBAT**, Maria, Renard Siew, and D. Carmichael (2012). “ESG scores and its influence on firm performance: Australian evidence”, **In Australian school of business school of accounting, school of accounting seminar series semester**, 2(1), 1-30.
- BANSAL**, Pratima (2005). “Evolving Sustainably: A Longitudinal Study of Corporate Sustainable Development”, **Strategic Management Journal**, 26(1), 197-218.

- BARNETT**, Michael L., and Robert M. Salomon (2012). “Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance”, **Strategic Management Journal**, 33(11), 1304-1320.
- BĂTAE**, Oana Marina, Voicu Dan Dragomir, and Liliana Feleagă (2021). “The relationship between environmental, social, and financial performance in the banking sector: A European study”, **Journal of Cleaner Production**, 290, 125791, 1-21.
- BAUMGARTNER**, Rupert J., and Daniela Ebner (2010). “Corporate sustainability strategies: sustainability profiles and maturity levels”, **Sustainable development**, 18(2), 76-89.
- BAYRAKTAROĞLU**, Ayşe Elvan (2015). **Türk imalat sanayiinde faaliyet gösteren firmaların entelektüel sermaye kullanım etkinliği ve firma performansı ilişkisi**, İTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü, Doktora Tezi.
- BECAN**, Cihan (2013). “Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramının Paydaş Teorisi ve İletişim Yaklaşımı Açısından Değerlendirilmesi: Bankaların Basın Bültenlerine Yönelik Bir İçerik Analizi”, **Selçuk İletişim Dergisi**, 7 (1), 16-35.
- BECKMANN**, Markus, Stefan Hielscher, and Ingo Pies (2014). “Commitment strategies for sustainability: How business firms can transform trade-offs into win–win outcomes”, **Business Strategy and the Environment**, 23(1), 18-37.
- BENEVENE**, Paula, and Michela Cortini (2010). “Interaction between structural capital and human capital in Italian NPOs: Leadership, organizational culture and human resource management”, **Journal of intellectual Capital**, 11(2), 123-139.
- BERLE**, Adolf Augustus, and Gardiner Gardiner Coit Means (1991). **The Modern Corporation and Private Property**, Transaction publishers.
- BERZKALNE**, Irina, and Elvira Zelgalve (2014). “Intellectual capital and company value”, **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, 110(1), 887-896.
- BHAGAT**, Sanjai (2022). **An Inconvenient Truth About ESG Investing**, Harvard Business Review, <https://hbr.org/2022/03/an-inconvenient-truth-about-esg-investing> (Erişim Tarihi:10.09.2023).
- BIANCHI**, Robert J., Michael E. Drew, and Adam N. Walk (2010). “On the responsible investment disclosure practices of the world's largest pension funds”, **Accounting Research Journal**, 23(3), 302-318.

- BISSOONDOYAL-BHEENICK**, Emawtee, Robert Brooks, and Hung Xuan Do (2023). “ESG and firm performance: The role of size and media channels”, **Economic Modelling**, 121(1), 1-19.
- BONTIS**, Nick (1999). “Managing an organizational learning system by aligning stocks and flows of knowledge: An empirical examination of intellectual capital, knowledge management, and business performance”, **Working paper (Michael G. DeGroot School of Business. Management of Innovation and New Technology Research Centre)**, 86(1), 1-31.
- BOYACIOĞLU**, Namika (2017). **Firma değeri ve firma performansları üzerinde kurumsal yönetimin rolü: BIST kurumsal yönetim endeksine kayıtlı firmalar üzerinde bir uygulama**, Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Doktora Tezi.
- BÖLÜKBAŞI**, Yunus (2015). “ENTELEKTÜEL SERMAYENİN İŞLETME BAZINDA ÖLÇÜLMESİNDE KULLANILAN YÖNTEMLER VE SİGORTA SEKTÖRÜNDE BİR ARAŞTIRMA”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi** 36(1), 425-447.
- BROWN**, Lawrence D., and Marcus L. Caylor (2009). “Corporate governance and firm operating performance”, **Review of quantitative finance and accounting**, 32, 129-144.
- BRUNDTLAND**, Gro Harlem (1987). **Towards Sustainable Development**, Report of the World Commission on Environment And Development: Our Common Future, United Nations.
- BUALLAY**, Amina, Jasim Al-Ajmi, and Elisabetta Barone (2022). “Sustainability engagement’s impact on tourism sector performance: linear and nonlinear models”, **Journal of Organizational Change Management**, 35(2), 361-384.
- BUALLAY**, Amina Mohamed (2020). **The level of sustainability reporting and its impact on firm performance: the moderating role of a country’s sustainability reporting law**, Diss. Brunel University London.
- BUALLAY**, Amina (2019). “Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector”, **Management of Environmental Quality: An International Journal**, 30(1), 98-115.
- BUCHANAN**, Bonnie, Cathy Xuying Cao, and Chongyang Chen (2018). “Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership”, **Journal of Corporate Finance**, 52, 73-95.
- BURMAOĞLU**, Serhat, Mustafa Polat ve Cem Harun Meydan (2013). “Örgütsel davranış alanında ilişki analiz yöntemleri ve Türkçe yazında aracılık modeli kullanımı üzerine bir inceleme”, **Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, 13(1), 13-16.

- CAMERON, A. Colin, and Douglas L. Miller (2015). "A practitioner's guide to cluster-robust inference", **Journal of human resources**, 50(2), 317-372.
- CAMPOS, Susana, et al. (2022). "The link between intellectual capital and business performance: a mediation chain approach", **Journal of Intellectual Capital**, 23(2), 401-419.
- CANBAŞ, Serpil, Hatice Doğukanlı ve Hatice Düzakın (2004). "Tobin Q oranı ve günümüzde işletme kararları açısından önemi", **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 13(2), 57-74.
- CAPRIO, Gerard, et al. (2012). **Handbook of key global financial markets, institutions, and infrastructure**, Academic Press.
- CARNINI Pulino, Silvia, et al. (2022). "Does ESG disclosure influence firm performance?", **Sustainability**, 14(13), 1-18.
- CARROLL, Archie B., and K. Buchholtz (2008). **Business & Society Ethics and Stakeholder Management. 7.bs.**, USA: Thompson-Southwestern Publishing.
- CAVACO, Sandra, et al. (2016). "Board independence and operating performance: analysis on (French) company and individual data", **Applied economics**, 48(52), 5093-5105.
- CHANG, Ching-Hsun, and Yu-Shan Chen (2012). "The determinants of green intellectual capital", **Management Decision**, 50(1), 74-94.
- CHEN, Ming-Chin, Shu-Ju Cheng, and Yuhchang Hwang (2005). "An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance", **J. Intellect. Cap**, 6(1), 159-176.
- CHERKASOVA, Victoria, and Irina Nenuzhenko (2022). "Investment in ESG projects and corporate performance of multinational companies", **Journal of Economic Integration** 37(1), 54-92.
- CHOUAIBI, Salim, Jamel Chouaibi, and Matteo Rossi (2022). "ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law", **EuroMed Journal of Business**, 17(1), 46-71.
- CHRISTENSEN, Ronald (2017). "Comment on "The Target Parameter of Adjusted R-Squared in Fixed-Design Experiments", **The American Statistician**, 71(4), 373-375.
- CLARKE, Martin, Dyna Seng, and Rosalind H. Whiting (2011). "Intellectual capital and firm performance in Australia", **J. Intellect. Cap.** 12(4), 505-530.

- CÖMERTLER**, Seval ve Necmiye CÖMERTLER (2021). “Akıllı kentlerde çevresel, sosyal ve ekonomik sürdürülebilirlik, Kopenhag örneği”, **Journal of Architectural Sciences and Applications** 6(1), 317-333.
- ÇAKMAK**, Faruk (2021). **Entelektüel Sermayenin Çalışan Bağlılığına Etkisinde Çalışan Motivasyonu ve Özelliklerinin Aracı Rolü**, Gebze Teknik Üniversitesi, Doktora Tezi.
- ÇALIŞKAN**, Arzu Özsozgün (2012). “İşletmelerde sürdürülebilirlik ve muhasebe mesleği ilişkisi”, **Mali Çözüm**, 22(112), 133-160.
- ÇAM**, İlhan (2016). **İnsan sermayesi, ilişkisel sermaye, inovasyon sermayesi ve süreç sermayesinin firma değeri ile ilişkisi: BIST üzerine bir uygulama**, Gebze Teknik Üniversitesi, YL Tezi.
- ÇETİN**, Filiz A., Seyhan Öztürk (2019). **Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Muhasebe İlişkisi Bir Araştırma**, Gece Kitaplığı, Ankara.
- D'AMATO**, Antonio, and Camilla Falivena (2020). “Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Empirical evidence from European listed companies”, **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 27(2), 909-924.
- DASZYŃSKA-Żygadło**, Karolina, Tomasz Słoński, and Bartosz Zawadzki (2016). “The market value of CSR performance across sectors”, **Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics**, 27(2), 230-238.
- DE FREITAS NETTO**, Sebastião Vieira, et al. (2020). “Concepts and forms of greenwashing: A systematic review”, **Environmental Sciences Europe**, 32(1), 1-12.
- DE LA CRUZ** Déniz-Déniz, Maria, and Petra De Saá-Pérez (2003). “A resource-based view of corporate responsiveness toward employees”, **Organization Studies**, 24(2), 299–319.
- DEL GESSO**, Carla, and Rab Nawaz Lodhi (2024). “Theories underlying environmental, social and governance (ESG) disclosure: a systematic review of accounting studies”, **Journal of Accounting Literature**, Earlycite: DOI: [10.1108/JAL-08-2023-0143](https://doi.org/10.1108/JAL-08-2023-0143)
- DELOITTE** ve **TKYD** (2006). **Nedir Bu Kurumsal Yönetim?** http://www.tkyd.org/files/downloads/faaliyet_alanlari/yayinlarimiz/tkyd_yayinlari/nedir_bu_kurumsal_yonetim.pdf (Erişim Tarihi:22.03.2022).
- DEMİR**, Ercüment (2019). **Anadolu Lisesi Öğretmenlerinin Entelektüel Sermaye Algısı ve Akademik İyimserliği ile Okulun Akademik Başarısı Arasındaki İlişki**, Gazi Üniversitesi, Doktora Tezi.

- DİNCER**, Banu (2022). **Sürdürülebilirlik Raporlarının Meşruiyet Teorisi Kapsamında Değerlendirilmesi**, Muhasebe, Finans ve Denetim Alanlarında Kritik Yaklaşımlar, Efe Akademi Yayınları, İstanbul, 39-50.
- DİNÇ**, Engin ve Hasan Abdioğlu (2009). “İşletmelerde Kurumsal Yönetim Anlayışı ve Muhasebe Bilgi Sistemi İlişkisi: İMKB–100 Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Araştırma”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 12(21), 157-184.
- DOĞAN**, Saime (2018). “Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Muhasebenin Sosyal Sorumluluğu”, **Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi**, 4(1), 100-107.
- DRI ASMAWANTI**, S., and Indah Oktari Wijayanti (2017). “Intellectual Capital and Corporate Social Responsibility in Banking Industries in Indonesia”, **Journal of Economics, Business & Accountancy Ventura**, 20(2), 191-200.
- DROBETZ**, Wolfgang, Andreas Schillhofer, and Heinz Zimmermann (2003). **Corporate governance and firm performance: Evidence from Germany**, Unpublished working paper, University of Basel, Basel, Switzerland, <http://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper146.pdf>. (Erişim Tarihi: 10.05.2023).
- DUQUE-GRISALES**, Eduardo, and Javier Aguilera-Caracuel (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**, 168.2, 315-334.
- DYLLICK**, Thomas, and Kai Hockerts (2002). “Beyond the business case for corporate sustainability”, **Business strategy and the environment** 11(2), 130-141.
- ECCLES**, Robert G., and Judith C. Stroehle (2018). **Exploring Social Origins in the Construction of Environmental, Social and Governance Measures**, Job Market Paper, <https://ora.ox.ac.uk/objects/uuid:8b655ba6-a5d6-4774-a24f-8a235176a595> (Erişim Tarihi: 15.05.2023).
- EDVINSSON**, Leif, and Michael Shawn Malone (1997). **Intellectual capital: Realizing your company's true value by finding its hidden brainpower**, New York: Harper Collins Publishers.
- EISENHARDT**, Kathleen M. (1989). “Agency theory: An assessment and review”, **The Academy of Management Review**, 14(1), 57-74.
- EKŞİ**, Emre (2008). **Intellectual Capital Based Innovation Capability Model Proposition**, Istanbul Technical University, Institute of Science And Technology, M.Sc. Thesis.

- ELKINGTON**, John. (2004). **The Triple Bottom Line Does It All Add Up**, (Editörler: Adrian Henriques, Julie Richardson), “Enter The triple bottom line”, Routledge, 1-16.
- EPPS**, Ruth W., and Sandra J. Cereola (2008). “Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company's operating performance?”, **Critical Perspectives on Accounting**, 19(8), 1135-1148.
- EROL**, İsmail ve Aslı Özmen (2008). “Çevresel düzeyde sürdürülebilirlik performansının ölçülmesi: Perakende sektöründe bir uygulama”, **İktisat İşletme ve Finans**, 23(266), 70-94.
- FAUZI**, Hasan (2009). “Corporate Social and Financial Performance: Empirical Evidence from American Companies”, **Globsyn Management Journal**, **Forthcoming**, <http://ssrn.com/abstract=1489494> (Erişim: 14 Eylül 2023).
- FENG**, Jingwen, John W. Goodell, and Dehua Shen (2022). “ESG rating and stock price crash risk: Evidence from China”, **Finance Research Letters**, 46, 102476.
- FOURATI**, Yosra Makni, and Mariam Dammak (2021). “Corporate social responsibility and financial performance: International evidence of the mediating role of reputation”, **Corporate Social Responsibility and Environmental Management** 28(6), 1749-1759.
- FRAJ-ANDRÉS**, Elena, Eva Martinez-Salinas, and Jorge Matute-Vallejo (2009). “A Multidimensional Approach to the Influence of Environmental Marketing and Orientation on the Firm’s Organizational Performance”, **J Bus Ethics** 88(1), 263–286,
- FRANCO**, Stefano, et al. (2020). “Are you good enough? CSR, quality management and corporate financial performance in the hospitality industry”, **International Journal of Hospitality Management**, 88(1), 102395.
- FRIEDMAN**, Milton (1970). “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, The New York Times Magazine, September 13, 32-33.
- GALLARDO-VÁZQUEZ**, Dolores, Luis Enrique Valdez-Juárez, and José Luis Lizcano-Álvarez. (2019). “Corporate social responsibility and intellectual capital: Sources of competitiveness and legitimacy in organizations’ management practices”, **Sustainability**, 11(20), 1–28.
- GANGI**, Francesco, et al. (2019). “Do corporate social responsibility and corporate governance influence intellectual capital efficiency?”, **Sustainability**, 11(7), 1899.
- GAO**, Shang, et al. (2021). “Mapping and clustering analysis on environmental, social and governance field a bibliometric analysis using Scopus”, **Sustainability**, 13(13), 1-17.

- GARCIA**, Alexandre Sanches, Wesley Mendes-Da-Silva, and Renato J. Orsato (2017). “Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets”, **Journal of cleaner production**, 150, 135-147.
- GEREKAN**, Bekir (2019). **Kurumsal yönetim uygulamalarının Ar-Ge ve inovasyon maliyetleri üzerindeki etkisi: Borsa İstanbul’da bir araştırma**, Kafkas Üniversitesi Doktora Tezi.
- GHOLAMI**, Amir, John Sands, and Habib Ur Rahman (2022). “Environmental, social and governance disclosure and value generation: is the financial industry different?”, **Sustainability**, 14(5), 2647.
- GHOSH**, Santanu, and Amitava Mondal (2009). “Indian software and pharmaceutical sector IC and financial performance”, **Journal of Intellectual Capital**, 10 (3), 369– 388.
- GHOSH**, Dipankar, and Anne Wu (2007). “Intellectual capital and capital markets: additional evidence”, **Journal of Intellectual Capital**, 8(2), 216-235.
- GIANNOPOULOS**, George, et al. (2022). “The ESG Disclosure and the Financial Performance of Norwegian Listed Firms”, **Journal of Risk and Financial Management**, 15(6), 1-16.
- GREEN PAPER** (2001). **Promoting a European Framework, for Corporate Social Responsibility**, Avrupa Komisyonu Yeşil Bildiri, Brüksel, http://eurlex.europa.eu/LexUriServ/site/en/com/2001/com2001_0366en01.pdf (ET: 27.09.2022).
- GÜLAL** Serkan, Ö. (2021). **Kâr Payı Dağıtım Politikalarını Belirleyen İşletme İçi ve Makroekonomik Faktörlerin Karşılaştırmalı Analizi**, Erciyes Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- GÜLCEMAL**, Tuba ve Levent ÇITAK (2017). “Entelektüel katma değer katsayısı yöntemi ile ölçülen entelektüel sermayenin firma performansı üzerindeki etkisi”, **Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 18(1), 35-55.
- GÜRKAN**, Serhan, Rasim İlker Gökbulut, and Nurdan Çolak (2015). “Entelektüel katma değer katsayısı bileşenlerinin işletmelerin finansal performansı üzerindeki etkisi”, **Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi**, 11(2), 45-64.
- GÜRÜL**, Binnur (2016). “Kurumsal Sürdürülebilirlik Yaklaşımı – Bir Örnek”, **Uluslararası Avrasya Ekonomileri Konferansı (AVEKON)**, Tam metin bildiri, 879-888.
- HAN**, Jae-Joon, Hyun Jeong Kim, and Jeongmin Yu (2016). “Empirical study on relationship between corporate social responsibility and financial performance in Korea”, **Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility**, 1(1), 61-76.

- HARMER**, N. L., Pathiraja, P. M. D. S., and Priyadarshanie, W. A. N. (2021). **The effect of corporate social performance on firm financial performance: The moderating effect of ownership concentration**, In New Horizons in Management, Leadership and Sustainability: Innovative Case Studies and Solutions for Emerging Economies Cham: Springer International Publishing, 27-40.
- HARRIS**, Jonathan M. (2000). "Basic Principles of Sustainable Development", **Dimensions of Sustainable Development**, Tufts University, Global Development and Environment Institute Working Paper, 21-41.
- HAYKIR**, Elif (2011). "Entelektüel Sermayenin Önemi, Sınıflandırılması ve Ölçme Yöntemleri: Kuramsal Bir Çerçeve", **Sosyal Bilimler Dergisi**, 1, 86-99.
- HEJAZI**, Rezvan, Mehrdad Ghanbari, and Mohammad Alipour (2016). "Intellectual, human and structural capital effects on firm performance as measured by Tobin's Q", **Knowledge and Process Management**, 23(4), 259-273.
- HENDRATAMA**, Tifanny Dwijaya, and Yu-Chuan Huang (2021). "Corporate social responsibility, firm value and life cycle: evidence from Southeast Asian countries", **Journal of Applied Accounting Research**, 22(4), 577-597.
- HENISZ** Witold, Tim Koller, and Robin Nuttall (2019). McKinsey Quarterly, <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Business%20Functions/Strategy%20and%20Corporate%20Finance/Our%20Insights/Five%20ways%20that%20ESG%20creates%20value/Five-ways-that-ESG-creates-value.ashx> (Erişim Tarihi: 12.05.2022).
- HITCHCOCK**, Darcy, and Willard, Marsha (2009). **The Business Guide to Sustainability: Practical Strategies and Tools for Organizations**, Earthscan Publications Ltd.; Second Edition.
- HORIUCHI** Rina and Ryan Schuchard (2009). **Understanding and Preventing Greenwash: A Business Guide**, <https://www.bsr.org/reports/Understanding%20Preventing%20Greenwash.pdf> (Erişim Tarihi: 01.08.2023).
- İLİC**, Derya Kelgökmen (2010). "İşletmelerin Kurumsal Sosyal Sorumluluk Düzeylerinin Belirlenmesine Yönelik Bir Literatür Taraması", **Ege Akademik Bakış Dergisi**, 10 (1), 303-318.
- İMKB** (2011). Sürdürülebilirlikle İlgili Özet Bilgiler, İMKB İstatistik Müdürlüğü, Erişim Tarihi (05.05.2023), https://www.borsaistanbul.com/datum/surdurulebilirlik/SURDURULEBILIRLIK_OZET_BILGILER.pdf

- JAIN**, Priyanka, Vishal Vyas, and Ankur Roy (2017). “Exploring the mediating role of intellectual capital and competitive advantage on the relation between CSR and financial performance in SMEs”, **Social Responsibility Journal**, 13(1), 1-23.
- JAMALI**, Dima (2006). “Insights into triple bottom line integration from a learning organization perspective”, **Business Process Management Journal**, 12(6), 809-821.
- JAMALI**, Dima, Toufic Mezher, and Hiba Bitar (2006). “Corporate social responsibility and the challenge of triple bottom line integration: insights from the Lebanese context”, **International journal of environment and sustainable development**, 5(4), 395-414.
- JAMES**, D. (1997). “The troubled language of accounting gets tongue-tied over intangibles”, **Business Review Weekly**, October, 92–94.
- JENSEN**, Michael C., and William H. Meckling (1976). “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, **Journal of financial economics**, 3(4), 305-360.
- JOHNSON**, H.T. and Kaplan, R.S. (1987). **Relevance Lost**, Boston: Harvard Business School Press.
- JYOTI**, Gaurav, and Ashu Khanna (2021). “Does sustainability performance impact financial performance? Evidence from Indian service sector firms”, **Sustainable Development**, 29(6), 1086-1095.
- KÂHYA**, Cem (2013). “Örgütsel Sinizm, İş Performansını Etkiler Mi? İş Tatminin Aracılık Etkisi”, **Global Journal of Economics and Business Studies**, 2(3), 34-46.
- KALIA**, Deepali, and Divya Aggarwal (2023). “Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies”, **Journal of Global Responsibility**, 14(1), 155-176.
- KALYONCU**, Cengiz (2019). **Entelektüel Sermayenin Firma Değerine Etkisinin Ohlson Ve Vanc Modelleri İle Sınanması: Bist 100 Üzerine Bir Uygulama**, Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi
- KAMALIREZAEI**, Hashem, et al. (2020). “Corporate social responsibility and bankruptcy probability: Exploring the role of market competition, intellectual capital, and equity cost”, **Journal of Corporate Accounting & Finance**, 31(1), 53–63.
- KANCA**, Sevda (2020). **İç Kontrol Sistemi ile Kurumsal Yönetim İlkelerinin Finansal Performansa Etkisi**, Avrasya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

- KANNAN**, Gopika, and Wilfried G. Aulbur (2004). "Intellectual capital: Measurement effectiveness", **Journal of intellectual capital**, 5(3), 389-413.
- KARAGIORGOS**, Theofanis, et al. (2010). "Internal auditing as an effective tool for corporate governance", **Journal of business Management**, 2(1), 15-23.
- KARAMAN**, Rıfat (2009). "İşletmelerde performans ölçümünün önemi ve modern bir performans ölçme aracı olarak Balanced Scorecard", **Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 8(16), 410-427.
- KARSAVURAN**, Seda (2013). "Stratejik değerlendirme ve kontrol: dengeli puan kartı'nın sağlık hizmetlerinde kullanımı", **Hacettepe Sağlık İdaresi Dergisi**, 16(2), 69-89.
- KARYANI**, Etikah, and Muhamad Resa Perdiansyah. "ESG and intellectual capital efficiency: evidence from ASEAN emerging markets", **Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia**, 19(2), 2-15.
- KERİMOV**, Ruslan (2011). **Entelektüel sermayenin ölçülmesi, raporlanması ve işletme performansına etkisi: Örnek bir uygulama**, Yüksek Lisans Tezi, Ankara Üniversite Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KILIÇ**, Meltem (2017). **Kurumsal Yönetim, Sahiplik Yapısı ve Finansal Performans İlişkisi: BİST'de Bir Alan Araştırması**, Doktora Tezi, Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi.
- KILIÇLI**, Yasin (2021). **Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: Entelektüel Sermaye ile Rekabet Avantajının Aracılık Rolü**, Doktora Tezi, Van Üniversitesi.
- KIM**, Ji Mi (2018). **The role of culture, governance, and institutions in corporate social responsibility around the world**, Doctoral dissertation, Temple University.
- KIZIL**, Cevdet (2009). **Bankacılık Sektöründe Entelektüel Sermayenin Ölçülmesi, Değerlendirilmesi ve Muhasebeleştirilmesi**, Doktora Tezi, Kadir Has Üniversitesi.
- KONYALILAR**, Nil (2020). **Entelektüel sermaye ve inovasyonun çalışan performansına etkisi: Havaçılık sektörü örneği**, Doktora Tezi, İstanbul Gelişim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- KORWATANASAKUL**, Upalat (2020). "Environmental, Social, and Governance Investment: Concepts, Prospects, and the Policy Landscape", **Asian Development Bank Institute**, 1-32.
- KÖSTEPEN**, Ali (2021). **Sivil Toplum Kuruluşlarında Gönüllülük Performansına Etkisi Bağlamında Entelektüel Sermaye Boyutlarına**

İlişkin Bir Model Önerisi: İzmir İli Örneği, Doktora Tezi, İzmir Kâtip Çelebi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

- KRISHNAMURTI**, Chandrasekhar, Syed Shams, and Eswaran Velayutham (2018). “Corporate social responsibility and corruption risk: A global perspective”, **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, 14(1), 1-21.
- KRISHNAMURTI**, Chandrasekhar, Syed Shams, and Eswaran Velayutham (2018). “Corporate social responsibility and corruption risk: A global perspective”, **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, 14(1), 1-21.
- KSIĘŻAK**, Paulina (2016). “The Benefits from CSR for a Company and Society”, **Journal of Corporate responsibility and leadership** 3(4), 53-65.
- KWEH**, Qian Long, et al. (2019). “Intellectual capital, governmental presence, and firm performance of publicly listed companies in Malaysia”, **International Journal of Learning and Intellectual Capital**, 16(2), 193-211.
- KWON**, Dae-Bong (2009). “Human capital and its measurement”. In **The 3rd OECD world forum on “statistics, knowledge and policy”** (1-15).
- KYERE**, Martin, and Marcel Ausloos (2021). “Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom”, **International Journal of Finance & Economics**, 26(2), 1871-1885.
- LEE**, Michael T., and Robyn L. Raschke (2023). “Stakeholder legitimacy in firm greening and financial performance: What about greenwashing temptations?”, **Journal of Business Research**, 155(1), 1-11.
- LEE**, Seoki, Manisha Singal, and Kyung Ho Kang. (2013). “The corporate social responsibility–financial performance link in the US restaurant industry: do economic conditions matter?”, **International Journal of Hospitality Management**, 32, 2-10.
- LEE**, Siew-Peng, and Mansor Isa (2023). “Environmental, social and governance (ESG) practices and financial performance of Shariah-compliant companies in Malaysia”, **Journal of Islamic Accounting and Business Research**, 14(2), 295-314.
- LIN**, Chin-Shien, Ruei-Yuan Chang, and Van Thac Dang (2015). “An integrated model to explain how corporate social responsibility affects corporate financial performance”, **Sustainability**, 7(7), 8292-8311.
- LOKUWADUGE**, Chitra Sriyani De Silva, and Kumudini Heenetigala (2017). “Integrating environmental, social and governance (ESG) disclosure for a sustainable development: An Australian study”, **Business Strategy and the Environment**, 26(4), 438-450.

- LÓPEZ-PENABAD**, Maria Celia, et al (2023). “Does corporate social performance improve bank efficiency? Evidence from European banks”, **Review of Managerial Science**, 17(4), 1399-1437.
- LOZANO**, Rodrigo, Angela Carpenter, and Donald Huisingh (2015). “A review of “theories of the firm” and their contributions to Corporate Sustainability”, **Journal of Cleaner Production**, 106, 430–442.
- LUMBANGAOL**, Geby Agnes, Amrie Firmansyah, and Ayu Diana Irawati. (2021). “Intellectual Capital, Corporate Social Responsibility, and Firm Value in Indonesia's Banking Industries”, **Jurnal Riset Akuntansi Terpadu**, 14(1), 76-87.
- MAASSEN**, Gerard H., and Arnold B. Bakker (2001). “Suppressor variables in path models: Definitions and interpretations”, **Sociological methods & research**, 30(2), 241-270.
- MADITINOS**, Dimitrios, et al. (2011). “The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance”, **Journal of Intellectual Capital**, 12(1), 132-151.
- MAHER**, Maria, and Thomas Andersson (2000). **Corporate governance: effects on firm performance and economic growth**, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=218490 (Erişim Tarihi:12.12.2022).
- MARDINI**, G. H. (2022). “ESG factors and corporate financial performance”, **International Journal of Managerial and Financial Accounting**, 14(3), 247-264.
- MARR**, Bernard, Dina Gray, and Andy Neely (2003). “Why Do Firms Measure Their Intellectual Capital?”, **Journal of Intellectual Capital**, 4 (4), 441-464.
- MARSAT**, Sylvain, and Benjamin Williams (2011). **CSR and market valuation: International evidence**, In International Conference of the French Finance Association (AFFI), 1-22.
- MATHIEU**, J. E., and Taylor, S. R. (2006). “Clarifying conditions and decision points for mediational type inferences in organizational behavior. Journal of Organizational Behavior”, **The International Journal of Industrial, Occupational and Organizational Psychology and Behavior**, 27(8), 1031-1056.
- MATTHIESEN**, Marie-Louise, and Astrid Juliane Salzmann (2017). “Corporate social responsibility and firms' cost of equity: how does culture matter?”, **Cross Cultural & Strategic Management**, 24(1), 105-124.

- MBANYELE**, William, et al. (2022). “Corporate social responsibility and green innovation: Evidence from mandatory CSR disclosure laws”, **Economics Letters**, 212, 1-7.
- PEREZ**, Lucy, et al. (2023) **MCKINSEY**, <https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/does-esg-really-matter-and-why#/> (Erişim Tarihi: 12.05.2022).
- MCWILLIAMS**, Abigail, and Donald Siegel (2001). “Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective”, **Academy of management review**, 26(1), 117-127.
- MCWILLIAMS**, Abigail, Donald S. Siegel, and Patrick M. Wright (2006). “Corporate social responsibility: International perspectives, **Journal of Business Strategies**, 23(1), 1–13.
- MING** Chen, Hai, and Ku Jun Lin (2004). “The role of human capital cost in accounting”, **Journal of intellectual capital**, 5(1), 116-130.
- MOGHADDAM**, Mehrnaz (2019). **Corporate Social Responsibility and Firm Performance: The Antecedent Effects of Transformational Leadership and Organizational Culture**, Norwegian University of Science and Technology, Master Thesis.
- MOLDAN**, Bedřich, Svatava Janoušková, and Tomáš Hák (2012). “How To Understand And Measure Environmental Sustainability: Indicators And Targets”, **Ecological Indicators**, 17(1), 4-13.
- MRAZKOVA**, Silvia, Ivana Perzelova, and Jozef Glova (2016). “Impact of the value-added intellectual coefficient and its components on overall performance of selected European companies”, **Polish Journal of Management Studies** 14(2), 161-171.
- MSCI**, **Market Classification**, <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/market-classification> Erişim Tarihi (05/05/2021).
- MUGHAL**, Yasir Hayat, et al (2021). “Nexus between corporate social responsibility and firm’s performance: A panel data approach”, **International Journal of Finance & Economics**, 26(2), 3173-3188.
- NADEEM**, Muhammad. (2016). **Intellectual capital and firm performance: evidence from developed, emerging and frontier markets of the world**, Doctoral dissertation, Lincoln University.
- NAEEM**, Nasruzzaman (2021). **The Relationship Between The Esgperformance And Financial Performance Of Environmentally Sensitive Industries; A Comparison Between Emerging And Developed Markets**, İstanbul Ticaret Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi.

- NAEEM, Nasruzzaman, and Serkan Cankaya (2022). “The impact of ESG performance over financial performance: A study on global energy and power generation companies”, **International Journal of Commerce and Finance**, 8(1), 1-25.
- NAIMY, Viviane, Rim El Khoury, and Sahar Iskandar (2021). “ESG versus corporate financial performance: Evidence from East Asian firms in the industrials sector”, **Studies of Applied Economics**, 39(3), 1-25.
- NGUYEN, Canh Thi, Liem Thanh Nguyen, and Nhu Quynh Nguyen (2022). “Corporate social responsibility and financial performance: The case in Vietnam”, **Cogent Economics & Finance**, 10(1), 1-18.
- NGUYEN, Duy Thanh, Thinh Gia Hoang, and Hue Gia Tran (2022). “Help or hurt? The impact of ESG on firm performance in S&P 500 non-financial firms”, **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, 16(2), 91-102.
- NIRINO, Niccolò, et al. (2022), “Intellectual capital: the missing link in the corporate social responsibility–financial performance relationship”, **Journal of Intellectual Capital**, 23(2), 420-438.
- NUBER, Claudio, Patrick Velte, and Jacob Hörisch (2020). “The curvilinear and time-lagging impact of sustainability performance on financial performance: evidence from Germany”, **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 27 (1), 232-243.
- O’CONNELL, Maeve, and Anne Marie Ward (2020). “Shareholder theory/shareholder value,” **Encyclopedia of sustainable management**, 1-7.
- OECD (2016). Kurumsal Yönetim İlkeleri, https://www.oecd-ilibrary.org/governance/g20-oecd-principles-of-corporate-governance_9789264257443-tr (E.T. 30.08.2022).
- OECD 2020. ESG Investing: Practices, Progress and Challenges” <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf> (E.T. 30.08.2022).
- OECD, <https://www.oecd.org/daf/inv/corporateresponsibility/1840502.pdf> (Erişim Tarihi: 10.07.2022).
- OLÁH, Judit, et al. (2018). “Achieving sustainable e-commerce in environmental, social and economic dimensions by taking possible trade-offs”, **Sustainability**, 11(1), 89.
- ORANGE, Erica, and Aaron M. Cohen (2010). “From eco-friendly to eco-intelligent”, **The Futurist**, 44(5), 28-32.

OVECHKIN, Danila V., Gulnara F. Romashkina, and Vladimir A. Davydenko (2021). “The impact of intellectual capital on the profitability of Russian agricultural firms”, **Agronomy**, 11(2), 286.

Oxford Sözlüğü (2023). <https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/greenwash?q=greenwashing> (Erişim Tarihi: 03.09.2023).

ÖZCAN, Sami. (2022). **Kurumsal Sürdürülebilirliğin Finansal Performans Üzerindeki Etkisinde Ar-Ge Yoğunluğunun Aracı Rolü**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

ÖZEVREN, Mina ve Sebahattin Yıldız (2010). “Entelektüel Sermayenin Ölçüm Yöntemleri ve Kriterlerinin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, 29(2), 275-289.

ÖZTOPANLAR, Tunç (2019). **Entelektüel sermaye ve sürdürülebilirliğin bankaların finansal performansı üzerindeki etkileri: Türk bankacılık sektöründe bir araştırma**, MS thesis. Necmettin Erbakan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

ÖZTÜRK, Mutlu Başaran, and Kartal Demirgüneş (2008). “Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entellektüel Sermaye”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, (19), 395-411.

PALHARES, José Eduardo F. T. (2018). **Banking Firms’ Performance and Intellectual Capital Efficiency Nexus**, Universidade de Aveiro, Portugal, PHD dissertation.

PARLAKKAYA, Raif (2003). “Maliyet ve Performans Yönetim Aracı Olarak Tümlşik Faaliyet Tabanlı Maliyetleme ve Ekonomik Katma Değer Sistemi”, **AKÜ İİBF Dergisi**, 5(2), 73-87.

PEDRINI, Matteo (2007). “Human capital convergences in intellectual capital and sustainability reports”, **Journal of Intellectual Capital**, 8(2), 346–366.

PENG, Lee Siew, and Mansor Isa (2020). “Environmental, social and governance (ESG) practices and performance in Shariah firms: agency or stakeholder theory?”, **Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance**, 16(1), 1-34.

PETERSEN, Mitchell A. (2009). “Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches”, **The Review of financial studies**, 22(1), 435-480.

PETKOVIC, Milos. (2019). **Relationship between Investments in Intellectual Capital and Company's Book Value: evidence from French Companies (2008-2016)**, Doctoral dissertation, Université Côte d'Azur (ComUE).

- PONG**, Hok-Ko, and Chun-Cheong Fong (2023). “The Associations of Spirituality, Adversity Quotient and Ethical Decision Making of Accounting Managers in the Contexts of Financial Management and Corporate Social Responsibility”, **Sustainability**, 15(19), 1-21.
- PU**, Ganlin (2023). “A non-linear assessment of ESG and firm performance relationship: evidence from China”. **Economic Research-Ekonomiska Istraživanja**, 36(1), 1-17.
- PWC** (2022). **ESG Value Creation Journey**, <https://www.pwc.com.tr/tr/Hizmetlerimiz/surdurulebilirlik/pdf/esg-uzerine-ekonomik-gercekler-mini-report.pdf> (E.T. 30.05.2022).
- RAGHUNANDAN**, Aneesh, and Shiva Rajgopal (2022). “Do ESG funds make stakeholder-friendly investments?”, **Review of Accounting Studies**, 27(3), 822-863.
- RAIMO**, Nicola, et al. (2021). “Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing”, **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 28(4), 1412-1421.
- RAMOS**, María Isabel González, Mario Javier Donate Manzanares, and Fátima Guadamillas Gómez (2018). “The effect of technological posture and corporate social responsibility on financial performance through corporate reputation”, **International Journal of Innovation: IJI Journal**, 6(2), 164-179.
- REBOREDO**, Juan C., and Samih MA Sowaity (2022). “Environmental, Social, and Governance Information Disclosure and Intellectual Capital Efficiency in Jordanian Listed Firms”, **Sustainability**, 14(1), 115-130.
- REFINITIV** (2022). Environmental, Social and Governance Scores From Refinitiv (2022).1-25.https://www.refinitiv.com/en_us/methodology/pdf (Erişim Tarihi: 01.03.2023).
- REFINITIV**, <https://www.refinitiv.com/en/financial-data/company-data/esg-data> (Erişim Tarihi: 01.05.2022).
- RIAHI-BELKAOUI**, Ahmed (2003). “Intellectual capital and firm performance of US multinational firms: A study of the resource-based and stakeholder views”, **Journal of Intellectual capital**, 4(2), 215-226.
- ROOS**, Göran, and Johan Roos (1997). “Measuring your company's intellectual performance”, **Long range planning**, 30(3), 413-426.
- RUAN**, Lei, and Heng Liu (2021). “Environmental, Social, Governance Activities and Firm Performance: Evidence from China”, **Sustainability**, 13(2), 767-790.

- RUS**, Alexandra Ioana Daniela, Monica Violeta Achim, and Sorin Nicolae Borlea (2019). "Theoretical and methodological approaches on the intellectual capital", **Studia Universitatis Vasile Goldiș Arad, Seria Științe Economice**, 29(2), 1-16.
- SAFI**, Adnan, et al. (2023). "How does corporate social and environmental responsibility contribute to investment efficiency and performance? Evidence from the financial sector of China", **Economic Research-Ekonomska Istraživanja**, 36(2), 1-23.
- SANDBERG**, Helene, Alhamzah Alnoor, and Victor Tiberius (2023). "Environmental, social, and governance ratings and financial performance: Evidence from the European food industry", **Business Strategy and the Environment**, 32(4), 2471-2489.
- SANTOS-JAÉN**, José Manuel, Antonia Madrid-Guijarro, and Domingo García-Pérez-de-Lema (2021). "The impact of corporate social responsibility on innovation in small and medium-sized enterprises: The mediating role of debt terms and human capital", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 28(4), 1200-1215.
- SASSEN**, Remmer, Anne-Kathrin Hinze, and Inga Hardeck (2016). "Impact of ESG factors on firm risk in Europe", **Journal of business economics** 86 (1): 867-904.
- SEKHON**, Amritjot Kaur, and Lalit Mohan Kathuria (2020). "Analyzing the impact of corporate social responsibility on corporate financial performance: evidence from top Indian firms", **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 20(1), 143-157.
- SHAHZAD**, Faisal, et al. (2022). "Does intellectual capital efficiency explain corporate social responsibility engagement-firm performance relationship? Evidence from environmental, social and governance performance of US listed firms", **Borsa Istanbul Review**, 22(2), 295-305.
- SHAKIL**, Mohammad Hassan, et al. (2022). "Sustainability and financial performance of transport and logistics firms: Does board gender diversity matter?", **Journal of Sustainable Finance & Investment**, 14(1), 100-115.
- SHEPPARD**, Charles, (Ed.). (2018). **World seas: an environmental evaluation: volume iii: ecological issues and environmental impacts**, Academic Press, 57-78.
- SHRESTHA**, Chaman (2020). **An Investigation of the Impact of Corporate Social Responsibility on Firms' Financial Performance: a Global Study**, Coventry University Doctor Of Philosophy.

- SİSMAN**, Fatma Ayanoglu, et al. (2015). “Importance of transparency on sustainable success orientation”, **Research journal of Business and Management**, 2(3), 366-379.
- SMITH**, Adam (1804). **Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, Hartford: Oliver D. Cooke.
- SROUFE**, Robert, and Venugopal Gopalakrishna-Remani (2019). “Management, social sustainability, reputation, and financial performance relationships: An empirical examination of US firms”, **Organization & Environment**, 32(3), 331-362.
- STENDER**, Patrick (2021). **Corporate governance as a driver for firm value creation - Evidence on European-listed firms**, Universidad Catolica de Murcia, Doktora Tezi
- STEWART**, Thomas A. (1997). **Intellectual capital: The new wealth of organizations**, New York: Nicholas Brealey Publishing.
- SUYADAL**, Mehmetcan (2019). **Entelektüel Sermaye, Finansal Performans ve Makroekonomik Faktörler: Dünya Bankaları Üzerine Ampirik Bir Uygulama**, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- ŞEN**, SÜLEYMAN (2022). **Entelektüel sermaye ve değer ilişkisi: Türk bankacılık sektörü üzerine bir araştırma**, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.
- ŞİŞMAN**, Muhammet Emin ve Serkan ÇANKAYA (2021). “Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetişim (ESG) Verilerinin Firmaların Finansal Performansına Etkisi: Hava Yolu Sektörü Üzerine Bir Çalışma”, **Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 25(1), 73-91.
- TANJUNG**, Miranda. (2023). “Cost of capital and firm performance of ESG companies: what can we infer from COVID-19 pandemic?”, **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, 14(6), 1242-1267.
- TATOĞLU**, Ferda Y. (2005). **Sermaye Piyasası’nda riskin sınırlı bağımlı değişkenli panel veri modelleri ile analizi**, Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi.
- TATOĞLU**, Ferda Yerdelen (2018). **Panel Veri Analizi**, İstanbul: Beta.
- TOPALOĞLU**, Emre Esat (2011) **Entelektüel sermayenin ölçülmesi: Türk bankacılık sektörü üzerine bir analiz**, Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi.

- TOPARLAK**, Ekrem. (2023). **Teknolojik İnovasyon ve Yenilenebilir Enerji Üretimini Teşvik Etmeye Yönelik Kamu Politikaları: Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- TORAMAN**, Cengiz, Hasan Abdioğlu ve Burcu İşgüden (2009). “İşletmelerde inovasyon sürecinde entelektüel sermaye ve yönetim muhasebesi kapsamında değerlendirilmesi”, **Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 11(1), 91-120.
- TORRES-Reyna**, Oscar (2007). “Panel data analysis fixed and random effects using Stata (v. 4.2)”, **Data & Statistical Services, Princeton University** 112, 1-49.
- TOWER**, Christopher, and Dan Harris (2022). **How to Avoid Greenwashing in Corporate Sustainability Reporting**, https://www.bdo.com/getmedia/383571fb-7b98-42d2-ba77-a65b60f56039/ESG_How-to-Avoid-Greenwashing_Insight.pdf?ext=.pdf (Erişim Tarihi: 05.08.2023).
- TRAN**, Phuong (2021). **Corporate Social Responsibility and Share Repurchases: European Evidence**, Master’s thesis University of Vaasa.
- TRUMPP**, Christoph, and Thomas Guenther (2017). “Too little or too much? Exploring U-shaped relationships between corporate environmental performance and corporate financial performance”, **Business Strategy and the Environment**, 26(1), 49-68.
- TÜM**, Kayahan (2014). “Kurumsal sürdürülebilirlik ve muhasebeye yansımaları: Sürdürülebilirlik muhasebesi”, **Akademik Yaklaşımlar Dergisi**, 5(1), 58-81.
- TÜSİAD** (2002). **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi (Tüsiad-T/2002–12/336)**, İstanbul: TÜSİAD.
- ÜLGEN**, Erkan (2006). **Isıtma Sektöründe Yer Alan Bir Firmada ISO 14000 ÇYS Performansının Dengelenmiş Skor Kartı Aracılığıyla Değerlendirilmesi**, İTÜ Fen Bilimleri Enstitüsü, Doktora Tezi.
- VAN DER LAAN**, Sandra (2009). “The role of theory in explaining motivation for corporate social disclosures: Voluntary disclosures vs ‘solicited’ disclosures”, **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, 3(4), 15-29.
- VAN HET HOF**, Seçil Deren ve Hoştut, Sibel. (2020). **Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramlar, Uygulama ve Örnekler**, Antalya, Nobel Yayıncılık (İkinci Basım).
- VAN MARREWĪJK**, Marcel (2003). “Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion”, **Journal of business ethics**, 44(2), 95-105.

- VASQUEZ-ORDÓÑEZ, Luis René, et al. (2023). "The impact of corporate social responsibility on the financial performance of renewable energy firms", **Economic Research-Ekonomika Istraživanja**, 36:2, 1-17.
- VELTE, Patrick (2017). "Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany", **Journal of Global Responsibility**, 8(2), 169-178.
- WILSON, Mel (2003). "Corporate Sustainability: What is it and where does it come from?", **Ivey Business Journal**, 67(6), 1-5.
- WITHERELL, Bill (2002). "Corporate governance and responsibility Foundations of market integrity", **OECD Observer**, 234,1-17.
- WOOD, Donna J. (1991). "Corporate social performance revisited", **Academy of management review**, 16(4), 691-718.
- WOOLDRIDGE, Jeffrey M. (2016) **Introductory Econometrics: A Modern Approach**, Cengage Learning; 6th edition.
- WORLD BANK (2016). <https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/corporate-governance> (Erişim Tarihi:22.01.2022).
- WORLD BANK GROUP (2002). **Public Sector Roles in Strengthening Corporate Social Responsibility: A Baseline Study**, Washington DC: WBG.
- XIE, Jun, et al. (2019). "Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance?", **Business Strategy and the Environment**, 28(2), 286-300.
- YANG, Chien-Chang, and Carol Yeh-Yun Lin (2009). "Does intellectual capital mediate the relationship between HRM and organizational performance? Perspective of a healthcare industry in Taiwan", **The International Journal of Human Resource Management**, 20(9), 1965–1984.
- YANG, Zhi, et al. (2020). "Greenwashing behaviours: Causes, taxonomy and consequences based on a systematic literature review", **Journal of Business Economics and Management**, 21(5), 1486-1507.
- YAŞAR, R. Şebnem (2016). "Dengeli puan kartıyla performans ölçümü: bir denetim şirketi uygulaması." **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, 70 (1),193-212.
- YILDIZ, Deniz (2020). **Büyük İşletmelerde Entelektüel Sermayenin Yenilikçiliğe Dayalı Rekabet Üstünlüğüne Etkisi: Eskişehir’de Kurulu İşletmeler Üzerinde Bir Araştırma**, Giresun Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

- YILMAZ**, Recep ve Murat Kaya (2014). “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Muhasebe Etik Kuralları ile İlişkisi”, **İşletme Bilimi Dergisi**, 2(1), 17-35.
- YORK**, Jeffrey G (2009). “Pragmatic Sustainability: Translating Environmental Ethics into Competitive Advantage”, **Journal of Business Ethics**, 85 (1), 97–100.
- YÖNET**, Ender (2005). “Kurumsal Sosyal Sorumluluk Anlayışında Son Dönemeç: Stratejik Sorumluluk”, **Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 8(13), 239-264.
- YU**, Ellen Pei-yi, Christine Qian Guo, and Bac Van Luu (2018). “Environmental, social and governance transparency and firm value”, **Business Strategy and the Environment**, 27(7), 987-1004.
- ZAHID**, RM Ammar, et al. (2022). “The role of audit quality in the ESG-corporate financial performance nexus: Empirical evidence from Western European companies”, **Borsa Istanbul Review** 22 (1), 200-212.
- ZARAGOZA-SÁEZ**, Patrocinio Carmen, et al. (2023). “Corporate social responsibility and strategic knowledge management as mediators between sustainable intangible capital and hotel performance”, **Journal of Sustainable Tourism**, 31(4), 908-930.
- ZENG**, Zhuoqi, Minjeong Oh, and Sungyong Choi (2022). “An Empirical Study on the Relationship between Corporate ESG Activities, Green Innovation and Corporate Performance: Focused on the Chinese Manufacturing Companies”, **Journal of Society of Korea Industrial and Systems Engineering**, 45(3), 186-196.
- ZENG**, Lishi, and Xuemei Jiang (2023). “ESG and corporate performance: Evidence from agriculture and forestry listed companies”, **Sustainability**, 15(8), 1-18.
- ZHAI**, Yuming, et al. (2022). “Does better environmental, social, and governance induce better corporate green innovation: The mediating role of financing constraints”, **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 29(5), 1513-1526.
- ZHAO**, Changhong, et al. (2018). “ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China’s listed power generation companies”, **Sustainability**, 10(8), 1-18.
- ZYADAT**, Ali Abdelfattah Hamdan (2017). “The impact of sustainability on the financial performance of Jordanian Islamic banks”, **International Journal of Economics and Finance**, 9(1), 55-63.