BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE VE FİNANSMAN DOKTORA PROGRAMI

KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK PERFORMANSININ HİSSE FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: GELİŞMEKTE OLAN PİYASALAR İÇİN MEKÂNSAL EKONOMETRİK ANALİZ

HAZIRLAYAN

ALİ BERTAN SAVAŞ

DOKTORA TEZİ

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. SONER GÖKTEN

ANKARA - 2024

BAŞKENT ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORİJİNALLİK RAPORU

Tarih: 21/05/2024

Öğrencinin Adı, Soyadı: Ali Bertan SAVAŞ

Öğrencinin Numarası: 21810283

Anabilim Dalı: İşletme Anabilim Dalı

Programı: Muhasebe ve Finansman Doktora Programı

Danışmanın Unvanı/Adı, Soyadı: Prof. Dr. Soner GÖKTEN

Tez Başlığı: Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansının Hisse Fiyatları Üzerindeki Etkisi: Gelişmekte Olan Piyasalar İçin Mekânsal Ekonometrik Analiz

Yukarıda başlığı belirtilen Doktora tez çalışmamın; Giriş, Ana Bölümler ve Sonuç Bölümünden oluşan, toplam 185 sayfalık kısmına ilişkin, 21/05/2024 tarihinde şahsım/tez danışmanım tarafından Turnitin adlı intihal tespit programından aşağıda belirtilen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan orijinallik raporuna göre tezimin benzerlik oranı % 11'dir. Uygulanan filtremeler:

1. Kaynakça hariç

2. Alıntılar hariç

3. Beş (5) kelimeden daha az örtüşme içeren metin kısımları hariç

"Başkent Üniversitesi Enstitüleri Tez Çalışma Orijinallik Raporu Alınması ve Kullanılması Usul ve Esaslarını" inceledim ve bu uygulama esaslarında belirtilen azami benzerlik oranlarına tez çalışmamın herhangi bir intihal içermediğini; aksinin tespit edileceği muhtemel durumda doğabilecek her türlü hukuki sorumluluğu kabul ettiğimi ve yukarıda vermiş olduğum bilgilerin doğru olduğunu beyan ederim.

Öğrenci İmzası: …….

ONAY

Tarih: 21/05/2024

Öğrenci Danışmanı Unvan, Ad, Soyad, İmza :

Prof. Dr. Soner GÖKTEN

……..

TEŞEKKÜR

Doktora eğitimim süresince; katkılarını esirgemeyen ve akademik gelişimimde kendilerini her zaman örnek olarak alacağım değerli hocalarım; Sayın Prof. Dr. Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU'na, Sayın Prof. Dr. Nalan AKDOĞAN'a ve Sayın Prof. Dr. Orhan SEVİLENGÜL'e teşekkürlerimi bir borç bilirim.

Tezimin yazılması sürecinde rehberlik ve desteklerini aldığım tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Soner GÖKTEN'e, tez savunması aşamasında kıymetli vakitlerini ayırarak katılım ve katkıda bulunan Sayın Prof. Dr. Atilla GÖKÇE ile Sayın Prof. Dr. Emine ÖNER KAYA'ya, araştırmanın analizi sürecinde yardımlarını esirgemeyen Sayın Araş. Gör. Dr. Rüya KARCI'ya ve beni her aşamada destekleyen aileme sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

Ali Bertan SAVAŞ, Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansının Hisse Fiyatları Üzerindeki Etkisi: Gelişmekte Olan Piyasalar İçin Mekânsal Ekonometrik Analiz. Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe ve Finansman Doktora Programı, 2024.

İklim değişikliğine ilişkin artan küresel endişe ve şirketlerin iklim değişikliğinde oynadıkları önemli rol nedeniyle, yatırımcıların şirketlerin piyasa değeri hakkında daha güvenilir sonuçlara varabilmek için finansal bilgilere ek olarak finansal olmayan bilgilere yönelik talepleri de artmaktadır. Finansal olmayan bir bilgi türü olan Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı (KSP), şirketlerin giderek çeşitlenen çevresel, sosyal ve yönetişim uygulamalarının niceliksel ölçümüne dayanmaktadır. Bir şirketin kurumsal sürdürülebilirlik performansını artırmak amacıyla yaptığı yatırımların potansiyel faydası, bu yatırımlardan elde edilen performansın değerle ilgili olup olmamasına bağlıdır. Literatürde KSP'nin hisse fiyatları üzerindeki etkisini araştıran çalışmalar sonuçsuz kalmış ve bu çalışmaların çoğu gelişmiş piyasa ülkelerine yoğunlaşmıştır. Gelişmekte olan piyasa ülkelerinde listelenen şirketlerin KSP'sinin yatırımcılara değerle ilgili bilgi sağlayıp sağlamadığı ise hala belirsizdir.

Bu tez çalışmasının ilk amacı, KSP'nin gelişmekte olan piyasa ülkelerinde listelenen şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisini incelemektir. İkinci amaç ise hisse fiyatları arasında mekânsal etkileşim etkisini ve bir şirketin KSP'sindeki değişimin aynı ülke/sektördeki diğer şirketleri nasıl etkilediğini araştırmaktır. Bu çalışma; ülkeye ve sektöre özgü faktörler nedeniyle potansiyel içselliği ele almak için, KSP'nin değer ilgililiğinin mekânsal ekonometrik yöntemler kullanarak analiz edildiği ilk çalışmadır. Analiz için Ohlson'un (1995) artık gelir muhasebe değerleme modelini temel alan ve Barth ve Clinch (2009) tarafından geliştirilen fiyat modeli kullanılmıştır. Bu modele göre dikkate alınan finansal olmayan değişkenler, son zamanlarda araştırmacılar tarafından sıklıkla tercih edilen "Refinitiv" veri tabanından elde edilen çevresel, sosyal, yönetişim ve kombine performans skorlarıdır. "MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi" kullanılarak 2296 şirket-yılı kapsayan örneklem 2013-2020 yılları itibarıyla analiz edilmiştir. Firmalar arasındaki karşılıklı mekânsal bağımlılığı belirlemek ve akran firmaları temsil etmesi amacıyla sektör

ve ülke bazında iki ağırlık matrisi oluşturulmuştur. Bu ağırlık matrisleri, kurumsal sürdürülebilirliğe ilişkin önceki çalışmalara ve teorilere dayanmaktadır. Sonuçlar, bu çalışma için en uygun model olduğu tespit edilen sabit etkili Mekânsal Durbin Modeli (SDM) kullanılarak sunulmuştur.

Çalışmanın sonuçları mekânsal bağımlılığın varlığını ortaya koymuş ve modelleri test etmek için geleneksel ekonometrik modeller yerine mekânsal ekonometrik yöntemler kullanılmıştır. Çalışmada, gelişmekte olan piyasa ülkelerinde listelenen şirketlerin çevresel, sosyal ve kombine performans skorlarının hisse fiyatlarını etkilediği ve kullanıcılara değerle ilgili bilgiler sağladığı sonucuna ulaşılmıştır. Çalışmada ayrıca, hisse fiyatları arasında mekânsal etkileşim etkisinin olduğu ve dolaylı etkilerin ülke ağırlık matrisi dikkate alındığında çevresel, sosyal ve kombine performans skorları için %1 düzeyinde pozitif ve anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Sektör ağırlık matrisi dikkate alındığında ise yönetişim performans skorunun %1 düzeyinde negatif ve anlamlı dolaylı etkileri tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Değer ilgililiği, Gelişmekte olan piyasalar, Hisse fiyatları, Kurumsal sürdürülebilirlik, Mekânsal ekonometri yaklaşımı.

ABSTRACT

Ali Bertan SAVAŞ, The Impact of Corporate Sustainability Performance on Share Prices: Spatial Econometric Analysis for Emerging Markets. Başkent University, Institute of Social Sciences, Ph.D. on Accounting and Finance, 2024.

Due to the growing global concern about climate change and the important role that companies play in climate change, there is a growing demand by investors for non-financial information in addition to financial information in order to make more reliable conclusions about the market value of companies. Corporate Sustainability Performance (CSP), a type of non-financial information, is based on the quantitative measurement of companies' increasingly diverse environmental, social and governance practices. The potential benefit of a company's investments to improve its corporate sustainability performance depends on whether the performance derived from these investments is value relevant. In the literature, studies investigating the impact of CSP on share prices have been inconclusive, and most of these studies have focused on developed market countries. It is still unclear whether the CSP of companies listed in emerging market countries provides value relevant information to investors.

The first objective of this paper is to examine the effect of CSP on the share prices of companies listed in emerging market countries. The second objective is to investigate the spatial interaction effect between share prices and how a change in a company's CSP affects other companies in the same country or industry. This is the first study to analyse the value relevance of CSP using spatial econometric methods to address potential endogeneity due to country- and industry-specific factors. The analysis employs the price model developed by Barth and Clinch (2009), which is based on Ohlson's (1995) residual income accounting valuation model. According to this model, the non-financial variables taken into account are environmental, social, governance and combined performance scores from the Refinitiv database, which has recently become a popular choice among researchers. A sample of 2296 company years from the MSCI Emerging Markets Index was analysed for the period 2013-2020. In order to determine the spatial dependence between firms and to represent peer firms, two weight matrices are constructed on the basis of sector and country. These weight matrices are based on previous studies and theories regarding corporate sustainability. The

results are presented using the Spatial Durbin Model (SDM) with fixed effects, which was determined to be the most appropriate model for this study.

The results of the study revealed the existence of spatial dependence and spatial econometric methods were used instead of traditional econometric models to test the models. The study concluded that the environmental, social and combined performance scores of companies listed in emerging market countries affect their share prices, providing value-relevant information to users. The study also revealed that there are spatial interaction effects between share prices and that the indirect effects are positive and significant at the 1% level for environmental, social and combined performance scores when the country weight matrix is considered. However, when the sector weight matrix is considered, negative and significant indirect effects of the governance performance score at the 1% level are found.

Keywords: Value relevance, Emerging markets, Share prices, Corporate sustainability, Spatial econometrics approach.

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR ..... **i**
ÖZET ..... **ii**
ABSTRACT ..... **iv**
TABLOLAR LİSTESİ ..... **ix**
ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **x**
SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ ..... **xi**
GİRİŞ **1**
1. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİKTEN KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞE: KAVRAMSAL ÇERÇEVE **5**
1.1. Sürdürülebilirlik ve Sürdürülebilir Kalkınma Kavramları **5**
1.1.1. Sürdürülebilir kalkınma hedefleri **7**
1.1.2. Sürdürülebilirlik konusundaki önemli uluslararası düzenlemeler **8**
1.2. Kurumsal Sosyal Sorumluluk (KSS) **9**
1.2.1. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda KSS **11**
1.2.2. KSS'nin tarihsel gelişimi **14**
1.3. Sosyal Sorumlu Yatırımlar **15**
1.4. Çevresel, Sosyal, Yönetişim (ÇSY) Açıklamalarının Gelişimi ve ÇSY'nin KSS'den Farkı **18**
1.4.1. Çevresel boyut **20**
1.4.2. Sosyal boyut **22**
1.4.3. Yönetişim boyutu **23**
1.5. Kurumsal Sürdürülebilirlik (KS) **23**
1.6. Kurumsal Sürdürülebilirlik (KS) Teorileri **25**
1.6.1. Pay sahibi teorisi (shareholder) **27**
1.6.2. Paydaş teorisi (stakeholder) **29**
1.6.3. Taklit stratejisi teorisi (imitation strategy) **30**
1.7. Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı (KSP) ve Performansın Ölçümü **32**
1.8. Refinitiv Performans Göstergeleri **36**

2. FİNANSAL BİLGİ VE FİNANSAL OLMAYAN BİLGİLER: BİLGİLERİN RAPORLANMASI 39
2.1. Finansal Bilgiler ile Finansal Olmayan Bilgilerin Önemi 39
2.2. Finansal Bilgi Kavramı 40
2.3. Finansal Olmayan Bilgi Kavramı 41
2.4. Finansal Bilgilerin ve Finansal Olmayan Bilgilerin Raporlanması 44
2.4.1. Finansal bilgilerin raporlanması 44
2.4.2. Finansal olmayan bilgilerin raporlanması (sürdürülebilirlik raporlaması) 47
2.4.2.1. Sürdürülebilirlik raporlamasının gelişimi 49
2.4.2.2. Sürdürülebilirlik raporlamasının çerçevesi 51
2.4.3. Entegre raporlama 55
2.4.3.1. Entegre raporlamanın gelişimi 56
2.4.3.2. Entegre raporlamanın çerçevesi 57
3. DEĞER İLGİLİLİĞİ VE MODELLER: MUHASEBENİN VE KSP'NİN DEĞER İLGİLİLİĞİ 59
3.1. Değer İlgiliği Kavramı (Value Relevance) 59
3.2. Değer İlgililiği Modelleri 60
3.2.1. Getiri modeli 61
3.2.2. Fiyat modeli 62
3.3. Muhasebenin Değer İlgililiği 66
3.4. KSP'nin Değer İlgiliği 68
4. ARAŞTIRMA VE BULGULAR 70
4.1. Araştırmanın Amacı, Önemi ve Hipotezler 70
4.2. Araştırma Konusuna İlişkin Literatür Taraması 74
4.3. Araştırma Örneklemi ve Verilerinin Seçimi 87
4.4. Araştırmanın Modeli ve Değişkenler 88
4.5. Araştırmada Kullanılan Yöntem ve Teknikler 93
4.5.1. Mekânsal ekonometri 93
4.5.2. Mekânsal ağırlık matrisinin oluşturulması 95
4.5.3. Mekânsal bağımlılığın belirlenmesi 98
4.5.3.1. Moran *I* testi 99
4.5.3.2. Geary *C* istatistiği 100
4.5.3.3. Lagrange çarpanı testleri 100

4.5.4. Mekânsal regresyon modelleri 102
4.5.4.1. Mekânsal otoregresif model (SAR) 103
4.5.4.2. Mekânsal hata modeli (SEM) 104
4.5.4.3. Mekânsal Durbin modeli (SDM) 105
4.6. Tanımlayıcı İstatistikler, Ülkelere Göre Gözlem Sayılarının ve Sektör Sınıflarının Dağılımı 105
4.7. Analiz ve Bulgular 108
5. SONUÇ VE ÖNERİLER 121
KAYNAKLAR 127

TABLOLAR LİSTESİ

Sayfa

Tablo 2.1. Şirketlerin Rapor Hazırlayıp Hazırlamamalarına Etki Eden Faktörler 49
Tablo 4.1. Değişkenlerin Tanımları 92
Tablo 4.2. Tanımlayıcı İstatistikler 106
Tablo 4.3. Gelişmekte Olan Piyasalardaki Ülkelere Göre Gözlem Sayılarının Dağılımı . 107
Tablo 4.4. Şirketlerin Sektör Sınıflarına Göre Dağılımı 108
Tablo 4.5. Ülke Ağırlık Matrisi ile Mekânsal Bağımlılığın Araştırılması 109
Tablo 4.6. Sektör Ağırlık Matrisi ile Mekânsal Bağımlılığın Araştırılması 109
Tablo 4.7. Ülke Ağırlık Matrisi ile Mekânsal Panel Veri Modeli Parametre Tahmin Sonuçları 113
Tablo 4.8. Sektör Ağırlık Matrisi ile Mekânsal Panel Veri Modeli Parametre Tahmin Sonuçları 114
Tablo 4.9. Ülke Ağırlık Matrisi ile Doğrudan Etkiler 116
Tablo 4.10. Ülke Ağırlık Matrisi ile Dolaylı Etkiler 117
Tablo 4.11. Ülke Ağırlık Matrisi ile Toplam Etkiler 117
Tablo 4.12. Sektör Ağırlık Matrisi ile Doğrudan Etkiler 119
Tablo 4.13. Sektör Ağırlık Matrisi ile Dolaylı Etkiler 119
Tablo 4.14. Sektör Ağırlık Matrisi ile Toplam Etkiler 120

ŞEKİLLER LİSTESİ

Sayfa

Şekil 1.1. Friedman'ın pay sahibi teorisi 28

SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

A.g.k.	Adı geçen kaynak
AA	AccountAbility (İngiltere merkezli bir küresel danışmanlık ve sürdürülebilirlik yönetimi şirketi)
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants (Amerikan Sertifikalı Kamu Muhasebecileri Entstitüsü)
BIST	Borsa İstanbul
Bknz.	Bakınız
BOBİ FRS	Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı
CDP	Carbon Disclosure Project (Karbon Saydamlık Projesi)
CFC	Kloroflorokarbon gazları
CIMA	Chartered Institute of Management Accountants (Yeminli Mali Müşavirler Enstitüsü)
COP	Communication on Progress (İlerleme Bildirimi Raporlaması)
CSR	Corporate Social Responsibility (Kurumsal Sosyal Sorumluluk)
CSRD	Corporate Sustainability Reporting Directive (Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlama Direktifi)
Çev	Çevresel
ÇSY	Çevresel, Sosyal ve Yönetişim
ÇŞİDB	Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı
EFRAG	The European Financial Reporting Advisory Group (Avrupa Finansal Raporlama Danışma Grubu)
EKK	En Küçük Kareler
EMI	Emerging Markets Index (Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi)
ESG	Environmental, Social, Governance (Çevresel, Sosyal ve Yönetişim)
ESRS	European Sustainability Reporting Standards (Avrupa Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları)
EU	European Union (Avrupa Birliği)
EUROSIFT	European Social Investment Forum (Avrupa Sosyal Yatırım Forumu)
GICS	Global Industry Classification Standards (Küresel Endüstri Sınıflandırma Standartları)

GNS	General Nesting Spatial (Genel Yuvalanmış Mekânsal Model)
GRI	Global Reporting Initiative (Küresel Raporlama Girişimi)
HBDD	Hisse Başına Defter Değeri
HBK	Hisse Başına Kazanç
IASB	International Accounting Standards Board (Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu)
IFAC	International Federation of Accountants (Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu)
IFRS	International Financial Reporting Standards (Uluslararası Finansal Raporlama Standartları)
IIRC-CDP	International Integrated Reporting Council- Carbon Disclosure Project (Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi- Karbon Saydamlık Projesi)
IIRC-IR	International Integrated Reporting Council- Integrated Reporting (Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi- Entegre Raporlama)
IIRF	International Integrated Reporting Framework (Uluslararası Entegre Raporlama Çerçevesi)
IR	Integrated Reporting (Entegre Raporlama)
ISO	International Organization for Standardization (Uluslararası Standartlar Organizasyonu)
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAYİK	Kamu Yararını İlgilendiren Kuruluşlar
KGK	Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
Komb	Kombine Skoru
KPMG	Klynveld Peat Marwick Goerdeler
KS	Kurumsal Sürdürülebilirlik
KSP	Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı
KSS	Kurumsal Sosyal Sorumluluk
KÜMİ FRS	Küçük ve Mikro İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı
LM	Lagrange Multiplier (Lagrange Çarpanı)
LR	Likelihood Ratio (Olabilirlik Oranı)
ML	Maximum Likelihood (Maksimum Olabilirlik)
MSCI	Morgan Stanley Capital International
MSUGT	Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği
NFRD	Non-financial Reporting Directive (Finansal Olmayan Raporlama Direktifi)

OECD-GME	Organisation for Economic Cooperation and Development- Guidelines for Multinational Enterprises (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü- Çok Uluslu Şirketler İçin Kılavuz İlkeler)
OLS	Ordinary Least Squared (Sıradan en küçük kareler)
SAM	Sustainable Asset Management Group (Sürdürülebilir Varlık Yönetimi Grubu)
SAR	Spatial Autoregressive Model (Mekânsal Otoregresif Model)
SASB	Sustainability Accounting Standards Bord (Sürdürülebilirlik Muhasebesi Standartları Kurulu)
SDG	Sustainable Development Goals (Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri)
SDM	Spatial Durbin Model (Mekânsal Durbin Modeli)
SEM	Spatial Error Model (Mekânsal Hata Modeli)
Sos	Sosyal
SRI	Socially Responsible Investment (Sosyal Sorumlu Yatırım)
SSY	Sosyal Sorumlu Yatırımlar
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TMSK	Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
TMUDESK	Türkiye Muhasebe ve Denetim Standartları Kurulu
U.N	United Nations (Birleşmiş Milletler)
UERÇ	Uluslararası Entegre Raporlama Çerçevesi
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UMS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
UNDP	United Nations Development Programme (Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı)
UNEP	United Nations Environment Programme (Birleşmiş Milletler Çevre Programı)
UNGC-COP	United Nations Global Compact- Communication on Progress (Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi- İlerleme Bildirimi Raporlaması)
vb.	ve benzeri
ve diğer.	ve diğerleri
VIF	Varyans Şişme Çarpanı
Yön	Yönetişim

GİRİŞ

Dünyadaki kaynaklar, artan nüfusun yol açtığı tüketim artışı, zehirli atıkların çoğalması, sera gazı emisyonlarının artması, ormansızlaşma ve iklim değişikliği gibi bir dizi olumsuz etken nedeniyle, yakın bir gelecekte yok olma tehlikesi ile karşı karşıyadır. Bu nedenle, mevcut kaynakların gelecek kuşaklara miras bırakılabilmesi son derece önemli bir konudur. Kaynakların gelecek kuşaklara miras bırakılmasının yolu ise her bireyin sürdürülebilir bir dünya yaratmak amacıyla üzerine düşen sorumlulukları yerine getirmesiyle mümkün olacaktır.

Ortak yaşam alanını paylaşan bireylerin yaşamlarını sürdürebilmeleri, bir gelir elde etmelerine ve bu gelire bağlı olarak tüketim yapmalarına bağlıdır. Gerçekleştirilen bu tüketim sonunda, elde edilen gelirden kalan artırımlar ise tasarruf olarak adlandırılmaktadır. Tasarruf yapan bireyler, bu tasarruflarının değer kaybetmelerini önleyebilmek amacıyla, tasarruflarını sermaye yatırımları ve finansal yatırımlara dönüştürmektedirler. Tasarruf sahiplerinin bir şirketin hisse senetlerine ilişkin yatırım kararları, şirketlerin yalnızca finansal performansına değil, aynu zamanda finansal olmayan performanslarınada bağlı olabilmektedir.

Bu nedenle şirketler, faaliyetlerinin şeffaflığını ve hesap verebilirliğini arttırabilmek amacıyla finansal bilgilerin yanı sıra çevresel, sosyal ve yönetişim açıklamalarını da raporlamalarına dâhil ederek finansal olmayan bilgilerini de kamuoyuna açıklamaya başlamışlardır. Tüm şirket faaliyetlerinin ve sürdürülebilirlik uygulamalarının kapsamlı bir biçimde paydaşlara sunulması, şirketlere ait hisse senetlerinin alımı, satımı ya da elde tutulması konularında tasarruf sahiplerinin daha bilinçli karar verebilmelerine olanak sağlamaktadır.

Literatürdeki çalışmalarda, kurumsal sürdürülebilirlik performansının hisse fiyatları üzerindeki etkisinin odak noktasının genellikle gelişmiş piyasa ülkelerinden oluştuğu görülmektedir. Ancak gelişmekte olan piyasalarda işlem gören şirketlerin rakiplerine kıyasla daha iyi sürdürülebilirlik uygulamaları benimsemesi daha hızlı büyüme, daha yüksek kârlılık, daha düşük sermaye maliyeti ve dışsal risklerin daha iyi

yönetilebilmesi gibi avantajları da beraberinde getirmektedir (Odell ve Ali, 2016:101). Bu nedenle gelişmekte olan piyasalardaki yatırımcıların şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansına değer verip vermediklerinin araştırılması, bu piyasalardaki yatırımcı davranışlarının araştırılmasındaki boşluk nedeniyle önemli bir konu haline gelmektedir.

Uluslararası literürde, kurumsal sürdürülebilirliğin değer ilgiliğine odaklanan çalışmaların çoğunun gelişmiş piyasalara odaklandığı görülmektedir (Hassel, Nilsson ve Nyquist, 2005; Cormier ve Magnan, 2007; Semenova, Hassel ve Nilsson, 2010; Cardamone, Carnevale ve Giunta, 2012; vb.). Kurumsal sürdürülebilirliğe ilişkin değer ilgililiği literatüründe, genellikle tek bir piyasaya/ülkeye (M. M. Miralles-Quirós, J. L. Miralles-Quirós ve Valente Gonçalves, 2018; Cordazzo, Bini ve Marzo, 2020) ya da tek bir sektöre (Ionescu, Firoiu, Pirvu ve Vilag, 2019; M. M. Miralles-Quirós, J. L. Miralles-Quirós ve Redondo-Hernández, 2019; vb.) odaklanıldığı görülmektedir. Bu çalışmalar, ÇSY performansının değer uygunluğuna ilişkin olumlu, olumsuz veya karışık bulgular ortaya koymuştur. Ülkemizde yayımlanan finansal olmayan bilginin değer ilgililiği bağlamında yapılan çalışmalarda ise kesin bir sonuca ulaşılamadığı görülmektedir (Ateş, 2021; Kulalı, 2022; Özer, Aktaş ve Çam, 2023; Karaçayır ve Afşar, 2024). Sonuçlardaki bu çeşitlilik, bir ülkeden veya bölgeden diğerine önemli ölçüde farklılık gösterebilen yerel düzenlemelerin, kültürel normların ve ülkeye özgü diğer bağlamların etkisinin altını çizmektedir. Ayrıca belirli bir sürdürülebilirlik konusunun değer ilgililiği sektöre özgü olarak da değişebilmektedir. Bu bağlamsal faktörler, ÇSY uygulamalarının nasıl algılandığını ve belirli coğrafi ve kültürel ortamlarda firma performansını nasıl etkilediğini şekillendirmede önemli bir rol oynamaktadır. Literatürdeki değer ilgililiği çalışmaları, kurumsal sürdürülebilirlik konusunda şirketlerin, aynı ülke piyasasında veya aynı sektörde faaliyet gösteren diğer şirketlerin davranışlarını göz önünde bulundurarak kendi sürdürülebilirlik faaliyetlerini buna göre ayarlayabileceği "akran etkisi"ni ve mekânsal bağlamın etkisini göz ardı etmiştir. Aynı ülkede veya aynı sektörde, üstün sürdürülebilirlik performansına sahip şirketler, diğer şirketlerin eylemlerini etkileyebilecek bir rekabet avantajına sahip olabilmektedir. Buna rağmen, kurumsal sürdürülebilirliğin mekânsal etkileşim etkisine ilişkin literatür kıtlığı bulunmaktadır. Ayrıca literatürde tek bir piyasa/ülke/sektördeki şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin mekânsal

emsal etkilerini araştıran az sayıda çalışmaya da rastlanılmaktadır (Xue ve Hu, 2023; H. Zhao, Lei, Li ve Hong, 2023; vb.).

Bu tez çalışmasının ilk amacı; gelişmekte olan piyasalarda işlem gören şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının, mekânsal ekonometrik yöntemler kullanılarak hisse fiyatları üzerindeki etkisinin araştırılmasıdır. Çalışmanın diğer amacı ise; hisse fiyatları arasında mekânsal etkileşim etkisinin araştırılarak, bir şirketin kurumsal sürdürülebilirlik performansındaki değişimin ilgili şirketin hisse fiyatının yanı sıra aynı ülke/sektördeki diğer şirketler üzerinde nasıl bir etki yarattığının tespit edilmesidir. Tez çalışmasında, kurumsal sürdürülebilirlik performansının şirketlerin hisse senedi fiyatlarına etkisi bağlamında; gelişmekte olan piyasalara odaklanılmakta ve dünya piyasalarının % 10'unu ve bütün ülkelerde halka açık şirketlerin % 85 oranında piyasa değerini yansıtan "Morgan Stanley Capital International (MSCI) Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi (Emerging Markets Index - EMI)" örneklemi ele alınarak bütüncül bir yaklaşımda bulunulmaktadır. 30 Ocak 2022 tarihi itibarıyla endekste yer alan şirketlerin muhasebe verileri, sürdürülebilirliğin tek bir boyutu yerine çevresel, sosyal ve yönetişim skorları ve her bir sürdürülebilirlik boyutunun ağırlıklı ortalamasından oluşan kombine skorları, 2013-2020 yılları itibarıyla analiz edilerek kurumsal sürdürülebilirlik performansına ilişkin literatür genişletilmiştir. Tez çalışmasında tercih edilen bu çok yönlü yaklaşımın, gerek yatırımcılar gerek standart belirleyiciler gerekse işletme yöneticileri açısından kurumsal sürdürülebilirlik performansının daha iyi anlamlandırılmasına katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca bu tez çalışması, ülkeye ve sektöre özgü faktörler nedeniyle potansiyel içsellikle başa çıkılabilmesi açısından, değer ilgililiği çalışmalarında mekânsal ekonometrik yöntemler kullanılarak yapılan "ilk çalışma" olma özelliğini taşımaktadır.

Bu tez çalışması beş bölümden oluşmaktadır. "Birinci Bölüm"de; öncelikle, sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma kavramları açıklanmış, sürdürülebilir kalkınma hedefleri ile sürdürülebilirlik konusundaki önemli uluslararası düzenlemeler üzerinde durulmuştur. Ardından kurumsal sosyal sorumluluk kavramı ele alınarak gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda kurumsal sosyal sorumluluk ile kurumsal sosyal sorumluluğun tarihsel gelişimi irdelenmiştir. Yine bu bölümde, sosyal sorumlu

yatırımlar, çevresel, sosyal, yönetişim açıklamalarının gelişimi ve çevresel, sosyal, yönetişim ile kurumsal sosyal sorumluluk arasındaki farklar açıklanarak çevresel, sosyal ve yönetişim boyutları özetlenmiştir. Ayrıca bu bölümde kurumsal sürdürülebilirlik, kurumsal sürdürülebilirlik teorileri, kurumsal sürdürülebilirlik performansı ve performansın ölçümü ile Refinitiv performans göstergeleri üzerinde durularak sürdürülebilirlikten kurumsal sürdürülebilirliğe uzanan yolun kavramsal çerçevesi oluşturulmuştur.

"İkinci Bölüm"de; finansal bilgiler ile finansal olmayan bilgilerin önemi üzerinde durularak finansal bilgi ve finansal olmayan bilgi kavramları ele alınmıştır. Yine bu bölümde finansal bilgilerin ve finansal olmayan bilgilerin raporlamalarına değinilmiş, raporlamaların gelişimi ve çerçeveleri üzerinde durulmuştur.

"Üçüncü Bölüm"de; değer ilgililiği kavramı açıklanmış, ardından değer ilgililiği modellerinden getiri modeli ve fiyat modeli ele alınmıştır. Yine bu bölümde muhasebenin ve kurumsal sürdürülebilirlik performansının değer ilgililiği üzerinde durulmuştur.

"Dördüncü Bölüm"de; öncelikle araştırmanın amacı ve önemi açıklanmış ardından oluşturulan hipotezlere yer verilmiştir. Ayrıca bu bölümde, araştırma konusuna ilişkin literatür taramasının yanı sıra araştırmanın örneklemi ve verilerinin seçimine değinilmiştir. Yine söz konusu bölümde, araştırmada kullanılan ekonometrik yöntem üzerinde durularak bu yöntemler sonucunda elde edilen bulgulara yer verilmiştir.

Son bölüm olan "Beşinci Bölüm"de ise; araştırmada ulaşılan bulgular yorumlanmış ve sonuçlar değerlendirilmiştir. Ayrıca tez çalışmasının sınırlılıklarına yer verilerek sonraki çalışmalara önerilerde bulunulmuştur.

1. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİKTEN KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞE: KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle, "Sürdürülebilirlik ve Sürdürülebilir Kalkınma Kavramları" açıklanmakta, sürdürülebilir kalkınma hedefleri ile sürdürülebilirlik konusundaki önemli uluslararası düzenlemeler üzerinde durulmaktadır. Ardından "Kurumsal Sosyal Sorumluluk" kavramı ele alınarak gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda kurumsal sosyal sorumluluk ile kurumsal sosyal sorumluluğun tarihsel gelişimi irdelenmektedir. Yine bu bölümde, sosyal sorumlu yatırımlar, çevresel, sosyal, yönetişim (ÇSY) açıklamalarının gelişimi ve ÇSY ile kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) arasındaki farklar ele alınarak, ÇSY'nin "Çevresel", "Sosyal", "Yönetişim" boyutları özetlenmektedir. Ayrıca bu bölümde kurumsal sürdürülebilirlik (KS), KS teorileri, kurumsal sürdürülebilirlik performansı (KSP) ve ölçümü ile "Refinitiv Performans Göstergeleri" üzerinde durularak sürdürülebilirlikten kurumsal sürdürülebilirliğe uzanan yolun kavramsal çerçevesi oluşturulmaktadır.

1.1. Sürdürülebilirlik ve Sürdürülebilir Kalkınma Kavramları

Mevcut kaynakların gelecek nesillerin kullanımına miras bırakılamayacağı endişesi ile gündeme gelen "Sürdürülebilirlik" ve "Sürdürülebilir Kalkınma" kavramlarının ilk kez 1987 yılında, kısaca Brundtland Raporu olarak adlandırılan "Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Komisyonu Raporu: Ortak Geleceğimiz" raporunda ele alındığı görülmektedir. Literatürde en çok kabul gören ve en yaygın kullanılan bu tanıma göre; adı geçen raporun "3. Sürdürülebilir Kalkınma" başlığı altında yer alan 27. maddesinde, sürdürülebilirlik "bugünün gereksinimlerini, gelecek kuşakların gereksinimlerini karşılama yeteneğinden ödün vermeden karşılama" olarak tanımlanmaktadır (United Nations [U.N] Brundtland Report, 1987).

Aynı raporda, sürdürülebilir kalkınmanın herkesin temel ihtiyaçlarını karşılama ve daha iyi bir yaşam özlemini gerçekleştirme fırsatı olduğu vurgulanarak, bu fırsatın herkes için erişilebilir olması gerektiğinin altı çizilmektedir. Aynı başlık altında

bulunan 30. maddesinde ise; sürdürülebilir kalkınmanın sabit bir uyum süreci olmadığı, kaynakların kullanımının, yatırımların yönünün, teknolojik gelişmenin yöneliminin ve kurumsal değişimin gelecekle uyumlu hale getirildiği bir değişim süreci olduğu belirtilmektedir (U.N. Brundtland Report, 1987). Sürdürülebilirlik kavramı, ilk olarak 1987 yılında Brundtland Raporu'nda tanımlanmasına rağmen bu tanımın çevresel, ekonomik ve sosyal boyutlarının tek bir çerçevede bütünleştirilmesi, 1992 yılında yapılan Rio Konferansı'nda mümkün olmuştur (Károly, 2011: 2-3).

Sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma kavramlarının önem kazanmaya başlamasıyla birlikte, finansal olmayan bilgilerin geleneksel muhasebe sistemiyle bütünleştirilebilmesi amacıyla yeni yaklaşımları geliştirilmiştir. Bu yeni yaklaşımlar içerisinde; 1) Çevreye özgü maliyetlerin tespit edilerek raporlanması temeline dayanan ve literatürde çevresel muhasebe, yeşil muhasebe, doğa muhasebesi, ekolojik muhasebe gibi benzer terimlerle ifade edilen "Çevre Muhasebesi", 2) Enerji maliyetlerinin yönetimi ve kontrolünün sağlanarak sürdürülebilir enerjinin sağlanması temeline dayanan "Enerji Muhasebesi", 3) Sera gazı emisyonlarının ölçümü ve raporlanması temeline dayanan "Karbon Muhasebesi", 4) Su kullanımı ve atık su miktarının kayıt altına alınarak raporlanması temeline dayanan "Su Muhasebesi", 5) Sosyal ve çevresel faaliyetlere ilişkin bilgilerin tespiti ve raporlanması temeline dayanan "Sürdürülebilirlik Muhasebesi", 6) Kurumsal sosyal sorumluluk performansının iyileştirilmesine yönelik sosyal sorumluluk faaliyetlerinin belirlenmesi, gerçekleştirilmesi ve raporlanması temeline dayanan sosyal sorumluluk muhasebesi olarak da adlandırılan "Kurumsal Sosyal Sorumluluk Muhasebesi" gibi muhasebe dallarının yer aldığı görülmektedir.

Sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma konularında literatürde yine birçok çalışma bulunmaktadır. Atıf sayısına dayalı olarak son yıllarda yapılan bu çalışmalarda;

Mengi ve Algan (2003), ortalama yaşam niteliğini azaltmayan kalkınmanın, sürdürülebilir nitelikte olduğu vurgulamaktadır. Ayrıca, sürdürülebilir kalkınmada, mevcut kaynakların bugünkü ihtiyaçları karşılamasının yanı sıra gelecek kuşakların ihtiyaçlarına da yetme imkânı sağlanmaktadır. Sürdürülebilir kalkınma hedefleri,

sosyal dayanışmanın sağlanarak, ekonomik bilinç ve çevresel sorumluluk bilincinin yerleştirilmesi olarak sıralanmaktadır (Mengi ve Algan, 2003:3-5).

Sezer (2007) tarafından, sürdürülebilir kalkınma; insan, toplum ve doğa arasındaki ilişkilere farklı bir bakış açısıyla yaklaşan gelişme stratejisi olarak ifade edilmektedir. Sürdürülebilir kalkınmanın bütün ülkeler tarafından benimsenerek yaşama geçirilmesi gerekmektedir. Ayrıca, çevreci bir yaklaşımın yansıtıldığı sürdürülebilir kalkınmanın, insan, toplum ve doğa temelli bir anlayış ile sorgulanması gerektiği ve çevresel sorunların, küresel biçimde tartışılarak çözüm önerilerinin sunulması halinde mümkün olabileceği vurgulanmaktadır (Sezer, 2007:762).

Elliot'un (2013) çalışmasında ise karmaşık olan sürdürülebilir kalkınma kavramının basitleştirilmesi için mimari bir benzetmeden yola çıkarak farklı bir bakış açısı geliştirmiştir. Kalkınmanın sürdürülebilir olmasını, binanın ayakta kalmasına benzeterek, sosyal, çevresel ve ekonomik konuların bir arada ve eşit olarak ele alınması gerektiğini savunmuştur. Yine başka bir tanımlama ile sürdürülebilir kalkınma, ekonomik ve toplumsal alanları oluşturan çemberlerin, daha geniş bir çevre çemberi içerisinde yer alan, iç içe çemberler olarak ifade edilmektedir (Elliott, 2013:21).

Brundtland Raporu'nda, çevreci yaklaşım, ekonomik yaklaşım ve sosyal adalet prensiplerinin birlikte ele alınması ile sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma arasındaki ilişki açıkça ortaya konulmaktadır. Mevcut kaynakların gelecek nesillere miras bırakılabilmesinin ve onlara yaşanılabilir bir dünya sunulmasının yolu, toplumsal bilincin ve farkındalığın artırılarak Brundtland Raporu'nda ele alınan çevreci yaklaşım, ekonomik yaklaşım ve sosyal adalet prensiplerine titizlikle uyulması ile mümkün olabilecektir.

1.1.1. Sürdürülebilir kalkınma hedefleri

Yoksulluğun sona erdirilmesi, gezegenin korunması, tüm insanların barış ve refah içerisinde yaşamalarının sağlanması amacıyla küresel hedefler olarak kabul edilen Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri (SDG - Sustainable Development Goals),

2015 yılında Birleşmiş Milletler (U.N- United Nations) tarafından kabul edilmiştir. Bir alandaki eylemin diğer alanlardaki sonuçları etkileyebileceği gerçeği ve kalkınmanın sadece ekonomik değil, aynı zamanda sosyal ve çevresel sürdürülebilirlikle de uyumlu olması gerekliliği gözetilerek 17 hedef belirlenmiş ve bu hedefler Kalkınma Programı'nda bütünleştirilmiştir (U. N. Development Programme, 2015).

Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı'nda (UNDP) bu hedeflerin 17 başlık altında sıralandığı görülmektedir (U. N. Development Programme, 2015). Bu hedefler; 1- Yoksulluğa son verilmesi, 2- Açlığa son verilmesi, 3- Sağlıklı ve kaliteli yaşam, 4- Nitelikli eğitim, 5- Toplumsal cinsiyet eşitliği, 6- Temiz su ve sanitasyon, 7- Erişilebilir ve temiz enerji, 8- İnsana yakışır iş ve ekonomik büyüme, 9- Sanayi, yenilikçilik ve altyapı, 10- Eşitsizliklerin azaltılması, 11- Sürdürülebilir şehirler ve topluluklar, 12- Sorumlu üretim ve tüketim, 13- İklim eylemi, 14- Sudaki yaşamın korunması, 15- Kara üzerindeki yaşamın korunması, 16- Barış, adalet ve güçlü kurumlar ve 17- Amaçlar için ortaklıklar olarak sıralanmaktadır (U. N. Development Programme, 2015).

Bu bağlamda sürdürülebilir kalkınmanın, ancak bu hedeflere ulaşılmasıyla mümkün olabileceği açıktır.

1.1.2. Sürdürülebilirlik konusundaki önemli uluslararası düzenlemeler

Sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma kavramları Brundtland Raporu ile önem kazanmış ve ardından, sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi amacıyla birlikte hareket etme eğiliminde olan ülkeler, bazı düzenlemeleri hayata geçirmeye başlamışlardır. Önemli olan bu uluslararası düzenlemeleri aşağıdaki biçimde sıralamak mümkündür.

- Ozon tabakasının sistematik olarak takip edilerek, buzdolaplarında, klimalarda ve köpük üretiminde kullanılan CFC (kloroflorokarbon) gazlarının üretiminin izlenmesi ve bu konuda hükümetler arası işbirliğinin sağlanması amacıyla 1985 yılında kabul edilen "Viyana Sözleşmesi" (Çevre, Şehircilik ve İklim Değişikliği Bakanlığı [ÇŞİDB], 1990b).

- CFC gazlarının üretim ve tüketiminin kontrol altına alınarak belli bir takvime göre azaltılmasını sağlamaya yönelik uluslararası çevre anlaşması olarak 1987 yılında kabul edilen, "Ozon Tabakasını İncelten Maddelere Dair Montreal Protokolü" (ÇŞİDB, 1990a).

- Atmosferdeki sera gazı birikimlerini, iklim sistemi üzerindeki insan kaynaklı tehlikeli etkiyi önleyecek biçimde durdurmayı hedefleyen ve 1992 yılında imzaya açılan "Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi" (ÇŞİDB, 2002).

- Diğer sözleşmelerden farklı olarak, emisyonların azaltım hedeflerine ulaşılması amacıyla geliştirilen mekanizmalara uyumsuzluk halinde uygulanacak yaptırımları barındıran ve 1997 yılında kabul edilerek 2005 yılında yürürlüğe giren "Kyoto Protokolü" (ÇŞİDB, 1998).

- Temelde Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi'ne dayanan ve Kyoto Protokülü'nün sona erme tarihi olan 2020 yılı sonrasındaki süreçte iklim değişikliği tehlikesine karşı küresel sosyoekonomik dayanıklılığın güçlendirmesini hedefleyen ve 2015 yılı sonunda kabul edilen "Paris Anlaşması" (ÇŞİDB, 2021).

1.2. Kurumsal Sosyal Sorumluluk (KSS)

Literatürdeki tanımlamalara bakıldığında; "Kurumsal Sosyal Sorumluluk" (KSS) kavramının, evrensel bir tanımlamasının olmadığı görülmektedir. KSS'nin tanımına ilişkin en fazla atıf yapılan çalışma Carroll (1979)'a aittir. Bu tanıma göre KSS, toplumun belirli bir zamanda kuruluşlardan beklediği ekonomik, yasal, etik ve ihtiyari sorumluluklarını ifade eder (Carroll, 1979:499).

Mohr, Webb ve Harris (2001) KSS'yi; şirketlerce gerçekleştirilecek tüm faaliyetlerin, toplum üzerinde yaratacağı zararlı etkilerin en aza indirilmesini ya da ortadan kaldırmasını, uzun vadeli yararlı etkilerinin ise en üst düzeye çıkartılacağının şirketlerce üstlenilmesi olarak tanımlanmaktadır (Mohr ve diğer., 2001:47).

Windsor (2001) KSS'yi; iş ve toplum ilişkilerinde en eski anahtar kavramlardan biri olarak ele alınmaktadır. Literatürdeki en iyi çalışmalardaki görüşlerde sorumluluk karşıtı eğilimlerin olduğu, bu eğilimlerin KSS teorisi ve pratiğinin geleceği hakkında önemli şüpheler uyandırdığı vurgulanmaktadır. Yine makalede, küresel bağlamda iş sorumluluğu olasılıklarının ve sosyal sorumluluğun iki temel ilkesini oluşturan, yöneticinin hâkim psikolojisi ile bu psikolojinin nasıl şekillendirilmesi gerektiğine değinilerek normatif bir çerçeve sunulmaktadır (Windsor, 2001:225).

Kitzmueller ve Shimshack (2012), KSS ile ilgili yapılan çalışmalarda KSS'nin iki temel kavramsal özelliğinin ortaya konulduğunu savunmaktadır. Bu özelliklerden ilki; literatürde sıklıkla KSP ya da çevresel performans olarak adlandırılan, kurumsal sosyal sorumluluğun kendini gözlemlenebilir ve ölçülebilir bir davranış veya sonuç olarak gösterdiği özelliktir. İkinci özellik ise zorunlu düzenlemeler veya uygulanan standartlar tarafından belirlenen seviyelerin aşılma özelliği olduğu vurgulanmaktadır. Dolayısıyla KSS; yasa ve yönetmelikler tarafından zorunlu kılınan asgari yükümlülüklerin aşıldığı sosyal veya çevresel davranışlar olarak tanımlanmaktadır (Kitzmueller ve Shimshack, 2012:53).

Forte (2013), Avrupa'daki KSS ile Amerika Birleşik Devletleri'ndeki KSS karşılaştırmaktadır. Çalışmada vatandaşların, şirketlerden kâr elde etmelerini, etik ve sosyal açıdan ise sorumlu bir şekilde davranmalarını beklediği görülmektedir. Etik ve sosyal sorumluluk sorunları ile uğraşan yöneticilerin çoğu zaman optimal çözümlerle uğraşmadıklarını, yöneticilerin genellikle yeterli olan veya en az zarara neden olan çözümlerle yetindikleri vurgulanmaktadır. Yine çalışmada KSS'nin; hissedar değeri modeli, paydaş modeli ve iş etiği modeli olmak üzere üç modelle ele alındığı görülmektedir (Forte, 2013:815).

Tai ve Chuang (2014), şirketlerin kâr elde etme amacının yanı sıra sosyal sorumluluk sahibi olması gerektiğini, kurumsal uygulamaların mevcut hükümetler tarafından konulan standartların ötesine geçerek sürdürülebilir kalkınma hedeflerini karşılayacak yapıda olması gerektiğini vurgulamaktadır. Çok uluslu şirketlerin paydaş ihtiyaçlarına duyarlı olduğu ve bu nedenle küresel ekonomide verimli piyasalara

odaklanması ve tüm tedarikçilerin, yatırımcıların ve çalışanlarının ihtiyaçlarını karşılayarak, kurumsal başarı için uzun vadeli sürdürülebilirliği gerçekleştirecek sosyal sorumluluk uygulamalarını avantajlarına kullanmaları gerektiğini vurgulamaktadır (Tai ve Chuang, 2014:117).

Latapí Agudelo, Jóhannsdóttir ve Davídsdóttir (2019), KSS anlayışının sadece kâr elde etmekle sınırlı olmaktan çıkarak şirketlerin ana sorumluluğunun daha geniş sorumluluklar dizisini içerecek şekilde, ortak bir değer yaratma gerekliliği inancına doğru evrilmesi gerektiğini vurgulamaktadır (Latapí Agudelo ve diğer., 2019:1).

Bu tanımlamalar bağlamında, şirketlerin sadece ekonomik değer yaratmakla kalmayıp, aynı zamanda sosyal ve çevresel etki yaratma sorumluluğunu da üstlenmeleri gerektiği görülmektedir. Bu anlamda KSS, şirketlerin sadece hissedarlarının değil, tüm paydaşlarının genel refahının artırılmasına katkıda bulunma sorumluluğunu içerir.

1.2.1. Gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda KSS

Birleşmiş Milletlerin yaptığı sınıflandırmaya göre, ülkelerin gelişmişlik düzeyinin belirlenmesindeki temel ölçüt USD (Amerikan doları) cinsinden hesaplanan kişi başına düşen millî gelirdir. Kişi başına düşen millî gelirin eşik seviyeleri, başka yerlerde kullanılan benzer sınıflandırmalarla uyum sağlaması amacıyla "Dünya Bankası" tarafından belirlenmektedir (U. N. Country Classification, 2014). Dünya Bankası tarafından, 2024 mali yılı için gelir düzeyine göre yapılan sınıflandırmaya göre, 2022 yılında GSMH değeri;

- 1.135 USD (Amerikan doları) veya daha az olan ekonomilerin düşük gelirli ekonomiler,

- 1.136 USD - 4.465 USD arasında olan ekonomilerin alt-orta gelirli ekonomiler,

- 4.466 USD - 13.845 USD arasında olan ekonomilerin üst-orta gelirli ekonomiler,

- 13.846 USD ve üzeri olan ekonomilerin ise yüksek gelirli ekonomiler

olarak sınıflandırıldığı görülmektedir (Worldbank, 2024).

Kişi başına düşen millî gelire (GSMH) göre belirlenen ekonomik gelişmişlik düzeyinin yanı sıra ülke piyasalarının da "gelişmiş piyasalar" ve "gelişmekte olan piyasalar" gibi sınıflandırıldığı görülmektedir. Kazmi (2020), çalışmasında gelişmekte olan piyasaları, gelişmekte olan diğer ülkelerden daha hızlı büyüme sürecinde olan ancak henüz yüksek gelirli ekonomi statüsüne ulaşamamış ekonomiler olarak tanımlanmakta ve "gelişmekte olan" kavramının son yıllarda hızlı büyüyen ekonomileri ifade ettiği vurgulanmaktadır (Kazmi, 2020:1).

Bir piyasanın "gelişmiş" ya da "gelişmekte olan" piyasa olarak sınıflandırılabilmesi için; ekonomik kalkınma, hisse senedi piyasalarının büyüklüğü ve likiditesi ile yabancı yatırımcılar için piyasa erişilebilirliğinden oluşan üç çerçeveden değerlendirilmesi gerekmektedir (Morgan Stanley Capital International [MSCI], 2012). Gelişmiş bir ekonomi ile gelişmiş bir hisse senedi piyasasının bir tutulması sıkça karşılaşılan bir yanılgı olup, bu yanılgı piyasa erişilebilirliği gibi diğer önemli konuların gözden kaçırılmasına neden olabilmektedir (MSCI, 2012). Bir piyasanın, küresel bir endeks içerisinde yanlış sınıflandırma içerisinde yer alması, endeksi takip eden bir portföyün maliyetini, takip hatasını ve genel riskini önemli ölçüde artırabilmektedir. Örneğin ABD, Almanya, Japonya vb. yüksek gelirli ekonomiye sahip ülkeler "gelişmiş piyasalar" arasında yer alırken, yine yüksek gelirli ekonomiye sahip ülkelerle (Polonya, Birleşik Arap Emirlikleri, Katar vb.), üst-orta gelirli ekonomiye sahip ülkeler (Çin, Brezilya, Türkiye vb.) ve alt-orta gelirli ekonomiye sahip ülkeler de (Hindistan, Mısır vb.) sınıflandırmanın çerçevesine göre "gelişmekte olan piyasalar" içerisinde kendisine yer bulabilmektedir (MSCI Emerging Markets Indexes; MSCI World Index; Worldbank, The World by Income and Region).

Literatürdeki çalışmalara bakıldığında her ne kadar gelişmiş ve gelişmekte olan finansal piyasaların KSS uygulamalarına olan ilginin arttığı görülse de yapılan çalışmaların çoğunun ekonomik anlamda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin KSS uygulamalarına odaklandığı görülmektedir (örnek: Baughn, Bodie ve McIntosh, 2007; Dobers ve Halme, 2009; Muthuri ve Gilbert, 2011; Tüylüoğlu ve Saraç, 2012; W. Ali, Frynas ve Mahmood, 2017; T. Islam, R. Islam, Pitafi, Xiaobei, Rehmani, Irfan ve Mubarak, 2021).

Yine literatürde ekonomik gelişme düzeyi ile finansal piyasaların gelişme düzeyi arasında kuvvetli bir ilişkinin var olduğu görülmektedir. Örneğin, Rajan ve Zingales (1996) tarafından yapılan çalışmaya göre, bir ülkedeki finansal piyasanın gelişmişlik düzeyi aynı ülkede kişi başına düşen gelirin artış oranı üzerinde pozitif bir etki yaratmaktadır (Rajan ve Zingales, 1996:559). Smaoui, Grandes ve Akindele (2017) tarafından yapılan çalışmada, ekonomik gelişmişlik, ticari açıklık, yatırım profili, kişi başına düşen GSYİH, bürokrasi kalitesi, bankacılık sisteminin büyüklüğü ve yoğunluğu, finansal piyasanın gelişimi üzerinde pozitif bir etki yaratırken, faiz oranları ile mali dengenin dalgalı olması finansal piyasanın gelişimi üzerinde negatif bir etki yarattığı görülmektedir (Smaoui ve diğer., 2017:148). Bu sonuçlar, ekonomisi gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarının olası uluslararası yapısal kırılmalara karşı dayanıklılığını ortaya koymaktadır. Daha likit ve daha yüksek hacimli finansal piyasaların, az gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomilerde uzun vadeli ekonomik büyümeyi teşvik edebileceği ve yerel refahı artırabileceği sonucuna ulaşılmaktadır (Smaoui ve diğer., 2017:149).

Uzun bir sanayileşme geçmişi bulunan, sosyal-ekonomik-siyasi istikrarın sağlandığı, güçlü yasa ve standartların oluşturulduğu gelişmiş ekonomilerde, KSS ile sürdürülebilirlik uygulamaları da tam anlamıyla yerleşmiş ve benimsenmiş durumdadır (Kazmi, 2020:3). Gelişmekte olan ekonomilerde ise sürdürülebilirlik uygulamaları, çok uluslu şirketlerin ana ortaklıklarının liderliği sayesinde dünya genelinde belirli bir oranda benimsenmekte ve yayılma belirtileri göstermektedir (Kazmi, 2020:4). Gelişmekte olan piyasalardaki şirketlerin KSS uygulamalarının itici güçleri; gelişmiş piyasalardakine benzer biçimde mevzuata uyulması, ürünün pazarlanmasında rekabetin sağlanması, çalışanları etkileyerek şirkete bağlılığının

geliştirilmesi ve şirket itibarının korunması amacıyla alınacak önlemler olarak sıralanmaktadır (Baskin ve Gordon, 2005:3).

1.2.2. KSS'nin tarihsel gelişimi

KSS kavramının tarihsel gelişimi, birçok akademik çalışmada ele alınmış ve özetlenmiştir. Bu çalışmalar genellikle KSS'nin kökenlerini ve gelişimini anlamak için tarihsel bir çerçeve sunmaktadır. Ayrıca literatürde tarihsel gelişimin özetlendiği, tarihsel boşlukların belirlendiği ve uygulamaya rehberlik edecek tanımlamalara yer verildiği görülmektedir. KSS tarihi konusunda atıf sayısına dayalı olarak son yıllardaki çalışmalar incelendiğinde; KSS kavramının köklerinin uzun bir geçmişinin yanı sıra tarihsel olarak birçok farklı döneme ve kültüre dayandığı bilinmektedir (Carroll, 2008:1). Örneğin bazı araştırmacılar, KSS'nin antik Roma Kanunları'na kadar uzandığını iddia etmektedirler (Chaffee, 2017:357). Ancak, KSS kavramının modern anlamda tartışılmaya başlaması genellikle Sanayi Devrimi dönemiyle ilişkilendirilir. Sanayi Devrimi ile birlikte, işletmelerin topluma ve çalışanlarına karşı sorumlulukları konusunda daha fazla farkındalık ortaya çıkmıştır. Özellikle 1800'lerin sonlarından itibaren, işçi hakları hareketi ve diğer toplumsal reformlar, işletmelerin sosyal sorumluluklarını gündeme getirerek, KSS'nin 1950'lerin başından günümüze kadar belirgin bir şekilde tartışılmasına yol açmıştır (Carroll, 2008:1). Sonraki süreçte KSS, yakın çevredeki paydaşlara odaklanmış, ardından daha kapsamlı bir duruma gelerek küresel olarak kabul görmüştür (Carroll, 2008:1). Carroll'ün bir başka çalışmasına göre (Carroll, 1999), KSS konusunda yapılan ilk çalışmalarda, modern şirketlerin iş sektöründe öne çıkıp hâkimiyet kuracağı çağın henüz yaşanmaması nedeniyle KSS yerine "sosyal sorumluluk" üzerinde durulduğu belirtilmektedir. Bu konudaki modern literatür, Howard R. Bowen'in "İşadamının Sosyal Sorumlulukları (Social Responsibilities of the Businessman)" isimli kitabının 1953 yılında yayımlanması ile başlamış ve konunun ciddi bir biçimde tartışılmasına neden olmuştur (Carroll, 1999:270). Bowen'in kitabında sosyal sorumluluğun gelecekte iş dünyasına rehberlik etmesi gereken önemli bir gerçeği içerdiği savunulmakta ve erken dönem ufuk açıcı bu çalışma nedeniyle Howard Bowen "Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Babası" olarak tanımlanmaktadır (Carroll, 1999:270).

Aktan ve Börü'ye (2007) göre, KSS uygulamalarında 1960'lı yıllardan itibaren çalışanların haklarının korunması, asgari ücretin tespiti, çevreye duyarlı üretim yapılması, tüketici haklarının korunması, çalışanların sigortaya kaydı gibi birçok konu gündeme gelmiş ve bu konularla ilgili pek çok öneri ortaya atılmıştır. Yaşanılan bu gelişmelerle birlikte şirketler, üzerlerine düşen sorumlulukları yerine getirmek amacıyla birtakım uygulamaları geliştirmeye başlamışlardır (Aktan ve Börü, 2007:17). KSS 1970'li yıllarda bilginin ortaklarla paylaşılması, işe alımda adaletin sağlanması, kârın paylaşılması, reklam ahlakı, çevrenin korunması ve şirket faaliyetlerinin toplumda yaratacağı etkiler de düşünülerek eylemde bulunulması gibi başlıklar altında oluşturulmuştur (A.g.k.,17). 1980'li yıllarda KSS uygulamalarının, zararlı atıkların azaltılması, geri dönüşümün sağlanması, yoksullara maddi yardımda bulunulması, toplum sağlığına önem verilmesi ve çalışma koşullarının iyileştirilmesi biçiminde sıralandığı görülmektedir. Bu dönemde KSS uygulamalarının işletmelere sağlayacağı faydaları net olarak ifade edilmemiş ve şirketler sadece üzerlerine düşen kanuni gerekliliklerini yerine getirmeye çalışmışlardır. Günümüzde ise şirketler KSS'yi iş stratejilerinin bir parçası olarak kabul etmiş, KSS'nin uygulanması konusunda bir plan içerisinde hareket ederek yeni stratejiler geliştirdikleri görülmektedir (A.g.k.,17).

Carroll'e (2008) göre, 1980'lerden sonra yapılan akademik çalışmalarda, KSS'nin yeni tanımlamaları yerine, KSS üzerinde daha detaylı araştırmalara başlanılarak kurumsal sosyal duyarlılık, KSP, iş etiği, paydaş teorisi gibi alternatif ya da tamamlayıcı kavramlar olarak görülen konular üzerinde odaklanılmıştır. Günümüzde KSS'ye olan ilginin giderek arttığı ve KSS konusunda duyulan kaygıların yerini yeni teorilere ve modellere bıraktığı görülmektedir (Carroll, 2008:18).

1.3. Sosyal Sorumlu Yatırımlar

Sosyal Sorumlu Yatırımlar (Socially Responsible Investment-SRI) veya ÇSY yatırımının tanımına ilişkin, literatürde çok sayıda tanımın yer aldığı ve genelde Sosyal Sorumlu Yatırımlar (SSY) ile ÇSY yatırımının birbirinin yerine kullanıldığı görülmektedir.

Post, Frederick, Lawrence ve Weber'in (1996) çalışmasına göre, SSY'nin; önemli görülen sosyal amaçların desteklenmesi zorunluluğu, şirket imajının geliştirilmesi isteği ve yasaların gerektirdiği biçimde davranışta bulunmayan şirketlere hükümetlerce cezai yaptırım uygulanabileceği gerçeğinin sonucu olarak ortaya çıktığı belirtilmektedir (Post ve diğer., 1996:52'den aktaran Dalyan 2007:38).

Charlo, Moya ve Muñoz (2015) tarafından yapılan çalışmaya göre, SSY en yaygın kullanım biçimiyle; tasarrufların KSS kriterlerine göre seçilen şirketlere yönlendirilen, sosyal sorumluluk sahibi yatırım veya emeklilik fonlarından hisse satın alınması olarak tanımlanmaktadır. SSY, yapılacak yatırımın sadece getirisi ile ilgilenmemekte, aynı zamanda yatırımın ÇSY kriterlerine uygun olup olmadığını da dikkate almaktadır (Charlo ve diğer., 2015: 278).

Giese, Lee, Melas, Nagy ve Nishikawa'nın (2019) ortak çalışmasında, SSY; birçok farklı yatırım yaklaşımıyla, çeşitli yatırım hedeflerini kapsayan çok geniş bir alan olarak tanımlanmaktadır. Yatırım hedefleri; 1) Bir portföyün risk-getiri özelliklerini iyileştiren ÇSY bütünleşmesi, 2) Yatırımcının portföyünü normları ve inançlarıyla uyumlu hale getirmeye çalıştığı değerlere dayalı yatırım ve 3) Yatırımcı sermayelerinin, sosyal veya çevresel amaçlarla değişimini harekete geçirmek için kullanmak istedikleri etki yatırımı olarak üç temel alana ayrılmaktadır. Son yıllarda birçok çalışmada, şirketlerin ÇSY profilleri ile finansal risk ve performansları arasındaki ilişkinin analizinin yapıldığı vurgulanmaktadır (Giese ve diğer., 2019:1).

Aren ve Yıldırım'ın (2019) makalesine göre, sosyal sorumlu yatırım fonları, SSY'nin en önemli araçlarından biri olarak kabul edilmektedir. Yatırımcılar tarafından bu fonlar oluşturulurken; yatırımdan yüksek gelir elde edilmesi ile sürdürülebilir ve sorumluluk sahibi şirketlerin tercih edilmesi gerekmektedir (Aren ve Yıldırım, 2019:2). Başka bir ifade ile yatırımcılar, yatırım yapacakları şirketlerin sadece finansal performansını değil aynı zamanda bu şirketlerin finansal olmayan faaliyetlerini de göz önünde bulundurmalıdırlar (A. Solomon, J. Solomon ve Suto, 2004:552). Böylelikle yatırımcı, hem kâr elde edebilecek hem de sürdürülebilir çevre ve toplumsal faydayı düşünmek suretiyle uygun bir yatırım yapmış olacaktır (Aren ve Yıldırım, 2019:2).

"Avrupa Sosyal Yatırım Forumu (European Social Investment Forum – EUROSIFT)"[1] platformunda, SSY stratejilerinin yedi başlık altında ele alındığı görülmektedir. Bu stratejiler;

1) Sınıfının en iyisi: ÇSY analizi ile tanımlandığı şekli ile en iyi performans gösteren veya çok gelişmiş şirketlerin veya varlıkların seçilmesi,

2) Katılım ve oylama: ÇSY konularında şirket politikalarında söz sahibi olma ve şirket politikalarına katılım yoluyla ÇSY konularında şirketle iletişimde katılım ve aktif sahiplik (şirket davranışını etkilemeyi veya açıklamayı arttırmayı amaçlayan uzun vadeli bir süreçtir. Sadece kurumsal yönetişime katılım ve oylama bu stratejide sayılmak için yeterli değildir),

3) ÇSY entegrasyonu: ÇSY riskleri ile fırsatlarının varlık yöneticileri tarafından sistematik bir süreçle, uygun araştırma kaynaklarına dayalı olarak geleneksel finansal analiz ve yatırım kararlarına açıkça dâhil edilmesi,

4) İstisnalar: Şirketler, sektörler veya ülkeler gibi yatırım yapılabilir evrenden, belirli yatırımların veya yatırım sınıflarının (silah-tütün üreticileri, hayvanlar üzerinde deney yapanlar vb.) hariç tutulması,

5) Etkili yatırım: Finansal getiri yanında, sosyal ve çevresel etki yaratmak amacıyla faaliyet gösteren şirketlere, kuruluşlara ve fonlara yatırım yapılması,

6) Standartlara dayalı tarama: Birleşmiş Milletler (BM) gibi uluslararası kuruluşlar tarafından tanımlanan standartlara veya ÇSY boyutlarını kapsayan birleştirilmiş standartlara dayalı olarak tarama,

[1] Sürdürülebilir ve sorumlu yatırım uygulamalarının daha geniş bir şekilde benimsenmesini teşvik etmek ve sürdürülebilirlik konularının finansal piyasalarda ve yatırım zincirinde daha geniş bir şekilde benimsenmesi sağlamak amacıyla Avrupa merkezli oluşturulan bir platformdur. Bu platform, Avrupa merkezli, toplam varlıkları 20 trilyon Euro üzerinde olan kurumsal yatırımcılar, varlık yöneticileri, finansal hizmetler, endeks sağlayıcıları ile ÇSY araştırma ve analiz şirketlerini içeren 400'den fazla kuruluşu kapsamaktadır (EUROSIFT - Our Mission, 2021).

7) Sürdürülebilirlik temalı yatırım: ÇSY ile ilgili belirli veya birden çok konuya (iklim değişikliği, eko-verimlilik, sosyal, çevresel sorunlar vb.) odaklanan fonlara veya varlıklara yatırım yapılması,

olarak açıklanmaktadır (EUROSIFT – Responsible Investment Strategies, 2021).

Bu bağlamda, sosyal sorumlu yatırımlar, geleneksel yatırım stratejilerinden farklı olarak, sadece finansal getiri odaklı olmayıp, aynı zamanda sosyal ve çevresel konularda olumlu etkiler yaratmayı hedefleyen yatırımlar olarak tanımlanabilir.

1.4. Çevresel, Sosyal, Yönetişim (ÇSY) Açıklamalarının Gelişimi ve ÇSY'nin KSS'den Farkı

"ÇSY" kısaltıması ilk olarak, 1997-2006 yılları arasında Birleşmiş Milletler Genel Sekreterliği görevinde bulunan ve 18 finans kuruluşu tarafından 2004 yılında hazırlanan "Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World" raporunda yer almıştır (T. T. Li, K. Wang, Sueyoshi ve D. D. Wang, 2021:4). Bu raporda; finansal analiz, varlık yönetimi ve aracılık faaliyetlerinin ÇSY boyutları ile entegre edilmesi çağrısında bulunulmuş ve ÇSY kavramı gelişmekte olan bir araştırma alanı olarak ABD'de ortaya çıkmıştır (T. T. Li ve diğer., 2021:4).

Escrig-Olmedo, Fernández-Izquierdo, Ferrero-Ferrero, Rivera-Lirio, ve Muñoz-Torres'in (2019) ortak çalışmasında, ÇSY'yi şirketlerin sosyal refahı, ekonomik ilerlemeye ve çevreye karşı sorumluluklarını değerlendirmeye olanak tanıyan bir standart olarak tanımlanmıştır. Ayrıca çalışmada, ÇSY; şirketlerin sosyal refahı, çevrenin korunması ve ekonomik ilerlemesine yönelik sorumluluk duygusunun değerlendirilmesini sağlayan bir standart olarak açıklanmaktadır (Escrig-Olmedo ve diğer., 2019:1-2).

Johnson Jr, Stout ve Walter (2020) arasında yapılan bir dizi telekonferans tartışmasından özetlenen çalışmaya göre, KSS, ÇSY ve sürdürülebilirlik; bir şirketin kârlılığını etkileyen finansal olmayan faktörlerini birbirleri ile ilişkili olarak ele alan önemli unsurlardır. ÇSY aslında, tüm faktörlerin oluşturduğu evrensel kümeyi,

çevresel, sosyal ve yönetişim boyutlarını ayırmak amacıyla kullanılan bir sınıflandırmadır (Johnson Jr ve diğer., 2020:2593).

Arvidsson ve Dumay (2022:1996) tarafından yapılan çalışmada, ÇSY'nin çevresel boyutunun (Ç) bir şirketin çevresel girişimlerini, sosyal boyutunun (S) bir şirketin toplum ve paydaşlarıyla olan ilişkilerini, yönetişim boyutunun (Y) ise bir şirketin faaliyetlerini yönlendirmek, yapılandırmak ve yönetmek için standart ve çerçevelerin kullanımında hangi politikaları uyguladıklarını ifade ettiği ileri sürülmektedir.

Paydaşların giderek çeşitlenmesi ve karmaşıklaşan KSS davranışlarının ölçülme hedefinin ÇSY kavramıyla örtüştüğü görülmektedir. Gillan, Koch ve Starks (2021) tarafından yapılan çalışmaya göre, KSS geleneksel olarak bir şirketin çevresel ve sosyal davranışlarını ele alırken, ÇSY bu unsurların yanı sıra yönetişim performansını da kapsamakta ve KSS'ye göre daha geniş bir kavramı ifade etmektedir (Gillan ve diğer., 2021:2). Gerard'a (2019) göre, şirketlerin hem finansal hem de finansal olmayan performansları arasında bir ilişki kurulmasını sağlayan KSS açıklamaları, çevresel, sosyal ve yönetişimin (ÇSY) ilk iki unsuru olan çevresel (Ç) ve sosyal (S) davranışlarını içermektedir. ÇSY ise şirketlerin çevresel ve sosyal etkisini kurumsal yönetişim performansı ile birleştirmekte olup ÇSY'yi formülleştirdiğimizde "ÇSY = KSS + Yönetişim"dir (Gerard, 2019).

ÇSY ve KSS arasındaki bir diğer temel ayrım, kullanımlarında ve odaklanmalarında yatmakta olup günümüzde birçok şirket KSS'yi, bir pazarlama aracı olarak kullanabilmektedir. Örneğin, bazı bankalar çevresel açıdan sürdürülebilir projeleri desteklemek amacıyla daha düşük faizli krediler sunarken, bir işletme fosil yakıtlardan ziyade yenilenebilir enerji kaynaklarını kullanarak üretim yapmayı, başka bir işletme sıfır atığa ulaşmayı, diğer bir işletme ise çalışanlarına güvenli bir iş ortamında adil bir ücret sunmayı taahhüt edebilmektedir.

ÇSY bir kuruluşun KS uygulamalarının izlenmesini ve kontrolünü kolaylaştıran bir araç olarak hizmet etmekte ayrıca sürdürülebilir yatırımlarla ilgili risklerin

değerlendirilmesini sağlamaktadır (Folqué, Escrig-Olmedo ve Santamaría, 2021:877; Costa ve diğer., 2022:3).

Sonuç olarak ÇSY ile KSS karşılaştırıldığında ÇSY'nin daha geniş ve kapsayıcı bir kavramı ifade ettiği görülmektedir. Şirketlerin finansal olmayan performansının[2] ölçümünde kullanılan ve sürdürülebilirliğin üçayağını oluşturan ÇSY'nin boyutları, aşağıda maddeler halinde ele alınmaktadır.

1.4.1. Çevresel boyut

ÇSY'nin ilk ayağını çevresel boyut oluşturmaktadır. Günümüzde yaşadığımız iklim değişikliklerinin olumsuz etkileri çevresel bir sorun olarak karşımıza çıkmakta ve son yıllarda en çok tartışılan konular arasında yer almaktadır.

Çevresel boyutun önemi, 1992 yılında Rio de Janeiro'da gerçekleştirilen konferansta ele alınmış ve Rio Bildirgesi olarak bilinen "Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı Raporu (Report of The United Nations Conference On Environment and Development)"nda çevresel ilkeler ilân edilmiştir (Rio Declaration, 1992). Bu raporda toplam 27 çevresel ilke bulunmakta ve sürdürülebilir kalkınmanın gerçekleştirilmesi için çevrenin korunması, kalkınma sürecinin ayrılmaz bir parçası olarak kabul edilmektedir. Çevre ve kalkınma alanındaki uluslararası eylemler aynı zamanda tüm ülkelerin ihtiyaçlarına cevap vermelidir (Rio Declaration, 1992). Bu ilkeler, gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerin büyük şirketlerinde genel olarak uygulanmaktayken gelişmekte olan ekonomilere sahip bazı ülkelerde bu ilkeler "devlet kontrollü" yaklaşımlarla çözülmeye çalışılmaktadır.

Anderson (2002) tarafından yapılan çalışmada devlet kontrollü yapılan bu yaklaşımlara, 1) Çin ve Orta Avrupa ülkelerinde; çevreyi kirletme (emisyon, atık su, katı atık vb.) ücretleri, vergi ve harçların alınması, 2) Tayland ve Filipinler'de;

[2] Bknz. Tez çalışmasının 1.7. başlığında yer alan "Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı (KSP) ve Performansın Ölçümü".

kurşunlu benzin vergisi alınması, 3) Çin'de; çevreye zararlı olan yakıtlarda Mısır'da ise çevreye zarar veren tarımsal uygulamalarda sübvansiyonların kaldırılması, 4) Kore'de; içecek kaplarından depozito alınması, 5) Rusya'da; doğal kaynaklara zarar verilmesi halinde verenin sorumlu tutulması, 6) Meksika ve Hindistan'da; zehirli atıkların salınımı, Kore ve Tayland'da ise ürün bilgilerinde bildirim zorunluluğu, 7) Ülkelerin genelinde; enerji-su tasarrufu sağlanması, kirliliğin önlenmesi, ilgili mevzuatta gerekli olan standardın üzerine çıkmak isteyen şirketlerin bulunması durumlarında gönüllülük mekanizmasının çalıştırılması gibi örneklere yer verildiği görülmektedir (Anderson, 2002:2-3).

Küresel Raporlama Girişimi (Global Reporting Initiative - GRI)[3] tarafından yayımlanan "GRI Konu Standartları" içerisinde (2023 Şubat ayı itibarıyla), 301-308 aralığında çevresel konuları içeren 8 standart bulunmaktadır. Çevresel konuları içeren bu standartlar sırasıyla; GRI 301: Malzemeler, GRI 302: Enerji, GRI 303: Su ve Su Atıkları, GRI 304: Biyoçeşitlilik, GRI 305: Emisyonlar, GRI 306: Atıklar, GRI 307: Çevresel Uyum ve GRI 308: Tedarikçi Ortam Derecelendirmesi standartlarıdır (GRI, Standards).

"GRI 307: Çevresel Uyum 2016" standardı açıklamalarında sürdürülebilirlikte çevresel boyutun; şirket faaliyetlerinin hava, toprak ve su ile doğadaki canlı ve cansız varlıkların karşılıklı oluşturdukları ekosistem üzerinde olumlu ya da olumsuz biçimde yaratacakları etkiler olarak tanımlanmaktadır (GRI 307:4).

Bu bağlamda, ÇSY'nin çevresel boyutu; iklim değişikliği, emisyonlar, su yönetimi, atık yönetimi, atıkların geri dönüşümü, enerji kullanımı, ekosistem vb. konulardan oluşmaktadır.

[3] GRI, sorumluluk sahibi kuruluşların, çevresel davranış ilkelerine bağlı bir biçimde hesap verebilirlik mekanizması içerisinde yer alabilmesi amacıyla 1997 yılında kurulmuş ve 2001 yılında bağımsız ve kâr amacı gütmeyen bir kurum haline gelmiştir. Büyük ya da küçük, kamu ya da özel ayrımı yapılmadan, tüm kuruluşların sürdürülebilirlik etkilerinin tutarlı ve güvenilir bir biçimde raporlanmasında ortak bir dil oluşturulması hedeflemektedir. GRI, sürdürülebilirlik raporlaması için küresel olarak kabul gören standartlar geliştirmektedir. Ayrıca GRI, kuruluşların; şeffaf ve hesap verebilir bir yapıya dönüşmesinde ve çevresel, sosyal, ekonomik faydalar yaratılması aşamasında daha iyi karar verilebilmelerini sağlamaktadır (Global Reporting Initiative [GRI], Abouth GRI; GRI, Our Mission and History).

1.4.2. Sosyal boyut

ÇSY'nin ikinci ayağında sosyal boyut bulunmaktadır. Sosyal boyut geniş bir kapsama sahip olmakla birlikte sosyal boyut içerisinde; etik kaynak kullanımı, insan kaçakçılığı ile mücadele, iş sağlığı ve güvenliği, fırsat ve ücret eşitliği, veri kullanımı ve gizliliği, mesleki eğitim ve gelişim, insan hakları, eşitlik, işyerinde çeşitlilik ve topluma katkı, çalışma standartları, sağlık ve güvenlik, çeşitlilik politikaları, toplumla ilişkiler, insan sermayesinin (sağlık ve eğitim) gelişimi gibi konuların yer aldığı görülmektedir (Atan, Alam, Said ve Zamri, 2018:183; Inderst ve Stewart, 2018:2; Johnson Jr ve diğer., 2020:2568).

Inderst ve Stewart'ın (2018) çalışmasına göre, siyasi otoriteler; vergilerin arttırılması ya da yapılması gereken reformların hayata geçirilmesi aşamalarında verecekleri kararlarda, mevcut yönetimler açısından önemini göz önünde bulundurarak, sosyal boyuta, çevresel boyuttan daha fazla ağırlık verme eğilimindedirler (Inderst ve Stewart, 2018:12).

GRI Konu Standartları arasında (2023 Şubat ayı itibarıyla), 401-418 aralığında sosyal konuları içeren 17 standart yer almaktadır. Sosyal konuları içeren bu standartlar, sırası ile; GRI 401: İstihdam, GRI 402: İşgücü/Yönetim İlişkileri, GRI 403: İş Sağlığı ve Güvenliği, GRI 404: Eğitim ve Öğretim, GRI 405: Çeşitlilik ve Fırsat Eşitliği, GRI 406: Ayrımcılık Yapılmaması, GRI 407: Örgütlenme ve Toplu Sözleşme Özgürlüğü, GRI 408: Çocuk İşçiliği, GRI 409: Zorla veya Zorunlu Çalıştırma, GRI 410: Güvenlik Uygulamaları, GRI 411: Yerli Halkların Hakları, GRI 412: İnsan Hakları Derecelendirmesi, GRI 413: Yerel Topluluklar, GRI 414: Tedarikçi Sosyal Derecelendirmesi, GRI 415: Kamu Politikası, GRI 416: Müşteri Sağlığı ve Güvenliği, GRI 417: Pazarlama ve Etiketleme ve GRI 418: Müşteri Gizliliği standartlarından oluşmaktadır (GRI, Standards).

Bu bağlamda, şirketlerin çalışanlar, müşteriler ve toplum tarafından kabul görebilmeleri için sürdürülebilirliklerini ve itibarlarını göz önünde bulundurarak faaliyetlerinde sosyal boyuta da önem vermeleri gerekmektedir.

1.4.3. Yönetişim boyutu

ÇSY'nin üçüncü ve son ayağını ise yönetişim boyutu oluşturmaktadır. Yönetişim; şirketin kontrol ve gözetim çerçevesini kapsamakta olup Johnson Jr ve diğer. (2020:2605) tarafından yapılan çalışmaya göre, şirket yönetim kurulunu oluşturan kişilerin çeşitliliği (cinsiyet, görüş farklılığı vb.), yöneticilerin bağımsızlığı (etik, etkili, şeffaf davranılması vb.), personel yapısı, personel ücretleri, şirket politikaları ve şirketin amacı gibi konuları içermektedir.

Claessens ve Yurtoğlu'na (2013:1) göre, iyi bir kurumsal yönetişim anlayışının ülke, sektör ve şirketler düzeyinde büyüme, istihdam, yoksulluk ve daha genel olarak refah için önemli faydaları bulunmaktadır. Bu faydalar; dış finansmana erişimin artması sonucunda daha yüksek büyüme, daha fazla yatırım ve istihdam yaratılması, sermaye maliyetinin düşerek şirket hisse senedi fiyatının yükselmesi ve yatırımcılar için daha cazip hale gelmesi, kaynakların daha iyi tahsisi ve daha iyi yönetim aracılığıyla daha iyi operasyonel performans, büyük ekonomik ve sosyal maliyetlerin göz önünde bulundurulması sonucunda daha az finansal kriz ve eşitsizliğin azaltılmasıyla tüm paydaşların lehine yapılacak davranışlar olarak sıralanmaktadır (Claessens ve Yurtoğlu, 2013:12).

Yönetişim yaklaşımında hangi konularının önemli olduğu GRI Standartları içerisinde bulunan "GRI 103: Yönetişim Yaklaşımı Standardı"nda ele alınmaktadır. Bu standarda göre raporlama yapan şirketlerin yönetişim konusunda öncelikli bir konu tespit ederek konuya ilişkin 1) Politikalar, 2) Taahhütler, 3) Amaç ve hedefler, 4) Sorumluluklar, 5) Kaynaklar, 6) Şikayet mekanizmaları ve 7) Süreçler, projeler, programlar ve girişimler gibi eylemlerini raporlamaları gerekmektedir (GRI 103:8).

1.5. Kurumsal Sürdürülebilirlik (KS)

Literatür araştırılmasında tespit edildiği ve Montiel (2008:245) tarafından yapılan çalışmada da belirtildiği gibi literatürde yer alan sosyal ve çevresel konulardaki çalışmalarda KSS ve KS terimleri birbirlerinin yerine kullanıldığı ve bu iki terim arasında net bir ayrım bulunmadığı görülmektedir. Farklı geçmişlere evrilen

her iki terimin de ortak bir geleceğe doğru ilerlediği, her ikisinin de ekonomik sorumlulukları sosyal ve çevresel sorumluluklarla dengelemeyi amaçladığı, ancak son yıllarda sosyal ve çevresel konuları içeren çalışmalarda KS teriminin kullanıldığı vurgulanmaktadır (Montiel, 2008:246). Montiel (2008:250) ayrıca, KSS ile ilgili çalışmaların çoğunun (45 çalışmanın 32'si) 1970 ile 1990 yılları arasında yayımlandığı, ancak KS ile ilgili çalışmaların neredeyse tamamının (11 çalışmanın 10'u) 1990 yılından sonra yayımlandığı tespit edildiği ve bu durumun nedeni olarak, araştırmacıların ilgisinin KSS'den ziyade yeni bir yapı olan KSP'ye kayması gösterilmektedir.

Wilson'un (2003) çalışmasına göre, KS geleneksel büyüme ve kâr maksimizasyonuna alternatif bir iş modeli olarak kabul edilmektedir. Kurumsal büyüme ve kârlılık KS açısından önemli olmakla birlikte, KS çevrenin korunması ve ekonomik kalkınma ile sosyal adalet ve eşitlik gibi toplumsal hedeflerin, şirketler tarafından takip edilmesini zorunlu hale getirmektedir (Wilson, 2003:1-2). "Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi CEO Anketi 2010"a göre, ankete katılan 766 şirket CEO'sundan alınan cevaplardan, KS konusunda şirketlerin harekete geçmesini sağlayan en önemli ilk üç faktörün; marka değeri, güven ve itibar olduğu (%72 oranında) tespit edilmiştir. Bu üç faktörü sırasıyla gelir artışı ve maliyet azaltma (%44), kişisel motivasyon (%42) ve tüketici/müşteri talebinin (%39) takip ettiği görülmektedir (U. N. Global Compact-Accenture CEO Study, 2010:20).

Signitzer ve Prexl'e (2008:2), KS'nin sürdürülebilir kalkınma prensiplerinin kurumsal düzeyde ele alınması olduğunu ve sürdürülebilir kalkınma çatısı altında konumlandırıldığını belirtmişlerdir. Ayrıca çalışmada KS teriminin, iş dünyasının toplumdaki rolüne odaklanan diğer terimler arasında kapsayıcı bir terim olarak kullanılması önerilmekte ve aslında KS'nin şirketlerde hem kurumsal bir değer hem de iş stratejisinin bütünleyici bir parçası haline geldiği belirtilmektedir (Signitzer ve Prexl, 2008:2).

Kurumsal sürdürülebilirlik, şirketlerin uzun vadeli değer yaratma hedefi doğrultusunda ekonomik, çevresel ve sosyal faktörler ile yönetişim ilkelerinin şirket faaliyetleri ve uygulamalarına entegre edilmesi ve bu alanlarda ortaya çıkabilecek

potansiyel risklerin yönetimi olarak tanımlanmaktadır (U. N. Global Compact-Accenture CEO Study, 2010:11; İMKB, 2011:1). Tez çalışmasının buraya kadar olan başlıklarında ele alınan, sürdürülebilir kalkınma, kurumsal sosyal sorumluluk, sosyal sorumlu yatırımlar ve çevresel, sosyal, yönetişim faktörleri KS yaklaşımına katkıda bulunmaktadır (İMKB, 2011:1). Bu açıklamalar bağlamında kurumsal sürdürülebilirliğin KSS ve ÇSY'yi kapsadığı görülmektedir.

1.6. Kurumsal Sürdürülebilirlik (KS) Teorileri

Literatür incelemesi sonucunda, KS teorileri konusunda birçok çalışmanın yapıldığı görülmektedir. Atıf sayılarına dayanarak son yıllarda yapılan çalışmalar incelenmiş öne çıkan teorilere aşağıda yer verilmiştir.

Garriga ve Melè (2004) tarafından yapılan çalışmada, KS teorileri ve ilgili yaklaşımlar dört grupta sınıflandırılmaktadır. Bu teori ve yaklaşımlar; 1- Şirketlerin zenginlik yaratmak adına bir araç olarak görüldüğü ve sosyal faaliyetlerin yalnızca olumlu ekonomik sonuçlar doğuran araçlar olduğu "araçsal teoriler", 2- Şirketlerin toplumsal gücünün, siyasi arenada sorumlu bir biçimde kullanılmasına yönelik "siyasal teoriler", 3. Şirketlerin toplumsal talepleri karşılamasını gerektiren bütünleştirici teoriler ve 4- İş dünyası ve toplum arasındaki ilişkinin etik değerlerle iç içe olduğu ve şirket sosyal sorumluluklarının, diğer tüm hususların üzerinde etik bir yükümlülük olduğu kabulünü gerektiren "etik teoriler" olarak sınıflandırılmaktadır (Garriga ve Melè, 2004:52-53).

Windsor'un (2006) çalışmasında, KS teorilerini üç temel yaklaşımla değerlendirmektedir. Bu yaklaşımlar; 1- Güçlü kurumsal öz kısıtlama ve kişisel yarar gözetmeksizin başkasına yararlı olmaya çalışılan davranışların savunulduğu "etik sorumluluk teorisi", 2- Piyasa zenginliği yaratma ve geleneksel iş etiğine dayanan "ekonomik sorumluluk teorisi", 3- Şirketlerin dünya vatandaşları olarak sorumluluklarını vurgulayan bir kurumsal vatandaşlık yaklaşımı "kurumsal vatandaşlık teorisi" olarak ifade edilmektedir (Windsor, 2006:93).

Carroll'e (2008) göre, KS ile ilgili alternatif iki önemli tema, 1980'lerde geliştirilen "stakeholder teorisi" ve "iş etiği (business ethics)"dir. 1990'lı yıllarda öne çıkan temalar; kurumsal sosyal performans, stakeholder teorisi, iş etiği, sürdürülebilirlik ve kurumsal vatandaşlık konularından oluşmaktadır (Carroll, 2008:21). 2000'li yıllarda ise, KS kavramı ve anlamına yönelik teorik katkılardan uzaklaşılarak stakeholder teorisi, iş etiği, sürdürülebilirlik ve kurumsal vatandaşlık gibi konuların ampirik araştırmaları ön plana çıkmıştır (A.g.k., 24).

Freeman, Harrison, Wicks, Parmar ve De Colle (2010:10) tarafından yapılan ortak çalışmada, bir şirketin KS konusundaki görevi ile ilgili birbiriyle çelişen iki ayrı teorinin "shareholder" ve "stakeholder" teorilerinin ele alındığı görülmektedir. M. M. Miralles-Quirós ve diğer. (2018:3) bu iki teoriyi, KS faaliyetlerinin bir şirketin borsa değeri üzerindeki etkisini açıklamak için "değer artırıcı teori" ve "hissedar harcaması teorisi" olarak ifade etmektedir.

Ayrıca, bu teorilerin dışında; 1- Şirketlerin, diğer emsal şirketlerin başarılı performanslarını taklit edeceğine dayanan "taklit stratejisi teorisi" (Hisrich, Peters ve Shepherd, 2010:82; Hisrich, Peters ve Shepherd, 2017:74), 2- Şirketlerin başarılı bir şekilde faaliyet gösterebilmesi ve toplumun sosyal olarak kabul edilebilir davranış sınırları içerisinde hareket etmesi fikrine dayanan "meşruiyet teorisi" (O'Donovan, 2002:344), 3- Finansal olmayan açıklamaların, firmaların yatırımcılara rakip firmalarla kıyasla daha iyi çevresel, sosyal ve/veya yönetişim performanslarının sinyalini vermelerine olanak tanıdığı "sinyal teorisi" (Hummel ve Schlick, 2016:457), 4- Yöneticilerin, firmaların finansal ve finansal olmayan konularda yatırımcılardan daha fazla bilgiye sahip olması nedeniyle bu türden bilgilerin gönüllü olarak açıklanmasının, şirketler ile yatırımcıları arasındaki bilgi asimetrisini azaltacağına dayanan "vekâlet teorisi" (Jensen ve Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989:57; Healy ve Palepu, 2001) gibi teorilerin de KS çalışmalarında kullanıldığı görülmektedir.

Şirketlerin KSP'lerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin araştırıldığı ampirik çalışmalarda tek bir teorik çerçeve üzerinde fikir birliğinin bulunmadığı ancak literatürün birkaç teori üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir (örnek: Deegan, 2002; Garriga ve Mele, 2004; Cormier, Magnan ve Van Velthoven, 2005; B. Cheng, Ioannou

ve Serafeim, 2014; M. M. Miralles-Quirós ve diğer., 2018; H. Zhao ve diğer., 2023; Zheng ve Ye, 2023; vb.)

Tez çalışmasında KSP'ye yönelik teorik çerçevenin oluşturulması ve "4.1. Araştırmanın Amacı, Önemi ve Hipotezler" başlığı altında yer alan hipotezlerin test edilmesi adına KSP'nin hisse fiyatları üzerindeki etkisine yönelik çalışmalarda iki baskın ve karşıt teori olarak kullanılan "Shareholder"[4] ve "Stakeholder"[5] teorilerinin yanı sıra "Taklit Stratejisi" teorileri seçilmiş ve aşağıda açıklanmıştır.

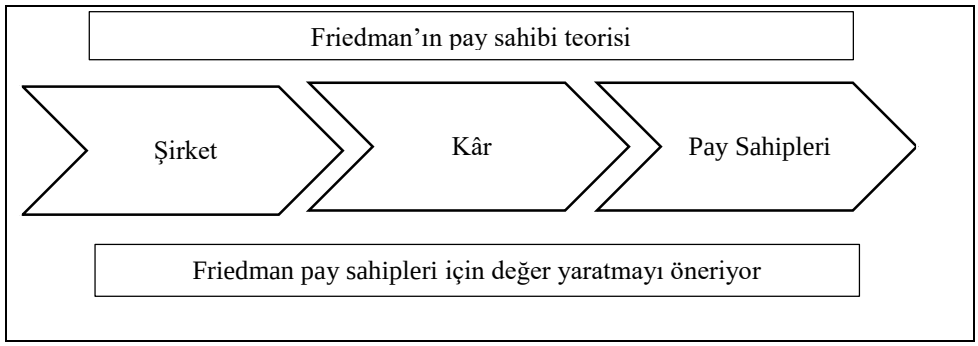
1.6.1. Pay sahibi teorisi (shareholder)

Friedman (1962) tarafından ortaya atılan pay sahibi teorisinde, serbest rekabet içerisindeki şirketler hissedarlarının gelirlerini arttırmayı hedeflemekte bu nedenle sadece kâr elde etmeye odaklanmaktadır (Friedman, 1962:133'den aktaran Borgström ve Johannessen, 2020:9; Friedman, 1970). Pay sahibi teorisine göre; şirketler kuruluş amaçlarına yönelik olarak elde edecekleri kârı en üst seviyeye çıkarmalı ve elde edecekleri bu kârı pay sahiplerinin menfaatini korumak amacıyla en üst seviyeden dağıtmalıdır.

Narbel ve Muff (2017), Friedman'ın pay sahibi teorisi kavramsal bir model olarak Şekil 1.1'deki gibi görselleştirilmektedir. Şekil 1.1'deki pay sahibi teorisinde, bir şirketin tek amacının kâr maksimizasyonu olduğu, hissederların ise sosyal sorumlu yatırım yapma konusunda seçenekleri olduğundan, kurumsal sürdürülebilirlik yatırımlarının maliyet artırıcı bir unsur olduğu belirtilmektedir. Friedman'a (1970) göre, hissedarların aldıkları risklerin karşılığında finansal olarak ödüllendirilmesi gerekmekte, bu ödüllendirme için de şirket kârının maksimize edilmesi gerekmektedir.

[4] "Shareholder" kelimesinin; İngilizce-Türkçe Sözlükte "hissedar, paydaş, ortak, hisse sahibi, ortak" olarak dilimize çevrildiği görülmektedir. Kelimenin dilimize çevirisi ile çalışmanın 1.6.1. alt başlığının 2. paragrafında yer alan açıklamaya dayanılarak "Shareholder" kelimesinin bu çalışmada "pay sahibi" olarak kullanılması tercih edilmektedir.

[5] "Stakeholder" kelimesinin; İngilizce-Türkçe Sözlükte "ilgili kimse, menfaat sahibi, paydaş, taraf, çıkar grubu" gibi anlamlara karşılık geldiği görülmektedir. Kelimenin dilimize çevirisi ile çalışmanın 1.6.2. alt başlığının 2. paragrafında yer alan açıklamaya dayanılarak "Stakeholder" kelimesinin bu çalışmada "paydaş" olarak kullanılması tercih edilmektedir.



Şekil 1. 1. Friedman'ın pay sahibi teorisi
(Kaynak: Narbel ve Muff, 2017:1360).

"Pay sahibi teorisi", "vekâlet teorisi" (Jensen ve Meckling, 1976; Eisenhardt, 1989) ile uyumlu olduğundan son yıllarda KSS'ye ilişkin hissedar bakış açısının açıklanmasında tercih edilen ilk çerçeve olmaktadır (örnek: Yamak ve Süer, 2005; Melé, 2009; De Villiers, Jia ve Li, 2022). Hissedarlar ve yatırımcılardan oluşan pay sahipleri ("asiller") ve şirket yönetiminin ("vekiller") birbirinden ayrılması bilgi asimetrisine yol açmaktadır (Moser ve Martin, 2012:799). Bu asimetrinin ortaya çıkması, bir şirketin gelecekteki kazançları ve nakit akışlarına ilişkin yatırımcılar tarafından yapılacak değerlemelerde bir belirsizliğe neden olacak ve şirket hisselerini satın almaya istekli olacakları fiyatı etkileyecektir (Ramchander, Schwebach ve Staking, 2012; Bowerman ve Sharma, 2016). Bu durumda şirket yöneticileri, kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerini kendi itibarını maksimize etmek amacıyla potansiyel yatırımcıların zararına yol açarak kullanmış olacaklardır (Barnea ve Rubin, 2010:72; Krüger, 2015:305). Bu durumu açıklamak amacıyla, Friedman (2007) iki örnek öne sürmüştür. 1) Şirket çıkarına olsa bile sosyal bir amaç olan enflasyonun önlenmesine katkıda bulunmak için ürün fiyatının artırılmasından kaçınılması, 2) Sosyal sorumluluğa katkı sunulması için şirket çıkarının ya da kanunen yapılması gerekenin üzerinde bir harcama yapılarak kirliliğin azaltılması (Friedman, 2007:174). Şirket söz konusu örneklerde yer alan durumların her ikisinde de aslında pay sahiplerinin menfaatini düşünmemektedir. Bunun nedeni hissedarların, sosyal sorumlu yatırımlara bireysel olarak katılma seçeneklerine sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Kurumsal sürdürülebilirlik yatırımlarının hissedar değeri üzerinde negatif bir etki yaratması durumunda hissedarlar, sermayelerinin finansal çıkarlarının dışında kullanıldığını iddia edebilmektedirler. Bu durumda şirketlerin KSS faaliyetleri pay sahibi teorisine

göre gereksiz maliyet artışlarına neden olarak kârlılığı azaltacak, hissedarların yatırımlardan elde ettikleri toplam fayda ise (hissedar değeri) bundan olumsuz biçimde etkilenecektir. Dolayısıyla pay sahibi teorisi KSP ile hissedar değeri arasında negatif bir ilişki olduğunu savunmaktadır.

1.6.2. Paydaş teorisi (stakeholder)

Freeman (1984) tarafından ortaya atılan ve pay sahibi teorisine cevap niteliğini taşıyan paydaş teorisi, bir şirketin kârını maksimize etmesinden öte sorumluluklarının olduğunu ve şirketin tüm paydaşlarının çıkarlarını gözetmesi gerektiğini savunmaktadır. Söz konusu teoriye göre paydaş kavramı sadece pay sahipleriyle sınırlı olmaktan çıkarılmış ve Freeman (1984) tarafından; müşteriler, çalışanlar, kredi kuruluşları, tedarikçiler, topluluklar, toplum ve pay sahipleri olmak üzere yedi bileşenle ifade edilmiştir. Paydaş kelimesinin anlamında farklı anlayışlar ve yorumlar olsa da Freeman'a göre (1984:25) paydaşlar, bir organizasyonun faaliyetlerinden etkilenen veya bu organizasyonun faaliyetlerini etkileyen herhangi bir grup veya kişiler olarak tanımlanmaktadır. Smith'e (2003:85) göre, pay sahibi teorisinin hedefi maksimum kâr elde edilmesi üzerine, paydaş teorisinin hedefi ise şirket varlığının sürdürülmesi üzerine kurulmuştur. Bu teorilerin hangisinin "doğru" olduğu konusunda kesin bir yargı olmasa da şirketlerin asıl hedeflerine, tüm paydaşların çıkarları arasında bir denge kurarak ulaşabilecekleri savunulmaktadır (Smith, 2003:86).

Freeman ve diğer. (2010:29) paydaş teorisinin; 1) 21. yüzyılın dünyasında bir işletmeyi anlamak ve yönetmek, 2) Etik sorumlulukları ve sürdürülebilirlik sorunları üzerinde düşünmek ve 3) Mevcut iş dünyasında başarılı olmak için ne yapılması gerektiğini anlamak amacıyla kullanıldığını vurgulamaktadır. Bu teoriye göre, paydaş grupları tarafından öne sürülen çeşitli sorunların dengelenerek, şirket hedeflerine uygun biçimde çözüm üretilmesi sağlanmaktadır. Ayrıca şirkette önemli bir karar alınırken, şirket yöneticisi tarafından, mümkün olduğu kadar çok taraf veya paydaşların menfaati dikkate alınarak karar verilmesi beklenilmektedir (A.g.k., 32-33).

Paydaş teorisi açısından bakıldığında KSP, bir şirketin birden fazla paydaşının taleplerinin karşılanması açısından değerlendirilmektedir (Ruf, Muralidhar, Brown, Janney ve Paul, 2001:144). Özellikle sosyal sorumlu yatırımların ve çevresel, sosyal, yönetişim konularının artan önemi farklı paydaşların taleplerine yanıt verilmesi gerekliliğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda Hoeffler, Bloom ve Keller (2010:78), KSP'nin şirketlerin kendilerini birden fazla paydaşa pazarlayabilmelerinin ve paydaşlarla aralarındaki ilişkide bir köprü görevi gördüğünü ileri sürmektedir Moore'a (1999:117) göre paydaş teorisi KSS ve KSP'nin analiz edilmesinde şirketlerin hissedarlarıyla olan ilişkilerinin daha etkin bir şekilde sağlanması amacıyla ortaya çıkan bir çerçevedir. Bu nedenle şirketlerin KSP'yi paydaşlarıyla iletişim kurmak için bir araç olarak kullanmaları piyasada daha sürdürülebilir bir şirket imajı yaratarak rekabet avantajı elde edebilecekleri anlamına gelebilmektedir (Orlitzky, Schmidt ve Rynes, 2003; Callan ve Thomas, 2009).

Baron (1993) ise paydaş teorisini; ekonomik ve sosyal birer yapı olan şirketlerin, değerlerini maksimize edebilmeleri amacıyla gösterdikleri çabalar bütünü olduğunu vurgulamaktadır. Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang ve Yang (2012), ÇSY açıklamasının hissedarların daha etkili yatırım kararları almasına yardımcı olduğunu ve bunun da sermaye maliyetinde azalmaya yol açtığını ileri sürmektedir. Ayrıca bir firmanın gösterdiği sürdürülebilirlik performansı, finansal performansının bir parçası olarak kredi değerleme sürecini de etkilemektedir (Weber, Scholz ve Michalik, 2010: 39) Bu nedenle söz konusu teori kimi araştırmalarda "değer artırıcı teori" olarak ifade edilmiştir (örneğin; M. M. Miralles-Quirós ve diğer., 2018). Bu açıdan bakıldığında firmaların KSP artıcı yatırımları sadece sosyal fayda sağlamayacak aynı zamanda şirketin finansal performansını iyileştirmek için bir stratejik araç olarak da hizmet edecektir. Sonuç olarak paydaş teorisine göre, KSP uygulamaları yatırımcılar üzerinde olumlu bir etki yaratacak ve hisse fiyatlarına olan talebi artıracaktır.

1.6.3. Taklit stratejisi teorisi (imitation strategy)

Kimi zaman şirketler, rakiplerinden daha iyi KS uygulamalarını benimseyebilmekte, finansal performanslarını veya sosyal itibarlarını rakiplerine kıyasla daha iyi duruma getirebilmektedirler. Bu gibi durumlarda söz konusu şirket

rakip şirketler gibi kabul görebilmek ve rakip şirketlerin rekabet avantajı elde etmelerini önlemek adına benzer şekilde hareket edebilmektedir (S. Singh, Khare, Pandey ve Sharma, 2021). Vega-Redondo'nun (1997:377) makalesine göre, bazı şirketlerin başarılı performansları, taklit yoluyla piyasa geneline yayılma eğilimi göstermekte ve bazı şirketler en başarılı performansı (yüksek getiriyi) elde edebilmek için bu stratejiyi izleyerek kendilerini yenilemeye gidebilmektedir.

Hisrich ve diğer. (2010, 2017) tarafından yapılan iki ayrı çalışmada da taklit stratejisi, şirketlerin ilgili sektörlerde yer alan diğer emsal şirket uygulamalarını, rekabet avantajı elde etmek amacıyla kopyalaması olarak tanımlanmaktadır (Hisrich ve diğer., 2010:82-83, 2017:74-75). Taklit stratejisi teorisi şirketlerin yönetim uygulamalarının sonuçlarının belirsiz olduğu durumlarda, şirketlerin kendilerine diğer emsal şirketleri model olarak almasına dayandırılmaktadır (DiMaggio ve Powell, 1983:151).

H. Zhao ve diğer. (2023) tarafından yapılan ortak çalışmada, taklit stratejisi teorisine göre aynı bölge ya da sektörde yer alan şirketlerin çevresel sorumluluk konusunda başarılı bir performans gösterip finansal performanslarını veya toplumsal itibarlarını arttırması halinde, emsal şirketlerin de aynı sonuçları elde etmek için benzer davranışlarda bulunacakları tespit edilmiştir (H. Zhao ve diğer., 2023:6). Başarılı performans gösteren şirketlerin çevresel sorumluluklarını azaltmaları durumunda, diğer emsal şirketler de çevrede dostu olsalar dahi, çevresel faaliyetlerini azaltarak bu şirketlerle aynı sorumluluk düzeyine gelme eğiliminde olabilmektedirler (A.g.k., 6). Bazı şirketler aynı piyasa/pazar ortamında ve daha iyi şartlarda bilgi iletişimine sahip olan emsal şirketleri hedef şirket olarak seçme eğilimi içerisindedir. Bu durum şirketlerin özellikle aynı bölgeye, aynı sektöre ait olan ya da aynı ürünlere sahip diğer şirketlerin faaliyetlerine karşı daha duyarlı yaklaşan "emsal etkisine" dayandırılmaktadır (A.g.k., 7). Şirketler emsallerinin performanslarına bağlı olarak aynı faaliyetleri taklit edebilmekte ya da bu faaliyetlerden kaçınabilmektedir. Rakip şirketlerin performanslarının olumlu olması durumunda şirketlerin bu stratejileri taklit etme olasılıkları daha yüksek olmakta, rakip şirketlerin kötü performansları ise taklit etme etkisini zayıflatabilmektedir (A.g.k., 9).

Lieberman ve Asaba (2006) şirketlerin birbirlerini neden taklit ettiklerine ilişkin iki geniş teori önermektedir. Bu teorilerin; 1) Şirketlerin üstün bilgiye sahip olduğu düşünülen şirketleri takip ettiğinin öne sürüldüğü "bilgi temelli teori" (Lieberman ve Asaba, 2006:368) ve 2) Şirketlerin rekabetçi dengeleri korumak ya da rekabeti azaltmak amacıyla rakiplerini taklit ettiğinin öne sürüldüğü "rekabet ve risk temelli teori" (A.g.k., 374) olduğu görülmektedir.

Haunschild ve Miner'in (1997) çalışmasına göre, şirketleri taklit stratejisine yönlendiren üç farklı model bulunmaktadır. Bu modeller; 1) Başarılı bir şirket uygulamasını daha önce benimseyen şirketlerin sayısının ölçüldüğü "frekansa dayalı" taklit modeli, 2) Şirketlerin sadece başarılı şirketler tarafından kullanılan başarılı uygulamalarının taklit sayısının ölçüldüğü "özellik taklidi" modeli ve 3) Sadece başarılı şirketler tarafından kullanılan başarılı uygulamaların taklit sayısının ölçüldüğü "sonuç taklidi" modeli olarak sıralanmaktadır (Haunschild ve Miner, 1997:493).

Husted, Jamali ve Saffar'a (2016) göre, KSS uygulamalarının çeşitli ve erişilebilir olması nedeniyle şirket yöneticilerinin bu uygulamaları taklit etmeleri kolaylaşmaktadır. Ayrıca, bir şirketin KS uygulamalarının emsal olarak seçilen diğer şirketler tarafından benimsenmesi, söz konusu şirket açısından bu uygulamaların uygun olup olmadığı konusundaki belirsizliği de azaltmaktadır (Husted ve diğer., 2016:2053)

1.7. Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı (KSP) ve Performansın Ölçümü

Literatürdeki çalışmalarda sürdürülebilirlik performansı kavramının; finansal olmayan performans, şirket performansı, şirket faaliyet performansı, kurumsal performans, kurumsal sosyal performans, kurumsal sürdürülebilirlik performansı, çevresel performans, çevresel-sosyal-kurumsal performans, çevresel-sosyal-yönetişim performansı gibi terimler kullanılarak ele alındığı görülmektedir (örnek: Carroll, 2008; Kitzmueller ve Shimshack, 2012; Malik, 2015; Escrig-Olmedo ve diğer., 2019; De Villiers ve diğer., 2022).

Bu tez çalışmasının "1.4. Çevresel, Sosyal, Yönetişim (ÇSY) Açıklamalarının Gelişimi ve ÇSY'nin KSS'den Farkı" başlığı altında da ele alındığı gibi KSS,

şirketlerin sürdürülebilir ve sosyal bilinçle hareket edilen uygulamalarını kapsayan bir iş modeli olarak karşımıza çıkmaktadır. ÇSY ise; bir şirketin yatırıma elverişli olup olmadığının belirlenebilmesi amacıyla finansal piyasa katılımcıları tarafından kullanılan bir dizi niceliksel kriter olma özelliği taşımaktadır. Bir şirketin sosyal ve çevresel sorumluluk uygulamalarının güçlü olması, şirketin daha yüksek ÇSY skoruna sahip olmasını sağlayacak, dolayısıyla yatırım kararlarında skorlamaya önem veren sorumlu yatırımcılar açısından şirket daha cazip hale gelmiş olacaktır. Günümüzde şirketlerin sürdürülebilirlik faaliyetlerinin değerlemesinde Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi, FTSE4good Endeksi, FTSE/JSE Sorumlu Yatırım Endeksi, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi, MSCI Dünya Endeksi (Gelişmiş Piyasalar), MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi gibi sürdürülebilirlik endeksleri ile sürdürülebilirlik, temiz enerji, temiz tarım gibi tematik fonlarda ÇSY boyutlarının dikkate alındığı görülmektedir.

Bu nedenlerle tez çalışmasında, literatürdeki çalışmalarda kullanılan terimlerden kurumsal sürdürülebilirlik açıklamaları/raporları ve ÇSY boyutlarıyla ölçülen Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı (KSP) teriminin kullanılması tercih edilmektedir. KSP terimi kullanılarak bir şirketin sürdürülebilirlik çabalarının ÇSY boyutları etrafında nasıl değerlendirildiğinin görülmesi ve böylelikle sürdürülebilirlik performansının kapsamlı bir şekilde anlaşılmasının sağlanması amaçlanmaktadır.

KSP; şirketlerin sosyal sorumluluk ilkeleri, sosyal duyarlılık süreçleri, toplumsal ilişkileriyle ilgili politikaları, programları ve gözlemlenebilir sonuçları (Wood, 1991:693) ile kurumsal yönetişim performanslarının (Preston ve Windsor, 1988:45) yapılandırılması olarak tanımlanabilir.

KSP şirketlere,

a) Şeffaflığın artması,

b) Finansal kaynaklara daha iyi koşullarda erişim imkânı,

c) Çevreye verilen zararların en aza indirilmesi,

ç) Kurumsal yönetişim ilkelerine uyumun sağlanması,

d) Yönetimde cinsiyet eşitliğinin gözetilmesi,

e) Yönetimin etkinliğinin arttırılması,

f) Bilgi asimetrisininin azaltılması,

g) Çalışma standartlarının iyileştirilmesi,

h) Ürün ve hizmet gelişimine teşvik etmesi,

ı) Kurumsal sürdürülebilirliğe katkı sağlanması,

i) Daha geniş bir kullanıcı kitlesine sahip olunması (hükümetler, yatırımcılar, müşteriler, destekçiler, çalışanlar ve kredi verenler),

j) Kurumsal itibarın ve marka değerinin arttırılması,

k) Risk yönetimininin sağlaması ve

l) Yatırımcı haklarının koruması konusunda çeşitli potansiyel faydalar sağlayabilmektedir (Raimo, Caragnano, Zito, Vitolla ve Mariani, 2021:1418; Lavin ve Montecinos-Pearce, 2022:1-2; Huang, Bai, Shang ve Ahmad, 2023:83961).

KSP, bir şirketin kurumsal performansı ile değeri üzerindeki olumlu ya da olumsuz etkilerini içermekte olup, hem finansal olmayan bir faktör hem de bir şirketin sürdürülebilirlik kapasitesinin ölçülmesi amacıyla kullanıldığı bir araç niteliğini taşımaktadır (Whitelock, 2015:391). Ayrıca, KSS kavramının türevi olan KSP; bir şirketin potansiyel değerini, yönetim kalitesini ve kurumsal güvenilirliğini kapsamlı bir şekilde yansıtması nedeniyle günümüzde paydaşlar açısından önemli bir gösterge haline gelmiştir (Whitelock, 2015:7; Huber ve Comstock, 2017:1).

Performans Ölçümü

Neely, Mike ve Platts (1995) tarafından yapılan çalışmada, performans ölçümü; ölçüm eyleminin sayısallaştırılma süreci olarak tanımlanmakta ve bu eylemin performansa yol açtığı vurgulanmaktadır (Neely ve diğer., 1995:80). Bir şirketin üstlendiği eylemlerin verimliliği ile etkinliği gösteren performansın seviyesini belirlemekte ve bu nedenle performans ölçümü; eylemin verimliliğini ve etkinliğini ölçme süreci, performans ölçüsü ise bir eylemin verimliliği ya da etkinliğini ölçmek için kullanılan bir metrik olarak da tanımlanabilmektedir (A.g.k., 80). Performans ölçüm sisteminin; 1) Bireysel performans ölçümleri, 2) Performans ölçümleri seti (bir bütün olarak performans ölçüm sistemi) ve 3) Performans ölçüm sistemi ile faaliyet gösterilen alan arasındaki ilişki olmak üzere üç çerçevede yapılandırıldığı görülmektedir (A.g.k., 81). Performans ölçümünde, her bir ölçü düzeyinde hangi performans ölçümlerinin kullanıldığı, ne için kullanıldıkları, maliyetleri ve hangi faydaları sağladıkları gibi sorular sorularak analiz yapılabilmektedir (A.g.k., 81).

Literatürdeki çalışmalarda şirketlerin KSP'sinin ölçümünde yaygın olarak "ÇSY Skorları"nın kabul edildiği ve kullanıldığı görülmektedir. Bu çalışmalarda kullanılan ÇSY skorları; verilerini farklı pazarlardan toplayarak derecelendirilmelerini sağlayan bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından sağlanmaktadır.

F. Li ve Polychronopoulos'un (2020) çalışmasına göre, çalışmalarda kullanılan bilgilerin sağlandığı en yaygın ve en tanınan bağımsız derecelendirme kuruluşları arasında;

- Halka açık verileri toplayıp bir araya getiren temel bağımsız derecelendirme kuruluşları: Refinitiv (eski adları Thomson Reuters, Asset4) ve Bloomberg,

- ÇSY Pazar segmentlerini kapsayan nesnel ve öznel verilerin kombinasyonunu kullanan kapsamlı bağımsız derecelendirme kuruluşları: MSCI, Sustainalytics, Vigeo Eiris, ISS, TruValue Labs ve RepRisk,

-Çevresel, karbon skoru, kurumsal yönetişim, insan hakları ve cinsiyet eşitliği konularında uzmanlaşan bağımsız derecelendirme kuruluşları: TruCost (S&P Global'e

ait), kâr amacı gütmeyen Carbon Disclosure Project (CDP) ve Equileap (toplumsal cinsiyet eşitliği verileri için) örnek olarak gösterilmektedir (F. Li ve Polychronopoulos, 2020:4-5).

Bu tez çalışmasında; literatürdeki çalışmalarda araştırmacılar ve uygulayıcılar tarafından sıklıkla kullanılması ve güvenilir bir KSP veritabanı olması (De Villiers ve diğer., 2022:4523) nedeniyle Refinitiv verileri kullanılmış ve Refinitiv performans göstergelerine ilişkin ayrıntılı bilgi aşağıda verilmiştir.

1.8. Refinitiv Performans Göstergeleri

Refinitiv, literatürdeki çalışmalarda genellikle eski adı olan Asset4 adıyla karşımıza çıkmaktadır. İsviçre'de kurulan Asset4, 2003 yılından bu güne ÇSY verilerine ilişkin uluslararası bir kullanım alanı sunmaktadır. Asset4 zaman zaman şirketin el değiştirmesi sonucunda isim değişiklikleri (Thomson Reuters, Refinitiv, LSEG gibi) ve derecelendirme sürecinde önemli değişiklikler yaşamış olsa da araştırmacılar, çalışmalarında sürekli olarak Asset4 olarak bahsetmeyi tercih etmektedir (De Villiers ve diğerleri, 2022:4526). Asset4 2009 yılında Thomson Reuters tarafından satın alınarak, büyük dünya endekslerini kapsamına almış ve gelişmekte olan piyasalara daha fazla önem verdiğini duyurmuştur (Ribando ve Bonne, 2010:1-2). Bu satın almadan sonra kapsamı giderek genişleyen Asset4 2018'de "Refinitiv" ile birleşmiş ve 76 ülkede 15.000'den fazla küresel şirket ÇSY veri kapsamına dâhil edilmiştir (Refinitiv, Overview). Asset4'ün Thomson Reuters tarafından satın alınıp Refinitiv ile birleştirilmesi sonucunda "Asset4" olan adı "Refinitiv" olarak markalaşmaya başlamıştır.

Refinitiv; 01.02.2021 tarihi itibarıyla, genel merkezi Birleşik Krallık'ta bulunan London Stock Exchange Group'un (LSEG) bir parçası ve dünyanın en büyük finansal piyasa verileri ile altyapı sağlayıcılarından birisi halini almıştır. Müşterilerinin kritik yatırımları ile ticaret ve risk kararlarını güvenli bir biçimde yürütebilmelerini sağlamak amacıyla, bilgi, içgörü ve teknoloji sunmaktadır. 40.000'den fazla müşterisi ve 190 ülkede 400.000 son kullanıcısı olan Refinitiv'in 6.25 milyar USD (Amerikan doları) tutarında bir geliri bulunmaktadır. Vizyonu küresel piyasalarda daha fazla açıklık,

bağlantı ve verimlilik yaratmak olup, temel ilkeleri ve açık model yaklaşımıyla müşterilere daha fazla seçenek sunmaktadır. Refinitiv, artık markalaşma yoluna LSEG adıyla devam etmektedir (London Stock Exchange Group [LSEG], About Us; LSEG, Data & Analitics; LSEG, The History of LSEG; LSEG, Media Centre; Refinitiv, About Us). Ancak literatürde yer alan çalışmalarla bütünlük sağlanması amacıyla tez çalışmasında "Refinitiv" adının kullanılması tercih edilmektedir.

Refinitiv performans göstergeleri; bir şirketin göreceli KSP'sini, taahhüdünü ve etkinliğini 10 ana temada (emisyonlar, çevresel ürün yeniliği, insan hakları, hissedarlar vb) şeffaf ve objektif bir biçimde ölçmek amacıyla kullanılan denetlenebilir verilere dayalı skorlardan oluşturulmuştur. Skorlamada şirket bazında 630'dan fazla ÇSY ölçütü üzerinden hesaplama yapılmakta ve bu ölçütlerin 186'sında karşılaştırılabilir ölçüt kullanılmaktadır. Ölçütler, her sektör grubunda farklılık gösteren karşılaştırılabilirlik, etki, veri kullanılabilirliği ve sektörle alâka düzeyindeki hususlara dayanmaktadır. Ölçütler 3 sütun altında, 10 kategoride toplanmaktadır. Bu sütun ve kategorilerin; 1-Çevresel sütun (kaynak kullanımı, emisyonlar ve yenilik kategorileri), 2- Sosyal sütun (iş gücü, insan hakları, toplum ve ürün sorumluluğu kategorileri) ve 3-Yönetişim sütunu (yönetim, pay sahibi ve KSS stratejisi kategorileri) olduğu görülmektedir. Kategori skorları, a) Mevcut şirketten daha kötü kaç şirket var? b) Aynı değere sahip kaç şirket var? c) Kaç şirketin değeri var? sorularının cevapları göz önünde bulundurularak hesaplanmaktadır. Çevresel ve sosyal kategori skorları hesaplanırken "Refinitiv İş Sınıflandırması" sektör grubu, aynı sektörlerdeki şirketler için daha alakalı ve önemli olması nedeniyle, kıyaslama noktası olarak kullanılır. Yönetişim kategorilerini hesaplamak için, en iyi yönetişim uygulamalarının ülkeler içinde daha tutarlı olması nedeniyle, şirketin bulunduğu ülke karşılaştırma ölçütü olarak kullanılmaktadır. Daha da önemlisi, ÇSY kurumsal açıklamaları geliştirilip yenilendiğinde, büyüklük değerleri de otomatik ve dinamik olarak yenilenmektedir (Refinitiv, Scoring Methodology).

Performans göstergelerinde kullanılan skorlama aralıkları;

- 0-25: İlk çeyrek (zayıf göreceli performansı ve maddi ÇSY verilerinin kamuya açık olarak raporlanmasında yetersiz şeffaflık derecesini gösterir),

- >25 ilâ 50: İkinci çeyrek (tatmin edici göreceli performansı ve maddi ÇSY verilerinin kamuya açık olarak raporlanmasında orta derecede şeffaflığı gösterir),

- >50 ilâ 75: Üçüncü çeyrek (iyi bir göreceli performansa ve maddi ÇSY verilerinin kamuya açık olarak raporlanmasında ortalamanın üzerinde şeffaflık derecesine işaret eder),

- >75 ilâ 100: Dördüncü çeyrek (mükemmel göreceli performansı ve maddi ÇSY verilerinin kamuya açık bir şekilde raporlanmasında yüksek derecede şeffaflığı gösterir) olarak belirlenmiştir (Refinitiv, ESG Company Scores).

2. FİNANSAL BİLGİ VE FİNANSAL OLMAYAN BİLGİLER: BİLGİLERİN RAPORLANMASI

Bu bölümde, öncelikle finansal bilgiler ile finansal olmayan bilgilerin önemi üzerinde durulmakta ardından "Finansal Bilgi" ve "Finansal Olmayan Bilgi" kavramları ele alınmaktadır. Yine bu bölümde finansal bilgilerin ve finansal olmayan bilgilerin raporlamalarına değinilmekte ayrıca raporlamaların gelişimi ve çerçeveleri üzerinde durulmaktadır.

2.1. Finansal Bilgiler ile Finansal Olmayan Bilgilerin Önemi

Dünyada sürdürülebilirlik, sürdürülebilir kalkınma, KSS ve ÇSY uygulamalarının ortaya çıkması ile birlikte, şirket kârlılığının yanı sıra şirket faaliyetlerinin tüm paydaşlar üzerindeki etkilerinin ölçümü de önem kazanmıştır.

Pek çok ülkede sermaye piyasalarını düzenleyen kanunlar çerçevesinde yapılan ve sadece finansal bilgilerin açıklandığı geleneksel finansal raporlama sistemi, kamunun şeffaf ve güvenilir biçimde aydınlatılması konusunda günümüzde yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle şirketler kurumsal sosyal sorumlulukları gereğince, raporlamalarında zorunlu olarak açıklanması gereken finansal bilgilerin yanı sıra gönüllü olarak tercih ettikleri bazı rehber çerçeveler aracılığı ile diğer finansal ve finansal olmayan bilgilerini de açıklayarak kamuyu aydınlatmayı tercih etmektedirler. Şirketlerin amaçları doğrultusunda hedeflerine ulaşıp ulaşmadıklarının kamuoyu tarafından anlaşılabilmesi, şirket faaliyetlerinin finansal ve finansal olmayan bilgilerini birlikte açıklaması ile mümkün olacaktır.

Bhimani ve Langfield-Smith (2007) ile Theriou (2015) tarafından yapılan iki ayrı çalışmada, stratejik muhasebe/yönetim muhasebesi konusunda literatürde yer alan çalışmalarda araştırmacıların stratejik faaliyetlerin yapısı ve biçimselliğine odaklandığı vurgulanmaktadır. Bu iki çalışmada da; strateji geliştirme ve strateji uygulama gibi iki stratejik sürecin desteklenmesi amacıyla finansal bilgiler ile finansal

olmayan bilgilerin dengelenmesi gerektiği savunulmaktadır (Bhimani ve Langfield-Smith, 2007:3; Theriou, 2015:3).

Haftacı ve Soylu'nun (2008) çalışmasına göre, muhasebenin temel kavramlarından biri olan "sosyal sorumluluk kavramı" gereğince, şirket faaliyetlerinin çevreye olan etkisi, finansal belgelere dayanan parasal ifadelerle mali tablolarda yer almalıdır. Yine bu temel kavramlardan biri olan "tam açıklama kavramı" gereğince, parasal olarak ifade edilemeyen bilgilerin de muhasebeye yansıtılması gerekmektedir (Haftacı ve Soylu, 2008:107).

Amir ve Lev (1996:3) tarafından yapılan çalışmada, finansal bilgilerin (kazançlar, defter değerleri ve nakit akışları) cep telefonu şirketleri için menkul kıymet değerlemesinde büyük ölçüde önemsiz olduğunu, nüfus büyüklüğü (büyümenin bir göstergesi) ve pazar nüfuzu (bir performans ölçütü) gibi finansal olmayan göstergelerin ise değerle oldukça ilgili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Finansal bilgi ve finansal olmayan bilgi kavramlarının tanımları literatürdeki çalışmalardan da yararlanılarak aşağıda özetlenmektedir.

2.2. Finansal Bilgi Kavramı

Finansal bilgi; Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu (2004) tarafından yapılan çalışmada, şirketlerin kullandıkları muhasebe ve finansal raporlama sistemleri tarafından üretilen, gerek şirketin finansal durumunun, gerek şirket faaliyetlerinin, gerekse bu faaliyetlerin ortaya çıkardığı para ile ifade edilebilen sonuçlarının, bağımsız denetimden geçirilerek, şirketin finansal tabloları ve raporlarında özel durum açıklamaları biçiminde ilgili kişilere sunulan bilgi olarak tanımlanmaktadır (Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu, 2004:4). Finansal bu bilgiler, şirket yönetiminin yanı sıra şirketle ilgilenen kişilere de bilgi sağlamaktadır. Bu bilgiler göz önünde bulundurularak şirket yönetimi yatırımlarını yönlendirebilmekte, şirketle ilgilenen kişiler ise bu bilgilerden faydalanarak şirketle ilgili olumlu ya da olumsuz bir görüşe sahip olabilmektedir. Gerçekçi bir biçimde yansıtılan finansal bilgiler ve bu bilgilere dayanılarak zamanında verilecek kararlar ekonomik gelişmeye katkı sunarken,

gerçekçi olmayan finansal bilgilere dayanılarak alınacak kararlar ekonomik kaynak israfına yol açmaktadır (A.g.k., 4).

Finansal bilgi çevresel boyuttan ele alındığında; çevresel faaliyetler için kullanılan miktarın tutarı, çevresel uygulamalar için kanuni yükümlülüklerin yerine getirilmesi aşamasındaki maliyetler ve ileride gerçekleştirilmesi düşünülen çevresel harcamalar için tahmin edilen maliyetlerin toplamından oluşmaktadır (Gray, 1994:24).

Yönetişim boyutundan bakıldığında ise finansal bilgi, şirketlerin verimli yönetişimini destekleyen kontrol mekanizmalarının dışında bildirilen ve muhasebe sisteminde kullanılan mali bilgilerden oluşmaktadır (Bushman ve Smith, 2001:238).

Bu bağlamda, sosyal boyuttan baktığımızda finansal bilgi; şirketin, şirket çalışanları, müşteriler ve toplum açısından güvenilir bir görünüme kavuşmasını sağlamak amacıyla, kanuni yükümlülükler dışında gerçekleştirecekleri ekonomik sorumlulukların yerine getirilmesinde para ile ifade edilebilen bilgilerinin, muhasebe sisteminde kullanılması olarak tanımlanabilecektir.

Son yıllarda, şirket faaliyetlerinin ve şirket kârlılığının değerlendirilmesinde kullanılan finansal bilgilerin tek başına yeterli olmayacağı görüşü hâkim olmuş ve bu değerleme sürecinde, şirket ve paydaşlar açısından finansal olmayan bilgilerin de ele alınması gerekliliği ortaya çıkmıştır (Akarçay, 2014:2).

2.3. Finansal Olmayan Bilgi Kavramı

Finansal olmayan bilgi konusunda son yıllarda artan bir ilgi söz konusu olsa da, bu kavramın açıklamasına ilişkin genel kabul görmüş bir tanımı bulunmamaktadır (Haller, Link ve Groß, 2017:407; Tarquinio ve Posadas, 2020:727). Finansal olmayan bilginin literatürde genel bir tanımlaması olmasa da Avrupa Komisyonu tarafından, çevresel, sosyal ve yönetişim boyutlarıyla ilgili açıklamaları kapsayabilmesi amacıyla "finansal olmayan açıklama" biçiminde kullanıldığı görülmektedir (The EU in The World, 2014).

Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde, kurumsal sosyal sorumluluk (KSS), çevresel, sosyal ve yönetişim (ÇSY) ile finansal olmayan bilgi terimlerinin birbirlerinin yerine kullanıldığı gözlemlenmektedir (örnek: Tarquinio ve Posadas, 2020; Gillan ve diğer., 2021; Grassman, 2021). Literatürdeki birçok çalışmada, finansal olmayan bilgi kavramının farklı biçimlerde tanımlandığı görülmektedir.

Bu çalışmalardan atıf sayısına dayalı birkaç örneğe bakıldığında, finansal olmayan bilginin; şirketin çevre politikası ve emisyon açıklamaları gibi konular dâhil olmak üzere, çevresel konulardaki kurumsal faaliyetlerinin açıklandığı bilgiler (Gray, 1994:24), şirketin sosyal politikaları (işçi sağlığı ve iş güvenliği, cinsiyet eşitliği eğitim gibi) ile şirket faaliyetlerinin çevresel etkilerinin (kaynak ve enerji kullanımı, sera gazı emisyonları, kirlilik, biyolojik çeşitlilik, atıkların bertarafı, iklim değişikliği gibi) paydaşlara karşı hesap verilebilirliğin ve şeffaflığın sağlanması amacıyla açıklanan bilgiler (Manes-Rossi, Tiron-Tudor, Nicolò ve Zanellato, 2018:3) olarak tanımlandığı görülmektedir.

Önemi ve Amacı

Şirketler tarafından açıklanan finansal veriler, şirket ortakları ve yatırımcılar açısından büyük bir öneme sahiptir. Ancak bu finansal veriler, şirketlerin güncel ve gelecekte ortaya çıkabilecek tüm durumlarına ilişkin olarak, kullanıcılara bilgi sunmada tek başına yeterli olmamaktadır. Şirketler, kurumsal yönetimin unsurlarından biri olan şeffaflık ilkesi gereğince; finansal bilgileri ile birlikte finansal olmayan tüm bilgilerini, bildirilmesi gereken zamanda, doğru ve eksiksiz bir biçimde kamuoyuna açıklaması gerekmektedir. Pamukçu'nun (2011) çalışmasına göre, bu şeffaflık uluslararası standartlardaki kurumsal raporlama ve bağımsız dış denetimle mümkün olabilecektir (Pamukçu, 2011:133). Şirketler tarafından açıklanan finansal bilgilerin, her ne kadar doğru ve eksiksiz olması gerekse de bu verileri hazırlayan kişiler tarafından bilerek ve isteyerek yapılacak hileler ile bilmeden ve bir kasıt olmadan yapabilecekleri hatalar nedeniyle her zaman güvenilir olmayabileceği belirtilmektedir (A.g.k., 138).

Kullanıcıların bakış açıları ve karar alma gereksinimleri açısından, bilginin ne için kullanılacağı farklılık gösterebilmektedir. Bu nedenle, finansal tablo kullanıcıları,

finansal tabloların bir şirketin gelecekte oluşması mümkün değeri hakkında yeterli fikir vermediğini düşünmeleri durumunda, finansal olmayan bilgilere başvurabilmektedir (J. C. Wang, 2008; Ardvidsson, 2011; Permatasari ve Narsa, 2022).

Finansal olmayan bilginin önemi ve amacı her ne kadar bu çalışmalarla ortaya konulmuş olsa da, bağımsız denetimlerde ortaya çıkabilecek bazı durumlarda da finansal olmayan bilgiye ihtiyaç duyulabilmektedir. Cohen, Krishnamoorthy ve Wright (2008) tarafından yapılan çalışmada verilen örnekte de görüleceği üzere; yapılacak bir denetim sırasında, şirket finansal bilgileri nispeten düşük bir risk sunarken, finansal olmayan bilgilerin farklı bir sonuca ulaştırması durumunda, finansal bilgilere olan aşırı güvenmeye yönelik doğal eğilime direnmektense, rapor edilen finansal performans ile finansal olmayan bilgiler arasındaki tutarlılık mutlaka değerlendirilmelidir (Cohen ve diğer., 2008:167). Finansal bilgilere çok fazla odaklanılması, finansal tablolarda önemli bir yanlışlığın gözden kaçırılması riskini ortaya çıkaracaktır. Finansal ve finansal olmayan bilgilerin birbirine bağlı olması nedeniyle, finansal bilgiler finansal olmayan bilgilerle bütünleştirilmelidir (A.g.k., 168).

Finansal sistemin sadece sağlam ve istikrarlı değil aynı zamanda sürdürülebilir olması gerekmekte ve bu konuda artan bir küresel fikir birliği bulunmaktadır (M. M. Miralles-Quirós ve diğer., 2019:1454). Dünyada yaşanılan çevresel sorunlar, şirketlerin sadece kâr odaklı yaklaşımları ile finansal skandallar (örneğin Volkswagen'in emisyon skandalı, Coca Cola'nın çocuk işçi çalıştırması gibi) son yıllarda kamuoyu tarafından tepki ile karşılanmaktadır. Kamuoyu tarafından gösterilen bu tepki, Yükçü ve Kaplanoğlu'nun (2016) çalışmasına göre, şirketlerin finansal bakış açılarının yanı sıra, sürdürülebilir kalkınmaya katkı sunacak uzun vadeli, çevresel ve sosyal boyutların da kapsayacağı raporların hazırlamasını gerekli kılmaktadır (Yükçü ve Kaplanoğlu, 2016: 63). Şirketlerin finansal ve finansal olmayan bilgilerini kapsayan bu raporlar, genel olarak sürdürülebilirlik raporları olarak adlandırılmaktadır (A.g.k., 63).

2.4. Finansal Bilgilerin ve Finansal Olmayan Bilgilerin Raporlanması

Bu bölümde finansal bilgiler ile finansal olmayan bilgilerin raporlanmasına ilişkin açıklamalar alt başlıklar halinde aşağıda yer almaktadır.

2.4.1. Finansal bilgilerin raporlanması

Şirketlerin, mevcut yatırımcıları elde tutmak, potansiyel yatırımcıları çekmek ve diğer bilgi kullanıcılarının taleplerini karşılamak amacıyla, yatırım kararları açısından önemli bilgileri açıklaması gerekmektedir. Kamuoyuna yapılacak bu açıklama, kurumsal yönetimin temel ilkelerinden biri olan "kamuyu aydınlatma ve şeffaflık" ilkesi gereği finansal ve finansal olmayan bilgilerden oluşmaktadır (G20/OECD, 2015). Bushman ve Smith (2001:238), finansal bilgiyi; şirketlerin muhasebe ve dış raporlama sistemleri tarafından oluşturulan ve bağımsız denetime tabi tutularak kamuya açıklanan finansal durum ve performansa ilişkin niceliksel veriler olarak tanımlamıştır. Finansal nitelikteki olay veya işlemlere ait muhasebe verilerinin işlenmesi sonucunda elde edilen finansal bilgilerden; özellikle yatırımcılar, kredi verenler, kamu, düzenleyici kuruluşlar ve diğer ilgililer yararlanmaktadır (Sevilengül, 2020:4, 2020:13).

Finansal durum ve performansa ilişkin bilgilerin kullanıcılar tarafından yorumlanabilmesi ve alınacak kararlara ışık tutabilmesi için raporlanması gerekmektedir. Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) finansal raporlamanın amacını Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve'de;

> *"mevcut ve potansiyel yatırımcılar, borç verenler ve kredi veren diğer taraflara, raporlayan işletme hakkında o işletmeye kaynak sağlamaya ilişkin kararlar verirken faydalı olacak finansal bilgiyi sağlamaktır"*

biçiminde tanımlamaktadır (IASB, 2015). Kamuya açıklanan finansal bilgiler belirli şekil ve standartlara göre oluşturulmaktadır. Finansal bilgilerin raporlanmasında, uluslararası geçerli tek bir standart oluşturulabilmesi amacıyla "Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB)" tarafından "Uluslararası Muhasebe

Standartları (UMS)" adı altında yayımlanan standartlar, 2001 yılından sonra "Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS)" adıyla yayımlanmaya başlamış ve 2024 yılı itibarıyla dünya genelinde 168 ülke tarafından kabul edilmiştir (Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu [KGK], 2024).

Ülkemizde ise 26.12.1992 tarihinde Maliye Bakanlığı tarafından yayımlanan ve 01.01.1994 tarihinden itibaren uygulanması zorunlu olan Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği (MSUGT), Türkiye'deki çoğu işletmeyi kapsayan ve finansal bilgilerin raporlanması alanındaki ilk standartlaşma girişimi olup, uzun süre işletmelerin ve paydaşlarının ihtiyaçlarını karşılamış, ancak uluslararası gelişmelere uyum sağlamada yetersiz kalmıştır (Akdoğan ve Tenker, 2007:25; Cavlak ve Ataman, 2023:226).

Sonrasında ülkemizde, Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu'nun (IFAC) standartlarını temel alarak 9 Şubat 1994'te faaliyetlerine başlayan Muhasebe ve Denetim Standartları Kurulu'nun (TMUDESK) kurulması bu alanda önemli bir gelişme olarak karşımıza çıkmaktadır (Akdoğan ve Tenker, 2007:27; Sevilengül, 2020:9). Bu süreci, 18 Aralık 1999 tarih ve 23910 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 4487 sayılı Kanun'un 27. maddesi gereğince 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na eklenilen "EK MADDE 1" ile kurulan idari ve mali özerkliği sahip Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nun (TMSK) TMUDESK'in görevlerini devralarak 2002'de faaliyete başlaması izlemiştir (Resmî Gazete [R.G.], 1999; Akdoğan ve Tenker, 2007:27). TMSK, Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB) ile imzalanan lisans ve telif anlaşması neticesinde Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nın (UMS) Türkçe çevirileri olan Türkiye Muhasebe Standartları (TMS) ve Türkiye Finansal Raporlama Standartları'nı (TFRS) 2005 yılından itibaren yayınlamaya başlamıştır (Kocamaz, 2012:117). TFRS'ler, UFRS'ye uyum sağlanması amacıyla 31 Aralık 2005 tarihinden sonra başlayan hesap dönemleri için 31 Mart 2006 tarih ve 26125 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmesiyle borsaya kote şirketlerce uygulanmaya başlanılmıştır (R.G., 2006). 14.02.2011 tarih ve 27846 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) yürürlüğe girmesiyle, TMS/TFRS'lere göre raporlama yapacak olan işletmelerin kapsamı genişletilmiştir (R.G., 2011a). 6102 sayılı TTK'da bağımsız denetime tabi

şirketleri belirleme yetkisi Bakanlar Kurulu'na verilmiştir. Daha sonra 02.11.2011 tarih ve 28103 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile TMSK, Kamu Gözetimi Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu'na (KGK) devredilmiştir (R.G., 2011b). 2014 yılında KGK tarafından yapılan düzenlemeyle, TFRS uygulama kapsamı bağımsız denetim kapsamından ayrılmış ve Kamu Yararını İlgilendiren Kuruluşlar (KAYİK) ile sınırlandırmıştır (Ataman ve Cavlak, 2017:154). Bu, belirli büyüklüğün altındaki işletmelerin daha karmaşık bir standart seti olan TFRS uygulamasının önüne geçmiş ve ilave maliyetlerden kaçınılmasını sağlamıştır (KGK, 2017b). Bağımsız denetime tabi olan ancak TFRS uygulamayan işletmeler için kalıcı çözüm bulmak amacıyla KGK, 29.07.2017'de Büyük ve Orta Boy İşletmeler için Finansal Raporlama Standardı'nı (BOBİ FRS) yayımlamış ve 1 Ocak 2018 tarihi ve sonrasında başlayan yıllık hesap dönemlerinde uygulanmasını zorunlu hale getirmiştir (KGK, 2017a). 30 Mart 2021 tarih ve 31439 (Mükerrer) sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan BOBİ FRS 2021 Sürümü hakkında Kurul Kararı'nda (Karar No: 75935942-050.01.04-[1755]) büyük işletmelerin belirlenmesinde esas alınan ölçütlerde değişikliğe gidilmiş ve aktif toplamı 200 milyon TL ve üstü; yıllık net satış hasılatı 400 milyon TL ve üstü; çalışan sayısı 250 ve üstü olarak belirlenmiştir (R.G., 2021). Son olarak ülkemizde, ticari kâra ulaşma amacından ziyade vergi matrahına ulaşma temelli Muhasebe Sistemi Genel Uygulama Tebliği (MSUGT) gerçeğe uygun sunum ve karşılaştırılabilirlik açısından sorunlara neden olmuştur (Öztürk, Gökçen ve Güleç, 2019:414). Bu nedenle bağımsız denetime tabi olmayan ve ihtiyari olarak TFRS veya BOBİ FRS uygulamayan şirketler için 16 Ocak 2023 tarihinde Küçük ve Mikro İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı (KÜMİ FRS) yürürlüğe girmiş böylelikle gerçeğe ve ihtiyaca uygun sunum sağlayan, karşılaştırılabilir finansal raporlama düzenlemeleri son halini almıştır. Burada önemli olan husus KÜMİ FRS'nin, 30 Kasım 2022 tarih ve 32029 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 29.11.2022 tarih ve 6434 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile yürürlüğe konulan "Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Belirlenmesine Dair Karar" uyarınca "KÜMİ FRS'yi uygulayacak gerçek ve tüzel kişi tacirler" başlığı altındaki 4. maddenin 1. fıkrasında yer alan (i) ve (ii) bentlerinde belirtilen işletmelerin finansal tablolarının hazırlanmasında uygulanması zorunlu hale getirilmiştir (R.G., 2022). Zorunlu olmayan işletmeler ise MSUGT'ni kullanmaya devam edebileceklerdir.

"TMS 1 Finansal Tabloların Sunuluşu" standardı tam bir finansal tablolar seti; finansal durum tablosu, kâr veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosu, özkaynak değişim tablosu, nakit akış tablosu, önemli muhasebe politikası bilgilerini ve diğer açıklayıcı bilgileri içeren dipnotlardan oluşmaktadır (TMS 1, Finansal Tabloların Sunuluşu). BOBİ FRS'de ise sunulması zorunlu finansal tablolar, BOBİ FRS Modül 1 Kavramsal Çerçeve ve Finansal Tablolar'da açıklandığı üzere diğer kapsamlı gelirin sunulması dışında Tam Set TMS/TFRS'ler ile uyumlu olduğu görülmektedir (KGK, Tarihsiz). KÜMİ FRS'nin 2.3. paragrafında ise finansal tabloların finansal durum tablosu, kâr veya zarar tablosu ve dipnotlardan oluştuğu belirtilmiştir (KGK, 2022).

2.4.2. Finansal olmayan bilgilerin raporlanması (sürdürülebilirlik raporlaması)

Kargın, Aracı ve Aktaş'a (2013) göre, menkul kıymet yatırımcıları, şirketlere borç veren mali kuruluşlar, müşteriler ve tedarikçiler, şirketlerle ilgili bilgileri de kullanarak, kendi kararlarına yön vermektedirler. Özellikle yatırımcılar, borç ve kredi veren mali kuruluşlar, şirketin mali durumuna ilişkin bilgilere odaklanmakta ve karar verme aşamalarında bu bilgileri dikkate almaktadır. Ancak bir şirketin sadece finansal bilgileri ile değerlenmesi yeterli olmadığından, finansal bilgilerin yanı sıra finansal olmayan bilgilerin de (ÇSY) raporlara dâhil edilmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır (Kargın ve diğer., 2013:28).

Şirketler, sadece hissedarlarına karşı değil, aynı zamanda diğer tüm paydaşlarına karşı da sorumludur. Bu nedenle şirketler; çevresel, sosyal ve yönetişim boyutlarıyla ilgili sürdürülebilirlik hedeflerine odaklanmalı ve bu hedefleri paydaşlara raporlamalıdır. Sürdürülebilirlik raporlaması, şirketin çevresel, sosyal ve yönetişim uygulamaları hakkında bilgi sağlayan ve şirketin sürdürülebilirlik stratejisi ve politikaları hakkında detaylı bir görünüm sunan araçlardır. Tüm paydaşlar, ilgili şirketten; şirketin stratejisi, şirket yönetiminin yaklaşımı ve şirketin hedefleri konusunda bilgi talep etmekte, şirketler ise bu bilgileri ilgili kişilere finansal olmayan bilgilerin raporlanması (başka bir ifade ile sürdürülebilirlik raporlaması) ile iletmektedir. Bu raporlama bir iletişim ve hesap verme aracı olarak görülse de aynı zamanda şirketlerin hem finansal hem de finansal olmayan performansları arasında bir

ilişki kurulmasını sağlamaktadır. Sürdürülebilirlik raporları[6] şirketlerin elle tutulamayan değerlerini ortaya koyarak, şirketlerin kurumsal itibarlarının ve toplumun markaya olan bağlılığının pekiştirilmesi ile aynı sektörde yer alan diğer şirketlerle kıyaslanabilmelerine olanak sağlamaktadır (BIST Şirketler İçin Sürdürülebilirlik Rehberi, 2014)

Birleşmiş Milletler Çevre Programı (UNEP- United Nations Environment Programme) 2016 raporuna göre, şirketleri sürdürülebilirlik raporu hazırlamaya yönelten dört ana faktör bulunmaktadır. Bu faktörler,

1) Küresel bağlamda çevresel ve sosyal zorluklar (sosyal açıdan; işçi hakları istismarı, modern kölelik, çocuk işçiliği vb.),

2) Paydaşların baskısı (borsaya kayıtlı şirketlerin sürdürülebilirlik bilgilerini açıklaması gittikçe artan bir biçimde borsalar tarafından zorunlu hale getirilmektedir),

3) Yatırımcılardan gelen taleplerin artması (yatırımcılar, yatırım kararlarını geliştirmek ve risklerini azaltmak amacıyla daha fazla finansal olmayan bilgi talebinde bulunmaktadır),

4) İş performansı (i- KSP'nin ölçülmesi, anlaşılması ve iletilmesiyle iş performansının iyileştirilmesi, ii- Risk ve fırsatların daha iyi anlaşılması, uzun vadeli yönetim stratejisi, politika ve iş planları ile değişimin yönetimi, iii- İtibar ve markaya bağlılığın artırılması, iv- Şeffaf ve hesap verebilir duruma gelerek şirketin paydaşları arasındaki görünümün iyileştirilmesiyle şirketin gerçek değerinin anlaşılmasının sağlanması) olarak sıralanmaktadır (United Nations Environment Programme [UNEP], 2016: 13-16).

UNEP tarafından 1998 yılında yayımlanan rapora göre (UNEP, 1998), şirketlerin KSS raporlarını hazırlayıp hazırlamamalarına etki eden faktörler Tablo 2.1'de yer almaktadır.

[6] Tez çalışmasında "finansal olmayan bilgilerin raporlaması" ile "sürdürülebilirlik raporlaması" ifadeleri birbirlerinin yerine kullanılmaktadır.

Tablo 2. 1. Şirketlerin Rapor Hazırlayıp Hazırlamamalarına Etki Eden Faktörler

Rapor Hazırlamalarına Etki Eden Faktörler
• Şirketin belirlemiş olduğu hedeflere yönelik ilerlemenin izlemesinde kolaylık sağlaması, • Çevresel strateji uygulamalarını kolaylaştırması, • Şirket genelinde çevresel sorunlar hakkında farkındalık yaratması, • Şirket tarafından verilmek istenilen mesajın gerek şirket içerisinde gerekse şirket dışında, net bir biçimde açıklanabilmesi, • Yaratılan şeffaflık ile şirket güvenilirliğini çok yönlü arttırması, • Maliyet tasarrufu, verimlilik artışı, iş geliştirme fırsatı gibi şirket itibarını artırıcı faydalar sağlaması, şirket çalışanlarının moral ve motivasyonunu arttırması,
Rapor Hazırlamamalarına Etki Eden Faktörler
• Şirkete sağlayacağı faydalar konusunda şüphe duymaları, • Rakip şirketlerin ne tür raporlama yaptıklarını bilmemeleri, • Satışlara yansıyıp yansımayacağını bilmemeleri, • Çevresel konuların bildirilmesinde birçok farklı yol bulunduğunu savunmaları, • Maliyetinin fazla olduğunu ileri sürmeleri, • Şirket faaliyetleri ile ilgili tüm tutarlı verilerin toplanması ve doğru göstergelerin seçilmesinin zor olması, • Açıklanacak bilgilerin şirket itibarına zarar verebileceği ve yasalar gereğince cezai işlemle karşı karşıya kalabilecekleri,

Kaynak : UNEP, 1998'den aktaran Kolk, 2005:38.

Finansal olmayan bilgiler; şirketin yaratacağı değer, şirketin önemliliği ile fırsat ve risklere karşı çok boyutlu bir bakış açısıyla yaklaşılarak değerlendirilmeli (Esmeray, 2022:28) ve bu değerlendirme sonucunda elde edilen finansal olmayan bilgilere sürdürülebilirlik raporlarında yer verilmelidir. Bu açıklamalar bağlamında; sürdürülebilirlik raporları, şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarını ortaya koyarak, ne kadar şeffaf ve güvenilir bir yapıda olduklarının tüm paydaşlara açıklanması ile geleneksel muhasebe sistemine kıyasla daha paydaş kapsayıcı bir bakış açısını yansıtmaktadır.

2.4.2.1. Sürdürülebilirlik raporlamasının gelişimi

Carroll ve Buchholtz (2012) tarafından yapılan çalışmaya göre, 19. yüzyıl başında yaşanılan sanayi devrimi, Avrupa'daki şirketlerin, kadın hakları ve çalışanların sosyal eşitsizlikleri konularında, sosyal sorumluluk kaygısı duymalarına

neden olmuştur. Duyulan bu kaygı hem finansal olmayan bilgilerin raporlamasının odak noktasını oluşturmuş, hem de sürdürülebilirlik raporlarının ilk örneklerinin ortaya çıkmasını sağlamıştır (Carroll ve Buchholtz, 2012'den aktaran Vukić, 2017:16). Ayrıca paydaşların, finansal raporlarda açıklanan bilgilere olan güveni, son yıllarda yaşanan muhasebe skandalları nedeniyle azalmıştır (Kolk, 2003:80). Bu nedenle finansal olmayan bilgiler de önemli bir boyut kazanmış ve şirketler sürdürülebilirlik raporlarını sunmaya başlamıştır.

Şeffaflık ve hesap verilebilirlik konusunda şirketler üzerinde artan hissedar baskısı, şirketleri hissedarların finansal olduğu kadar finansal olmayan bilgi ihtiyaçlarını da karşılamak amacıyla farklı raporlama yöntemleri kullanarak açıklamaya yöneltmektedir (Permatasari ve Narsa, 2022; Turzo, Marzi, Favino ve Terzani, 2022; Hamad, Lai, Shad, Khatib ve Ali, 2023). Bu bağlamda şirketler, hem mevcut hem de potansiyel yatırımcıların bilgi gereksinimlerini karşılayabilmek ve şirketle ilgili tam bir resim oluşturabilmek amacıyla ÇSY uygulamalarına ilişkin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetişim faaliyetlerini entegre raporlar ya da ayrı sürdürülebilirlik raporları aracılığıyla açıklamaktadırlar.

Avrupa Birliği tarafından yayımlanan finansal olmayan raporlamaya ilişkin kılavuz ilkelerinin "2 Amaç" başlığı altında ÇSY'nin yapısı açıkça vurgulanmaktadır Bu kılavuzda ÇSY ; "şirketlerin sürdürülebilir büyüme ve istihdamını teşvik edip paydaşlara şeffaflık sağlayacak biçimde yüksek kaliteli, ilgili, tutarlı ve finansal olmayan (çevresel, sosyal ve yönetişimle ilgili) karşılaştırılabilir bilgilerin açıklamasına yardımcı olmak" biçiminde tanımlanmaktadır (European Union, 2017:4).

Arvidsson ve Dumay'a (2022:1096) göre, ÇSY'de; çevre boyutu (Ç) bir şirketin çevresel girişimlerine, sosyal boyutu (S) bir şirketin toplum ve paydaşlarıyla ilişkilerine, yönetişim boyutu (Y) ise bir şirketin faaliyetlerini yönlendirmek, yapılandırmak ve yönetmek için standart ve çerçevelerin kullanımında hangi politikaları uyguladıklarına odaklanılmaktadır. Sürdürülebilirlik raporlarında ÇSY açıklamaları elli yılı aşkın süredir varlığını sürdürmekte (Arvidsson ve Dumay, 2022:1107) olup iş dünyasında ÇSY açıklamalarının yer aldığı raporlamalara olan ilgi

son yıllarda giderek artmakta ayrıca yatırımcılar ve şirketler bu konuya daha fazla önem vermektedirler (Rouen, Sachdeva ve Yoon, 2022:8). Kimbrough, Wang, Wei ve Zhang'a (2022:7) göre, raporların biçim ve içerikleri her ne kadar farklılık gösterse de, raporlar genellikle çevre, işyeri, ürün güvenliği ve toplum gibi boyutlar etrafında düzenlenen yönetişim yorumlarıyla birlikte bir dizi finansal olmayan ölçü birimlerinden oluşmakta ve raporların başarısı bu içeriklerin güvenilirliğine bağlı bulunmaktadır. Raporlamanın kalitesi bir şirketin ÇSY derecelendirmesini önemli ölçüde etkilemekte olup ÇSY derecelendirmelerini sağlayan bağımsız derecelendirme kuruluşları, bu raporların yeterince kapsamlı, dengeli ve niceliksel olup olmadığını göz önünde bulundurmaktadır (Society & Organizations, 2018:2). Arvidsson ve Dumay'a (2022) göre, iklim değişikliği, pandemi vb. risklerin azaltılması, şirketler tarafından yapılan sürdürülebilirlik raporlama sayısının arttırılması ya da kalitesinin iyileştirilmesiyle değil KSP'nin iyileştirilmesiyle mümkündür. Dolayısıyla bir şirketin yüksek KSP'sinin kurumsal değer ve kârlılık üzerindeki etkilerinin hisse senedi fiyatlarına tam anlamıyla yansıtılabileceğini göstermektedir (Arvidsson ve Dumay, 2022:1091). Başka bir ifadeyle daha yüksek KSP daha yüksek kârlılık, daha yüksek hisse senedi fiyatı, daha düşük risk ve satın alma işlemlerinde daha olumlu getirileri de beraberinde getirmektedir (Gerard, 2019:7).

Bu bağlamda kapsamlı, başarılı ve karşılaştırılabilir bir ÇSY raporlamasının KSP üzerinde yaratacağı etkiler, yatırımcıların yatırım kararlarının da etkilenmesine sebep olabilmektedir.

2.4.2.2. Sürdürülebilirlik raporlamasının çerçevesi

Literatürde sürdürülebilirlik raporlamasının yasal çerçevesinin ele alındığı çok sayıdaki çalışmada, raporlamanın genel yapısına ilişkin yol gösterici tek bir teorik çerçevenin olmadığı ve çeşitli çerçevelere yer verildiği görülmektedir. Bu çerçeveler, sürdürülebilirliğin farklı özelliklerine dayanılarak ortaya çıkarılan farklı sınıflandırmaları içermektedir. Başlıca çerçeveler gözden geçirildiğinde, aralarında uyum bulunduğu görülmektedir. Bu çerçevelerin tamamı, şirket faaliyetlerinin değerlendirilmesinde, finansal olmayan performans ölçütlerinin dâhil edilmesi için kavramsal bir çerçeve oluşturmaktadır. Kavramsal bu çerçeve; sürdürülebilir kalkınma

konusunda çalışmaları ile tanınan John Elkington'un (Elkington, 1997) literatüre kazandırdığı, dünyada en yaygın olarak kullanılan "Üçlü Alt Çizgi (Triple Bottom Line – TBL)"[7] yaklaşımına (ekonomik, sosyal ve çevresel yaklaşım) dayanmaktadır (Bose, 2020:17).

Dünya genelinde ön plana çıkan uluslararası sürdürülebilirlik raporlama çerçevelerine aşağıda yer verilmektedir.

GRI Standartları

Küresel Raporlama Girişimi (GRI-Global Reporting Initiative) tarafından hazırlanan GRI standartları, biyolojik çeşitlilikten vergiye, atıklardan emisyonlara, çeşitlilik ve eşitlikten sağlık ve güvenliğe kadar şirket hedeflerinin çeşitli öncelikli konularını kapsamakta ve dünyada en çok kullanılan raporlama standartlarını sağlamaktadır. Şirketlerin tüm faaliyetlerinin, çevre, ekonomi ve toplum üzerinde yaratacağı olumlu ya da olumsuz etkilerinin, tüm paydaşlara şeffaf şekilde açıklanmasını sağlayan, birbirine bağlı bir setten oluşmaktadır (GRI, Home). Ayrıca GRI standartları ile Avrupa Birliği Komisyonu tarafından henüz yeni kabul edilen Avrupa Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları'nın (European Sustainability Reporting Standards-ESRS)[8] ortak kullanımı konusunda çifte raporlamayı önlemek amacıyla ortak çalışma kararı alınmış ve bu karar 05 Eylül 2023 tarihinde yayımlanmıştır (GRI, News).

SASB Standartları

Sürdürülebilirlik Muhasebesi Standartları Kurulu (SASB) tarafından hazırlanan bu standartların amacı ÇSY boyutları ile şirketin finansal değeri arasında bağlantı kurmaktır. Şirketlerin kurumsal değerini etkileyen risk ve fırsatlar hakkında 77 sektör için finansal performans ve kurumsal değerlerle ilgili, çevresel, sosyal ve yönetişim ilkelerinin alt kümesini tanımlamaktadır. Bu standartlar belirlenirken şirketlerden,

[7] Literatür incelemesinde "Triple Bottom Line – TBL" teriminin; "üçlü alt çizgi", "üçlü kâr hanesi", "üçlü bilanço sistemi", "üçlü sonuç çizgisi" gibi terimler kullanılarak dilimize uyarlandığı görülmekte, bu tez çalışmasında da "üçlü alt çizgi" terimi kullanılmaktadır.

[8] Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlama Direktifi'ne (Corporate Sustainability Reporting Directive-CSRD) tabi tüm şirketler tarafından Avrupa Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları'nın (ESRS) kullanılması, Avrupa Komisyonu tarafından 31 Temmuz 2023 tarihinde kabul edilmiştir (Ticaret Bakanlığı, 2023). ESRS'nin kullanımının yakın bir tarihte kabul edilmesi ve literatürde henüz ön plana çıkan bir standart olmaması nedeniyle tez çalışmasında bu standarda değinilmemektedir.

yatırımcılardan ve konunun uzmanlarından oluşan geniş ve dengeli bir katılım sağlanarak, bağımsız bir bakış açısıyla kanıta dayalı, titiz ve şeffaf bir araştırma yapılmaktadır. SASB standartları, tutarlı ve karşılaştırılabilir sürdürülebilirlik açıklamaları yapmak isteyen şirketlerin temel gereksinimlerini karşılamaktadır (Sustainability Accounting Standards Bord [SASB], Standards).

IIRC - Karbon Saydamlık Projesi (CDP)

Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (IIRC- International Integrated Reporting Council) tarafından hayata geçirilen Karbon Saydamlık Projesi (CDP-Carbon Disclosure Project), merkezi ABD'de bulunan ve kâr amacı gütmeyen uluslararası kuruluştur. CDP, yatırımcıların, şirketlerin, şehirlerin, eyaletlerin ve bölgelerin çevresel etkilerini yönetebilmeleri için tasarlanan küresel bir açıklama sistemidir. Küresel piyasada değerinin %64'ünden fazlasını oluşturan 13.000'den fazla şirket CDP aracılığı ile 2021 yılında, iklim değişikliği, su güvenliği ve ağaç kaybına ilişkin bilgileri açıklamıştır. CDP stratejisinde, emisyonların yarı yarıya azaltılması hedeflenmektedir. 2050 yılına kadar sıfır emisyon ile doğanın geri kazanılması için şirket hesap verilebilirliği kritik öneme sahiptir. Ayrıca CDP stratejisi; çok sayıda paydaş katılımı ile takip ve analizi derinleştirerek, daha fazla sermaye piyasası ile daha fazla çevresel konuyu kapsayacak biçimde, somut hedefler ve performansa odaklanarak, daha anlamlı eylemlere yön vermeyi amaçlamaktadır (CDP, 2021; CDP, About Us).

2014/95/EU Direktifi

Avrupa Parlamentosu ve Konseyi tarafından hazırlanan Finansal Olmayan Raporlama Direktifi (Non-financial Reporting Directive – NFRD); Avrupa Birliği genelinde mali yıl boyunca 500'den fazla çalışanı olan büyük şirketleri kapsamaktadır. 2014/95/EU direktifi; bu şirketler tarafından açıklanan finansal olmayan bilgilerin tutarlılığını ve karşılaştırılabilirliğini arttırmak amacıyla, çevresel, sosyal ve yönetişim konuları ile insan haklarına saygı, yolsuzluk ve rüşvet gibi konulara ilişkin risklerin tanımlanması, politikaların belirlenmesi ve alınacak tedbirlerin sonuçları hakkında adil ve kapsamlı bir görüş sunulmasını sağlamaktadır (EUR-Lex, 2014/95/EU Directive). Avrupa Finansal Raporlama Danışma Grubu (European Financial Reporting Advisory Group-EFRAG) tarafından hazırlanan ve 500'den fazla çalışanı olan büyük şirketler

için 2024 yılını kapsayacak şekilde 2025 yılında yapılacak sürdürülebilirlik raporlarında kullanılması planlanan Avrupa Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları'nın (ESRS) yürürlüğe girmesinin ardından, ESRS NFRD'nin yerini alacaktır (Gülenç, 2023).

İlerleme Bildirimi Raporlaması (COP) Standardı

Birleşmiş Milletler (UN- United Nations) tarafından kabul edilen Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi (UNGC- United Nations Global Compact) gereğince hazırlanan İlerleme Bildirimi Raporlaması (COP- Communication on Progress) standardında önemli ilkeler belirlenmiştir. Belirlenen bu ilkeler, Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi'ne dâhil olan şirketlerin belirlenen 10 ilke ve sürdürülebilir kalkınma hedeflerine ne kadar bağlı olduğunu, şirketin güvenilirliğinin ve marka değerinin nasıl sağlandığını, şirket performansının sürekli olarak iyileştirilip iyileştirilmediğini tüm paydaşların ve kamuoyunun bilgisine sunulmasını sağlamaktadır. Böylelikle kullanıcılar, bir şirketin performansını diğer bir şirketin performansı ile karşılaştırabilmektedir (United Nations Global Compact [UNGC] Communication on Progress).

OECD Çok Uluslu Şirketler İçin Kılavuz İlkeleri

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD-Organisation for Economic Cooperation and Development) tarafından hazırlanan OECD İlkeleri, üye devletlerin hükümetlerine ve bu ülkelerde faaliyet gösteren çok uluslu şirketlere yönelik sorumlu iş yapma ilkelerinden oluşmaktadır. Bu ilkeler, mevcut yasalar ve uluslararası kabul görmüş standartlarla uyumlu olarak, küresel bağlamda sorumlu ticari davranışların sağlanmasına yönelik bağlayıcı olmayan ilke ve standartları içermekte ve sektörlere göre durum tespiti yapmaktadır (Organisation for Economic Cooperation and Development [OECD], 2020; OECD, Guidelines for Multinational Enterprises).

ISO 26000 Standardı

Uluslararası Standartlar Organizasyonu (ISO-International Organization for Standardization) tarafından hazırlanan ISO 26000, sosyal açıdan sorumlu faaliyet gösterme taahhüdünde bulunan şirketler için oluşturulmuştur. Topluma ve çevreye karşı saygının kritik bir başarı faktörü olduğunu kabul eden şirketlere rehberlik

etmektedir. Bu uygulama, bir şirketin sürdürülebilirlik taahhüdünü ve genel performansını değerlendirmenin doğru yolu olarak kabul edilmektedir (International Organization for Standardization [ISO] Social Responsibility).

AA1000 Güvence Standardı

İngiltere merkezli bir küresel danışmanlık ve sürdürülebilirlik yönetimi şirketi olan AccountAbility tarafından geliştirilen bu standart; kapsayıcılık, önemlilik, duyarlılık ve etki ilkelerine dayanmaktadır. Şirketlerin uzun vadeli performanslarının iyileştirilmesi amacıyla sürdürülebilirlik ilkelerinin belirlenmesi, belirlenen ilkelerin önceliklendirilmesi ve önceliklendirilen bu konulara nasıl yaklaşılması gerektiğine karar verilmesi sürecine rehberlik sağlamaktadır (AA1000 Accountability Principles, 2018).

2.4.3. Entegre raporlama

Yatırımcılar tarafından ÇSY açıklamalarına olan talep giderek artmakta ve bu talep finansal olmayan bilgiyle finansal bilginin birlikte raporlanmasına neden olmaktadır. Ayrıca yatırımcılar yatırım kararlarını verirken, şirketlerin finansal olmayan faaliyetlerini de göz önünde bulundurmayı ve şirket stratejileriyle bu stratejilerin finansal sonuçları arasında bağlantı kurmayı istemektedir. Clayton, Rogerson ve Rampedi'ye (2015:9) göre, yatırımcıların beklentileri yeni bir raporlama yaklaşımı arayışına zemin hazırlamış ve bu nedenle entegre raporlama yaklaşımı ortaya çıkmıştır.

Entegre Raporlama, finansal ve finansal olmayan bilgileri kapsamakta ve şirket sermayesinin daha verimli nasıl tahsis edilebileceği konusunda paydaşlara bilgi sunmayı amaçlamaktadır. Ayrıca ekonomik, sosyal ve çevresel konuların şirket stratejisinin bir parçası olup olmadığının değerlendirilmesi, şirketin yönetimi ve şirketin sosyal sorumluluk faaliyetleri hakkında ilgili tüm paydaşlara önemli bilgiler sunmaktadır. Entegre raporlamada farklı raporlama çerçevelerinden faydalanılarak bir şirketin kısa, orta ve uzun vadede değer yaratma ve sürdürülebilirlik kabiliyetleri hakkında kullanıcılara daha tutarlı ve verimli bir yaklaşımla bilgi sunulmaktadır (IR, Integrated Reporting, 2011:6; IR, Integrated Reporting Framework;).

Eccles ve Krzus (2010), entegre raporlamanın şirketlere dört önemli faydasının olduğunu tespit etmiştir. Bu faydalar a) İlişkiler ve taahhütler hakkında daha fazla net bilgiler sağlaması, b) Verilecek kararların daha iyi olması konusunda katkıda bulunması, c) Tüm paydaşları kapsayan etkileşimi arttırması ve d) İtibar risklerini azaltması olarak sıralanmaktadır (Eccles ve Krzus, 2010:148).

2.4.3.1. Entegre raporlamanın gelişimi

Aras ve Sarıoğlu'na (2015) göre, entegre raporlama 2000'li yılların başında Danimarka'da bulunan biyo-endüstriyel ürünler şirketi Novozymes ile diyabet bakım şirketi Novo Nordisk, Brezilya merkezli kozmetik ve kişisel bakım şirketi Natura, Hollanda merkezli tüketici elektroniği-ev aletleri-aydınlatma şirketi olan Philips gibi büyük şirketler tarafından yapılmaya başlamıştır. Entegre raporlama 2009 yılından itibaren iş dünyasının gündemine girmiş ve literatürdeki çalışmalar da bu yıldan sonra gelişmeye başlamıştır (Aras ve Sarıoğlu, 2015:37). İlk entegre raporlamayı uygulayan ülke Güney Afrika olmuş ve 2010 yılında zorunlu bir çerçeve belirlenmeden şirketlerin kendi deneyimleriyle en uygun yöntemi belirlemeleri teşvik edilerek Johannesburg Borsası'nda işlem gören şirketlerde zorunlu hale getirilmesiyle entegre raporlama yapan şirket sayısı hızla yükselmiştir (A.g.k. 41, A.g.k.,74). Daha sonra Danimarka, Portekiz, Fransa gibi ülkelerde de borsada işlem gören şirketlerin finansal raporlarında finansal olmayan bilgilerin açıklama zorunluluğu getirilmesiyle entegre raporlamanın önü açılmıştır (A.g.k., 41).

Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu (IFAC), Amerikan Sertifikalı Kamu Muhasebecileri Entstitüsü (AICPA) ve Yeminli Mali Müşavirler Enstitüsü (CIMA) tarafından ortaklaşa hazırlanan rapora göre (IFAC, AICPA ve CIMA, 2023), ÇSY ve finansal bilgiler arasında daha fazla bağlantı sağlayan entegre raporlamaya olan eğilim son yıllarda artış göstermiştir (IFAC ve diğer., 2023:2). ÇSY açıklamaları için kullanılan entegre raporlar ABD, Kanada, Çin, G. Kore gibi istisnalar dışında 2019-2021 dönemlerinde küresel olarak azalırken, Türkiye, Brezilya, Fransa, Japonya, Hindistan ve Singapur gibi ülkelerde artış göstermiştir (A.g.k., 7). Entegre raporlama sayıları küresel olarak 2019 yılında %16, 2020 yılında ise %21 oranında artmıştır

(A.g.k., 8). Entegre raporların güvence denetiminden geçme oranları 2019 yılında %64, 2020 yılında %70, 2021 yılında ise %77 olurken, entegre raporlama oranlarının yüksek olduğu pek çok ülkede denetimden geçme oranlarının da yüksek olduğu (2021 yılı için Fransa'da %98, Brezilya'da ise %72) tespit edilmiştir (A.g.k., 19).

Entegre raporlamanın gelişimini Türkiye özelinde incelediğimizde "BIST Sürdürülebilirlik Endeksi"nde yer alıp "Mali Kuruluşlar" ana sektörü dışında kalan[9] şirketlerden; Çimsa Çimento Sanayi ve Tic. A.Ş. (2016 yılında), Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş. (2019 yılında) ve İskenderun Demir ve Çelik A.Ş. (2019 yılında) gibi şirketlerin entegre raporlamaya geçtikleri görülmektedir (BIST Sürdürülebilirlik Endeksi, 2023).

2.4.3.2. Entegre raporlamanın çerçevesi

Kâr amacı gütmeden kamu yararına çalışan ve küresel bir kuruluş olan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları Vakfı (International Financial Reporting Standards - IFRS Foundation) ile Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (International Accounting Standards Board - IASB) tarafından 2010 yılında Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (International Integrated Reporting Council - IIRC) kurulmuştur. Bu konsey, mali tablolar ve sürdürülebilirlikle ilgili açıklamaları birbiri ile bütünleştirebilmek amacıyla Uluslararası Entegre Raporlama Çerçevesi (International Integrated Reporting Framework – IIRF) hazırlıklarına başlamıştır (IR, Abouth Us).

Uluslararası Entegre Raporlama Çerçevesi (UERÇ), Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (International Integrated Reporting Council - IIRC) tarafından kullanıcıların daha sağlıklı karar verebilmelerini sağlamak amacıyla kapsamlı bir araştırma ve çalışma sonunda düzenlenerek ilk olarak 2013 yılında yayımlanmıştır. Entegre raporlamanın kavramsal çerçevesinin ve ilkelerinin amaca uygun olması açısından yapılan yeni düzenlemeler ise 2021 yılının Ocak ayında yayımlanmıştır. UERÇ; sermayenin daha verimli bir şekilde nasıl tahsis edilmesi gerektiği konusunda

[9] Tez çalışmasının ilgili bölümlerinde yer alan verilerde "Finansal/Mali Kuruluşlar" sektöründe yer alan şirketlerin hariç tutulması nedeniyle, çalışmanın bütünlüğünün bozulmaması amacıyla "Mali Kuruluşlar" sektöründe yer alıp entegre raporlamaya geçen şirketlere bu bölümde de yer verilmemiştir.

sermaye sağlayıcılarına kaliteli bilgi sunulmasını sağlamaktadır. Ayrıca farklı raporlama çerçevelerinden faydalanılarak, bir şirketin kısa, orta ve uzun vadede değer yaratmasına odaklanılmakta böylelikle tüm faktörler daha tutarlı ve verimli bir yaklaşımla kullanıcılara sunulmaktadır (IR, Integrated Reporting Framework).

UERÇ, SASB standartlarından da yararlanarak[10] yatırımcılara sunulan finansal ve finansal olmayan bilgileri tamamlayıcı bir çerçeve sunmaktadır. Bu çerçeve yatırımcılara; karşılaştırılabilir, tutarlı ve güvenilir bilgiler sağlarken yönetişim ve iş modeli bilgi bağlantısı yoluyla şirketlerin hisse senedi fiyatlarının nasıl yaratıldığına ilişkin eksiksiz bir resim sunmaktadır. 70'den fazla ülkede benimsenen UERÇ, şirketlerde uzun vadeli değerin yaratılması, şirket performansının arttırılması amacıyla yeni stratejilerin geliştirilmesi ve geliştirilen bu stratejilerin nasıl yönetildiğinin kullanıcılara bildirilmesi açısından 21. yüzyıl piyasasının alt yapısını oluşturmaktadır (Transition to integrated reporting, 2021:3).

UERÇ, açıklamaların nasıl hazırlanması ve sunulması gerektiğine ilişkin 7 kılavuz ilkeden (stratejik odak ve geleceğe yönelim, bilgiler arası bağlantı, paydaşlarla ilişkiler, önemlilik, kısa ve öz olma, güvenilirlik ve eksiksizlik ile tutarlılık ve karşılaştırılabilirlik) oluşmaktadır. Ayrıca çerçeve, 8 içerik unsuru (kurumsal genel görünüm ve dış çevre, yönetişim, iş modeli, riskler ve fırsatlar, strateji ve kaynak tahsisi, performans, gelecekteki görünüm ile hazırlık ve sunum esasları) aracılığı ile içerik beklentilerini karşılama özelliğine sahiptir (Transition to integrated reporting, 2021:6).

[10] Bknz. Tez çalışmasının "2.4.2.2. Sürdürülebilirlik raporlamasının çerçevesi" başlığı altında yer alan "SASB standartları".

3. DEĞER İLGİLİLİĞİ VE MODELLER: MUHASEBENİN VE KSP'NİN DEĞER İLGİLİLİĞİ

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle "Değer İlgililiği" kavramı açıklanmakta, ardından değer ilgililiği modellerinden getiri modeli ve fiyat modeli ele alınmaktadır. Yine bu bölümde muhasebenin ve kurumsal sürdürülebilirlik performansının değer ilgililiği üzerinde durulmaktadır.

3.1. Değer İlgiliği Kavramı (Value Relevance)

Ball ve Brown (1968) ile Beaver'ın (1968) çalışmaları, piyasaların tepkisinin finansal tablolarda yer alan bilgilerle yakından ilişkili olduğunu gösteren çalışmaların önünü açmıştır. İlk kez Amir, Harris ve Venuti'nin (1993:230-231) çalışmasında kullanılan "değer ilgililiği (value relevance)"[11] kavramı, literatürde muhasebe bilgileri ile hisse senedi piyasası değerleri veya getirileri arasındaki ilişki olarak tanımlanmaktadır (Barth, Beaver ve Landsman, 2001:79). Finansal olmayan bilgilerin açıklanması, literatürdeki çalışmaları finansal bilginin yanı sıra finansal olmayan bilginin de değerle ilgili olup olmadığını araştırmaya yöneltmiştir. Bu bağlamda değer ilgililiği; Hassel ve diğer. (2005:45) tarafından yapılan çalışmada, muhasebeyle ilgili veya muhasebe dışı bilgilerin şirketlerin piyasa değerini etkileme kabiliyeti olarak tanımlanmaktadır.

Değer ilgililiğinin olup olmadığının ortaya konulabilmesi, ihtiyaca uygunluk ve gerçeğe uygun sunumun ortak ölçümüne dayanmaktadır (Barth ve diğer., 2001:79-80). Ancak değer ilgililiği miktarının ne kadarının ihtiyaca uygunluktan ne kadarının gerçeğe uygun sunumdan kaynaklandığının ortaya konulmasının oldukça zor olduğu savunulmaktadır (Wyatt, 2008:222). Francis ve Schipper (1999) çalışmasında, muhasebe bilgisinin değer ilgililiğini incelemek için dört farklı yorum belirlemiştir. Hisse senetlerinin analizinde temel analiz araştırmasına dayanan ilk yoruma göre,

[11] "Value Relevance" teriminin; İngilizce-Türkçe Sözlükte " değer alaka düzeyi, değer uygunluğu, değer ilgisi, değer ilgililiği" olarak dilimize çevrildiği görülmektedir. Kelimenin dilimize çevirisi ile literatürdeki çalışmalara dayanılarak "Value Relevance" teriminin bu çalışmada "değer ilgililiği" olarak kullanılması tercih edilmektedir.

finansal tablo bilgileri, hisse senedi fiyatlarının yöneldiği içsel hisse değerlerini yakalayarak hisse senedi fiyatlarını etkileyecektir. İkinci yoruma göre muhasebe bilgileri; gelecekteki kazançları, temettüleri veya gelecekteki nakit akışlarını tahmin etmek için kullanılabilmesi durumunda değerle ilgilidir. Üçüncü olarak; bilgi, yatırımcılar tarafından hisse değerlemesi için kullanılıyor ve yatırım kararlarını etkiliyorsa değerle ilgilidir. Son yorumda ise, finansal bilgi ile fiyatlar ya da getiriler arasında istatistiksel bir ilişki varsa, bilgi değerle ilgili olarak kabul edilmektedir (Francis ve Schipper, 1999:325).

Değer ilgililiği çalışmaları, ilgilenilen bilginin hisse senedi fiyatı, öz sermayenin piyasa değeri, hisse senedi getirileri veya gelecekteki kazançlar gibi finansal değer ölçüsüyle arasında bir ilişki olup olmadığını veya finansal değer ölçüsündeki değişimin ne kadarının ilgilenilen bilgi ile açıklandığını araştırabilmektedir (Barth ve diğer., 2001:79; Wyatt, 2008:221; Beisland, 2009:9-10; Rahman, Rasid ve Basiruddin, 2020:197; Veltri ve Silvestri, 2020:3043; vb.). İlk araştırma sorusu, bireysel regresyon katsayılarının anlamlılık düzeyini inceleyerek cevaplanabilirken, ikinci araştırma sorusu ise bir regresyon modelinin açıklayıcı gücünün incelenmesi yoluyla analiz edilebilmektedir (Beisland, 2009:9).

3.2. Değer İlgililiği Modelleri

Holthausen ve Watts (2001) tarafından değer ilgililiği çalışmalarında kullanılacak modelin incelenecek şirket niteliklerinin değerlemesine uygun olması gerektiği vurgulanmaktadır. Uygun olmayan bir değerleme modelinin kullanılması ya da muhasebe ölçütü ile şirket niteliği arasındaki bağlantının belirtilmemesi değer ilgililiği çalışmasındaki regresyonlarda katsayı işaretleri ve büyüklükleri için yanlış tahminlerde bulunulmasına neden olmaktadır. Muhasebe bağlantıları belirtilmeyen değer ilgililiği modelleri genellikle kullanıldıkları amaç için uygun olmamaktadır (Holthausen ve Watts, 2001:52).

Holthausen ve Watts (2001), finansal bilginin değer ilgililiğini ölçmek için kullanılan üç temel modelin; bilanço modeli, kazanç modeli ve Ohlson modeli olduğunu ileri sürmektedir. Literatür incelemesinde, finansal değer ölçüsü olarak

belirlenen bağımlı değişkenin seçimine bağlı olarak Easton ve Harris'in (1991) getiri modeli ile Ohlson'un (1995) fiyat modelinin kullanımına dayalı bir ayrım yapıldığı da görülmektedir. Fiyat modeli hisse senedi fiyatı, defter değeri ve kazançlar arasındaki ilişkiyi incelerken, getiri modeli hisse senedi getirileri, kazanç ve kazanç değişimleri arasındaki ilişkiyi incelemektedir (Ota, 2001:2).

Bu tez çalışmasında, bağımlı değişkenin seçimine bağlı olarak değer ilgililiği literatüründe sıklıkla kullanılan getiri modeli ve fiyat modeli ele alınmakta ve bu modeller aşağıda özetlenmektedir.

3.2.1. Getiri modeli

Genel olarak "getiri modeli" olarak bilinen Easton ve Harris (1991) değerleme modeli, şirket performansını dikkate almakta ve hisse senedi getirileri ile muhasebe kazanç seviyeleri ve kazanç değişimleri arasındaki ilişkiyi ortaya koymayı amaçlamaktadır (Easton ve Harris, 1991; Paolone, 2020:44). Holthausen ve Watts'a göre (2001) kazanç ve getiri ilişkilerini baz alan modellerde; kazançların gelecekteki nakit akışlarıyla bağlantılı olduğu varsayılmaktadır. Bu nedenle, kazançlar veya bileşenlerinin ve/veya bunlardaki değişimlerin hisse getirileri veya piyasa kapitalizasyonları üzerinde etkisi ölçülmeye çalışılmaktadır (Holthausen ve Watts, 2001:53).

Kazanç düzeyi ve kazançtaki değişimi içeren getiri modelinin aşağıdaki şekilde geliştirildiği görülmektedir (Easton ve Haris, 1991:23).

$$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 HBK_{it}/P_{it-1} + \alpha_2 \Delta HBK_{it}/P_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} = i şirketinin mali yıl bitiminden önceki 9. aydan mali yıl bitiminden sonraki 3. aya kadar uzanan kümülatif temettüye göre düzeltilmiş 12 aylık hisse senedi getirisini,

HBK_{it} = i şirketinin, t zamanındaki hisse başına kazancını,

P_{it-1} = i şirketinin, t – 1 zamanındaki düzeltilmiş hisse senedi fiyatını,

ΔHBK_{it} = i şirketinin t zamanındaki hisse başına kazancındaki değişimini,

α_0, α_1, α_2 = regresyon denkleminin parametre tahminlerini ve

ε_{jt} = regresyonun hata terimini ifade etmektedir.

Fiyat modelleri ve getiri modelleri birbiriyle ilişkili ancak farklı araştırma sorularını ele aldığından, iki model arasındaki farklılıkların anlaşılamaması yanlış çıkarımlarda bulunulmasına neden olabilmektedir (Barth ve diğer., 2001:95). Bu nedenle, araştırma sorusu muhasebe tutarının zamanında sunulup sunulmadığın belirlenmesini içeriyorsa, uygun araştırma tasarımı seçimi değerdeki değişikliklerin incelenmesidir (Barth ve diğer., 2001:95).

3.2.2. Fiyat modeli

Literatürde Ohlson (1995) modeli olarak adlandırılan modelin, değer ilgililiğinin tespitine yönelik çok sayıda çalışmada (örneğin: Barth, Beaver, Hand ve Landsman, 1999; Collins, Pincus ve Xie, 1999; Francis ve Schipper, 1999; G. E. Swartz, N. P. Swartz ve Firer, 2006; Moneva ve Cuellar, 2009; Kargın, 2013; Srivastava ve Muharam, 2022; vb.) yaygın olarak kullanıldığı gözlemlenmektedir. Callen ve Morrel'e (2001:191) göre söz konusu modelin yaygın kullanımı, piyasa temelli muhasebe araştırmaları için genel bir çerçeve sunması ve kolaylıkla uygulanabilmesinden kaynaklanmaktadır.

Ohlson (1995) modeli üç varsayıma dayanmaktadır (Dechow, Hutton ve Sloan, 1999:67-69). Birinci varsayım, geleneksel kâr payı iskonto modelini temel almaktadır. Bu çerçevede, şirketin piyasa değerinin mevcut bilgi koşullarına bağlı olarak gelecekte beklenen temettülerin bugünkü değerine eşit olduğu varsayılmaktadır. Ohlson modelinin ilk varsayımı aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Ohlson, 1995):

$$V_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(d_{t+\tau})}{(1+r_f)^{\tau}}$$

V_t= Özsermayenin t dönemindeki piyasa değerini,

$d_{t+\tau}$= Gelecekte beklenen temettüleri,

r_f = Risksiz faiz oranını (ya da şirketin sermaye maliyeti) ve

$E(\,) =$ t zamanındaki bilgiye bağlı olan beklentiyi ifade etmektedir.

Modelin ikinci varsayımı, "clean surplus"[12] ilişkisinin geçerli olduğu varsayımına dayanmaktadır (Ohlson, 1995:661). Söz konusu bu ilişkiye göre, ortakların net özsermaye defter değerinde meydana gelen değişiklikler (diğer ortaklarla yapılan işlemlerden kaynaklananlar (temettüler, hisse geri alımları veya arzlar) hariç) gelir tablosunda yer almalıdır (Devalle, Onali ve Magarini, 2010:97). Buna göre özsermayenin cari defter değeri; özsermayenin bir önceki yıla ait defter değeri eksi cari temettüler eksi hisse geri alımları (hisse arzı durumunda artı) artı kazançlar şeklinde tanımlanmaktadır (Devalle ve diğer., 2010:97). Kısaca özkaynaklarda net temettüler veya net kazançlardan kaynaklanmayan değişimler olarak adlandırılan "clean surplus"; yeniden değerlemeler, türev ürünlerin değerinde meydana gelen değişiklikler, döviz kuru değişiklikleri gibi bir gelir ya da gider kalemi yerine özkaynaklarda değişime neden olması durumunda oluşmaktadır (Beisland, 2009:8). Yani, kapsamlı gelirin raporlanmasının temeli "clean surplus"a dayanmaktadır (Acar ve Karacaer, 2017:99). Benzer şekilde bu ilişki özsermayenin cari defter değerini; bir önceki dönem özkaynakların defter değerine, cari dönemin kazancının eklenmesinden, cari dönemde ödenen temettülerin çıkarılması şeklinde de ifade edilmektedir (Leccadito ve Veltri, 2015: 2018). Özsermayenin cari defter değeri Ohlson (1995: 666) tarafından aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır:

[12] Ülkemizde yapılan çalışmalarda "clean surplus" teriminin "kapsamlı kâr" (Ulusan, 2013:46), "temiz özkaynaklar" (Ulusan, 2013:66; Ertuğrul, 2019:56) , "temiz artan miktar" (Ateş, 2018:1640), "temiz fazla" (Atalay, 2018:37) "temiz fazlalık" (Morsulu, 2022:39) olarak dilimize çevrildiği görülmektedir. Kavram kargaşası yaratmamak amacıyla tez çalışmasında bu terimin dilimize çevrilmiş hali yerine uluslararası literatürde yer aldığı biçimde (clean surplus) kullanılması tercih edilmiştir.

$$bv_t = bv_{t-1} + x_t - d_t$$

bv_t = İşletmenin t dönemindeki öz sermaye defter değeri,

x_t = İşletmenin t zamanındaki net kârı,

d_t = t zamanında ödenen temettüyü ifade etmektedir.

Ohlson (1995), yukarıda açıklanan iki varsayımda içsel değerin sadece muhasebe kârı ve gelecekteki defter değeri ile ifade edilebileceğini göstermektedir (Beisland, 2009:8). Bu nedenle aşağıdaki şekilde tanımlanan artık gelir (ya da anormal kazanç) değişkeni tanıtılmıştır (Ohlson, 1995:667).

$$x_t^a \equiv x_t - (r_f - 1)bv_{t-1}$$

x_t^a = t dönemindeki olağandışı kazançları ifade etmektedir.

Yukarıda yer alan denklem "clean surplus" ilişkisiyle birlikte ele alındığında aşağıdaki yeni denklem elde edilmektedir:

$$d_t = x_t^a - bv_t + (1 + r_f)bv_{t-1}$$

Ohlson'a (1995:667) göre, yukarıda yer alan ifadeyi kâr payı iskonto modelini temel alan varsayıma aktararak "artık gelir değerleme modeli" elde edilmekte ve şirketin piyasa değeri aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$V_t = bv_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} \frac{E_t(x_{t+\tau}^a)}{(1 + r_f)^{\tau}}$$

Sonuç olarak bir şirketin piyasa değeri, defter değeri ve gelecekteki anormal kazançların bugünkü değerinin toplamına eşittir (Djaballah, 2019: 269). Temettü değerleme modelinin artık gelirle ifadesine dayalı olan bu model, gelecekteki defter

değerlerinin tahminine dayanmaktadır (Dechow ve diğer., 1999:4-5). Denklemlerde görülebileceği gibi, gelecekteki defter değerlerini tahmin etmek için, gelecekteki temettüleri de tahmin etmek gerekecek ancak bu durum defter değeri ve kazanç tahminleri gereksiz hale getireceğinden araştırma temettü iskonto modelini kullanılarak da yapılabilecektir (Dechow ve diğer., 1999:5).

Artık gelir modeli hisse senedi fiyatının, özsermayenin defter değeri ve kazançlar üzerine regresyonunun bir fonksiyonu olarak tahmin edilebileceğinden, kazançlar genellikle fiyata dayalı Ohlson (1995) modeline dahil edilebilmektedir (Beisland, 2009:10). Değer ilgililiği çalışmalarında yaygın olarak kullanılan fiyat modeli; hisse senedi fiyatı veya piyasa değeri ile finansal muhasebe verileri ve kullanılan değerleme modeline bağlı olarak muhasebe dışı ek bilgiler (KSS ve ÇSY açıklamaları ya da performansları gibi) arasındaki ilişkiyi araştırmak üzere yapılandırılabilmektedir (Ohlson, 1995; Barth ve diğer., 2001; Hassel ve diğer., 2005; Barth, 2007; Moneva ve Cuellar, 2009; Semenova ve diğer., 2010; De Klerk, De Villiers ve Van Staden, 2015; vb.). Ohlson (1995) modelinin değiştirilmiş bir versiyonu olan Ohlson fiyat modeli aşağıdaki biçimde formüle edilmektedir (Beisland, 2009:10):

$$P = \beta_0 + \beta_1 BVS + \beta_2 EPS + \varepsilon$$

P= hisse fiyatını,

BVS= hisse başına özsermaye defter değerini,

EPS= hisse başına kazancı ve

ε = hata terimini ifade etmektedir.

Ohlson fiyat modelinin; araştırma hedeflerini gerekçelendirmek için daha uygun olması (Rahman ve diğer., 2020) ve ölçek etkisinin türüne bakılmaksızın en iyi performansı göstermesi nedeniyle değer ilgililiği araştırmalarında kullanılması önerilmektedir (Barth ve Clinch, 2009). Modelin bu özellikleri göz önünde

bulundurularak, tez çalışmasında Ohlson (1995) fiyat modeli temel alınarak şirketlerin KSP'sinin hisse fiyatları üzerindeki etkisi araştırılmaktadır.

Barth ve diğer. (2001), fiyat modeli ile kazanç modeli arasındaki temel farklılığı şöyle açıklamaktadır; fiyat modelinde, firmanın değerine hangi bilginin yansıdığının belirlenmesine odaklanılırken, kazanç modelinde ise belirli bir zaman aralığında değerdeki değişikliklere hangi bilginin yansıdığının belirlenmesine odaklanılır (Barth ve diğer., 2001:95).

3.3. Muhasebenin Değer İlgililiği

Francis ve Schipper'a (1999) göre değer ilgililiği, muhasebe bilgileri ile firma değeri veya hisse senedi getirileri arasındaki istatistiksel bir ilişki olarak tanımlanmaktadır. Muhasebenin değer ilgililiği, bilginin güvenilirliği ve ihtiyaca uygunluğu arasındaki en elverişli dengeyi sağlayacak ilkelerin oluşturulmasına katkı sunmaktadır (Gökten, Başer ve Yalçın, 2017:838-839). Finansal bilgilerin en önemli faydalarından biri, finansal tablo kullanıcılarına işletmenin değerinin tahmininde yardımcı olacak bilgiyi sağlamasıdır (KGK, 2018). Değer ilgililiği literatürü, bu bilgilerin işletme değerinin tahmininde kullanılıp kullanılmayacağını araştırmıştır.

Değer ilgililiği literatürünün ilk çalışmaları; Ball ve Brown (1968) ile Beaver'ın (1968) yatırımcıların piyasa fiyatını belirlerken kazanç bilgilerini kullanıp kullanmadıklarının araştırılmasına dayanmaktadır. Ball ve Brown (1968), kazanç rakamlarındaki değişikliklerin hisse senedi fiyatlarıyla ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Beaver (1968) ise hem işlem hacminin hem de hisse senetlerinin fiyat oynaklığının kazanç tutarlarının raporlanmasından sonra arttığını ve yatırımcılar tarafından kullanıldığı sonucuna ulaşmıştır. Ball ve Brown (1968) ile Beaver'ı (1968) takip eden çok sayıda araştırmacı, muhasebe bilgilerinin değer ilgililiğini incelemiştir. Örneğin; Collins ve Kothari (1989) çalışmalarında, riskin kazanç tepki katsayısını negatif yönde etkileyen tek faktör olduğunu ve büyümenin kazanç tepki katsayısı üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna varmışlardır. Amir ve diğer. (1993), Amerika Birleşik Devletleri Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri'ne (US GAAP) göre hazırlanan finansal tablolarda yer alan bilgilerin US GAAP uygulamayan şirketlere göre daha

fazla değerle ilgili olduğunu bulmuşlardır. Amir ve Lev (1996) tarafından yapılan çalışmada, finansal bilgilerin (kazançlar, defter değerleri ve nakit akışları) cep telefonu şirketleri için menkul kıymet değerlemesinde büyük ölçüde önemsiz olduğunu, nüfus büyüklüğü (büyümenin bir göstergesi) ve pazar nüfuzu (bir performans ölçütü) gibi finansal olmayan göstergelerin ise değerle oldukça ilgili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Hisse senedi fiyatları açısından bakıldığında, finansal bilgiler finansal olmayan bilgilerle birleştirildiğinde, finansal muhasebe verileri hisse senedi fiyatlarının genel açıklamasına marjinal bir artış sağladığı görülmektedir (Amir ve Lev, 1996:3). Collins, Maydew ve Weiss (1997) hisse başına defter değeri ile hisse başına kazanç arasındaki ilişkiyi incelemek üzere bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışmada, kazançların ve defter değerlerinin açıklayıcı gücünün son kırk yılda açıklayıcı güçlerinin arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Barth, Beaver ve Landsman (1998), özsermaye defter değerinin açıklayıcı gücünün, mali açıdan daha az sağlıklı olarak sınıflandırılan firmalar için diğer firmalara göre daha yüksek olduğunu net kazancın açıklayıcı gücünün ise azaldığını bulmuşlardır. Francis ve Schipper (1999), 1952-1994 döneminde piyasa değeri ve muhasebe rakamları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçları, kazanç seviyelerinin ve değişimlerinin getirileri açıklama gücünün zaman içinde azaldığını, defter değerinin açıklama gücü içinse böyle bir durumun söz konusu olmadığını göstermiştir.

Literatürdeki 2000'li yıllardaki çalışmalarda ise; Barth ve diğer. (2008), UMS uygulayan şirketlerin muhasebe bilgilerinin hisse fiyatları ve getirileri üzerinde daha fazla değerle ilgili olduğunu ve daha yüksek muhasebe kalitesi sergilediği sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca çalışmada UMS uygulayan şirketler için, uygulama öncesi ve sonrası dönemler arasında muhasebe kalitesinde anlamlı bir farklılık gözlemlenmiştir. Clarkson, Hanna, Richardson ve Thompson (2011), Avrupa ve Avustralya'da UFRS uygulanmasından sonra özkaynakların defter değeri ve kazançların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemişlerdir. 2004 ve 2005 yıllarını karşılaştıran çalışmanın sonuçları, UFRS'nin benimsenmesinden sonra ölçüm hatalarının dağılımında 12 Kod Hukuku (Code Law) ve 3 Ortak Hukuk/Anglo-Sakson Hukuku (Common Law) uygulayan ülkeler arasında benzerliğin arttığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca Kod veya Ortak Hukuk ülkelerinin UFRS'yi benimsemelerinden sonra hisse başına özkaynak defter değeri ve hisse başına kazancın değer ilgililiğinde bir fark

gözlemlememişlerdir. Kargın (2013), UFRS'nin uygulanmasından önce ve sonraki muhasebe bilgilerinin değer ilgililiğini incelemiştir. Sonuçları, Türk firmalarının UFRS'yi benimsemesinden sonra, özkaynakların defter değerinin hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde değerle ilgili olduğunu ancak kazançların artan değer ilgililiğinin gözlemlenmediğini göstermiştir. Okafor, Anderson ve Warsame (2016), UFRS kapsamında hazırlanan finansal tabloların, Kanada'da uygulanan Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri'ne (GAAP) kıyasla artan değer ilgililiği olup olmadığını incelemişlerdir. Sonuçları, UFRS'ye göre hazırlanan ve açıklanan finansal bilgilerin hem fiyat hem de getiri modelleri için artan değer ilgililiği olduğunu göstermektedir. Almujamed ve Alfraih (2019), 2012-2016 dönemleri için Katar Borsası'nda işlem gören şirketlerin, kazançlarının ve defter değerlerinin yatırımcılara değerle ilgili bilgi sunup sunmadığını incelemişlerdir. Sonuçları kazançların ve defter değerinin değer ilgililiğinin örneklem dönemi boyunca azaldığını ancak kazançlardaki düşüşün defter değerlerine kıyasla daha belirgin olduğunu sonucuna ulaşmışlardır. Srivastava ve Muharam (2022), Hindistan ve Endonezya piyasalarında UFRS uygulanmasından sonra, finansal raporlama kalitesinin değer ilgililiğini incelemişlerdir. Sonuçları, her iki ülke piyasası için de UFRS'nin benimsenmesinden sonra defter değerlerinin ve kazançların değerle ilgili olduğunu ancak kazançların, defter değerlerinden daha önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

3.4. KSP'nin Değer İlgiliği

Gökten ve diğer.'ne (2017) göre yatırımcılar, şirketin finansal durumunu ve KSP'sini yorumlayıp geleceğe yönelik beklentilerini şekillendirecek kararları almaktadır. Finansal bilgilerin hisse senedi değerlemesi için tek başlarına yeterli olmadığı, finansal bilgilerin yanısıra finansal olmayan bilgilerin de hisse senedi değerlemesi için önemli bir rol oynadığı Amir ve Lev'in (1996) çalışmasında ortaya konulmaktadır. Amir ve diğer. (1993) tarafından yapılan çalışma "değer ilgililiği" teriminin kullanıldığı ilk çalışma olarak kabul edilirken, Amir ve Lev (1996) tarafından yapılan diğer çalışmanın ise finansal olmayan bilgilerin değer ilgililiğine yönelik ilk çalışmalardan biri olduğunun kabul edildiği görülmektedir (Barth ve diğer., 2001:79).

Literatürde atıf sayısına dayalı olarak son yıllarda KSP'nin değer ilgililiğine yönelik, gelişmiş piyasaların analizinin yapıldığı çalışmalarda (Semenova ve diğer., 2010; Kaspereit ve Lopatta, 2016; Qureshi, Kirkerud, Theresa ve Ahsan, 2020) ve gelişmekte olan piyasaların analizinin yapıldığı çalışmalarda (Verbeeten, Gamerschlag ve Möller, 2016; M. M. Miralles-Quirós ve diğer., 2018; Al-Hıyari ve Kolsi, 2021) kesin olmayan sonuçlara varıldığı görülmektedir[13].

Tez çalışmasının "Giriş" bölümünde de belirtildiği gibi, KSP'nin değer ilgililiğini ölçen sınırlı sayıdaki çalışmaların çoğunda gelişmiş piyasalara odaklanılmaktadır. Bu durum gelişmiş piyasalar için raporlama modelleri (pay sahibi ya da paydaş odaklı), yasal ve düzenleyici sistemler, çevresel ve sosyo-politik farklılıklar gibi bağlamsal faktörlerin etkisiyle açıklanmaktadır (Ball, Kothari ve Robin, 2000:13-14; Cormier ve Magnan, 2007:614; Dhaliwal, Radhakrishnan, Tsang ve Yang, 2012:724). Gelişmekte olan piyasaların literatürde görece çok daha az incelenmesinin nedeni ise yakın zamana kadar güvenilir verilerin bulunamaması olarak açıklanmaktadır (M. M. Miralles-Quirós ve diğer., 2018:574).

Gelişmekte olan piyasalar açısından güvenilir ve karşılaştırılabilir ÇSY verilerine ulaşabilme imkânı son yıllarda artık daha kolay hale gelmiştir. Günümüzde bu veriler; Refinitiv (önceki adıyla Asset4), Bloomberg, Sustainalytics, Standard & Poor's (S&P), MSCI (önceki adıyla KLD) gibi çeşitli bağımsız kuruluşlar tarafından geliştirilen metriklerle sunulmakta ve şirketlerin KSP'sinin karşılaştırmasına olanak tanımaktadır. Son on yılda araştırmacılar tarafından yapılan çalışmalarda "Refinitiv"in giderek daha fazla kullanıldığı görülmektedir (De Villiers ve diğer., 2022:4525). Tez çalışmasının araştırma soruları kapsamında, KSP'nin değer ilgililiği üzerine yapılan çalışmaların "4.2. Araştırma Konusuna İlişkin Literatür Taraması" başlığı altında detaylı olarak açıklanması nedeniyle bu bölümde ayrıca değinilmemiştir.

[13] Bknz. Tez çalışmasının 4.2. başlığında yer alan "Araştırma Konusuna İlişkin Literatür Taraması".

4. ARAŞTIRMA VE BULGULAR

Tez çalışmasının bu bölümünde öncelikle araştırmanın amacı ve önemi açıklanmakta ardından oluşturulan hipotezlere yer verilmektedir. Yine bu bölümde araştırma konusuna ilişkin literatür taraması bulunmakta, araştırmanın örneklemi ve verilerinin seçimi, araştırmanın modeli ve değişkenler açıklanmakta, sonrasında araştırmada kullanılan yöntem ve tekniklere yer verilerek, istatistiki yöntem ve ölçümlemede kullanılan, mekânsal ekonometriye değinilerek, mekânsal ağırlık matrisinin nasıl oluşturulduğu üzerinde durulmaktadır. Ayrıca bu bölümde mekânsal bağımlılığın belirlenmesinde kullanılan Moran *I*, Geary *C* ve Lagrange çarpanı testleri ile mekânsal regresyon modellerinden SAR, SEM ve SDM açıklanmaktadır. Son olarak bu bölümde tanımlayıcı istatistikler, ülkelere göre gözlem sayılarının ve sektör sınıflarının dağılımı ile analiz ve bulgulara yer verilmektedir.

4.1. Araştırmanın Amacı, Önemi ve Hipotezler

Genel amaçlı finansal raporlamanın amacı; hem mevcut ve potansiyel yatırımcılar hem de borç ve kredi verenlere, işletmeye kaynak sağlanıp sağlanmayacağını belirlemede faydalı olabilecek işletmeyle ilgili finansal bilgiler sağlamaktır (Türkiye Finansal Raporlama Standartları [TFRS], 2023). TFRS'ye göre finansal bilgilerin faydalı olabilmesi için iki temel niteliksel özelliği karşılaması gerekmekte ve bu özellikler; 1) İhtiyaca uygunluk ve 2) Gerçeğe uygun sunum olarak sıralanmaktadır (TFRS, 2023). İhtiyaca uygunluk ve gerçeğe uygun sunumun birleşik etkilerini kapsayan değer ilgililiği kavramı muhasebe temelli sermaye piyasası araştırmalarında merkezi bir konu olmuştur (Barth ve diğer., 2001; H. L. Lee ve H. Lee, 2013).

Günümüzde şirketler sadece borç ve özkaynak sağlayanların yararına finansal kazanç elde etmek yerine odak noktalarını genişletmek zorunda kalmaktadır. Paydaşların çıkar ve amaçlarının çeşitliğini göz ardı eden pay sahibi teorisinin[14] aksine

[14] Bknz. Tez çalışmasının 1.6.1. başlığında yer alan "Pay sahibi teorisi (shareholder)"

paydaş teorisi[15] şirketlerin sadece hissedar değerini maksimize etmenin ötesinde daha geniş sosyal sorumluluklarının olduğunu savunmaktadır (Freeman, 1984:33). Bu bağlamda, KSP şirketlerin sadece yatırımcılarına karşı değil, aynı zamanda kuruluştan menfaati olan tüm paydaşlara karşı da şeffaflık sağlamaktadır. Freeman'a göre (1984:25-33) paydaş tanımı bir şirketle ilgili menfaati olan herkesi kapsamakta ve hissedarların yanı sıra çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, şirket sahibi, tüketiciler, sivil toplum kuruluşları, medya ve hükümetler de paydaşlar arasında sayılmaktadır. Ancak bu geniş tanım, paydaş taleplerinde de artışa neden olmakta ve şirketleri paydaş gruplarının ihtiyaç ve beklentilerini karşılayabilme riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır (Brower ve Mahajan, 2013:314).

Finansal tablolar; bir işletmenin finansal durumu, finansal performansı ve nakit akışları konularında bilgi verse de bir şirketin hisse fiyatlarını etkileyen tek etken durumunda bulunmamaktadır. Farklı finansal tablo kullanıcılarının bakış açıları ve karar alma gereksinimleri açısından, finansal ya da finansal olmayan bilgilerin kullanışlılığı değişiklik gösterebilmektedir. A. Solomon ve diğer. (2004:552), finansal yatırımcıların sadece yatırım yaptıkları şirketlerin finansal performansıyla değil aynı zamanda bu şirketlerin finansal olmayan stratejileri ve faaliyetleriyle de önemli ölçüde ilgilendiklerini savunmaktadır. Finansal olmayan bilgiler, şirketin tam bir resmini sunabilmek adına kullanıcılarına gerek entegre raporlarla gerekse ayrı bir kurumsal sürdürülebilirlik raporuyla açıklanmaktadır.

Hissedarlar, çevresel çabaları rekabet avantajını artırarak finansal getiriyi iyileştirmenin ya da çevresel çabaları yalnızca artan maliyetlerle ilişkilendirerek bu çabanın hissedar servetinin düşmesinin sebebi olarak görebilmektedirler (Hassel ve diğer., 2005:41). Bu durumda finansal olmayan bilginin bir türü olan KSP, hisse fiyatlarını anlamlı bir şekilde etkiliyorsa bu bilgi paydaşlar açısından değerle ilgilidir. Carnevalle ve Mazzuca'ya (2014:74) göre ülkeler arası farklılıklar KSP ve kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının standardını ve kapsamını etkileyebilmektedir. Finansal olmayan bilgilerin değer ilgililiği farklı kültürel (inanç ve değerler gibi) ve sosyal normlar (kural ve yasaklar gibi) veya hükümet düzenlemeleri (kanun ve yönetmelikler gibi) nedeniyle ülkeler arasında farklılık göstermektedir (Ioannou ve

[15] Bknz. Tez çalışmasının 1.6.2. başlığında yer alan "Paydaş teorisi (stakeholder)"

Serafeim, 2012:837; Cahan, De Villiers, Jeter, Naiker ve Van Staden, 2016:608-609). Bu bağlamda bir şirketin bulunduğu ülkedeki değer ilgililiği çeşitli faktörlerden etkilenmektedir (Barth, Landsman ve Lang, 2008:477-478). Aslında çevresel ve ekonomik konulardan etkilenen olayların çoğu mekânsal nitelik taşımaktadır (J. Zhao, Z. Zhao ve Zhang, 2021:3). Buna ek olarak şirketlerin gerçekleştirdikleri sosyal sorumluluk faaliyetleri, faaliyet gösterdikleri sektöre özgü faktörlere bağlı olarak da değişebilmektedir (McGuire, Dow ve Argheyd, 2003:343). Daha yüksek KSP gösteren şirketler, rekabet avantajına sahip olduğundan aynı yerdeki diğer şirketlerin eylemlerini etkileyecek ve bir işletmenin hisse fiyatını artırmasının yanı sıra kredini riskini düşürerek kârlılığını da artıracaktır (H. Li, Guo, Hao ve X. Zhang, 2023:2). Şirketler, kendi KSP'sini geliştirebilmek ve bu performanslarını uzun vadeli değer elde edilebilmesi amacıyla kullanabilmek için sektöre veya bölgeye özgü olumlu emsal etkilerinden yararlanabilmektedir (H. Zhao ve diğer., 2023:1).

Literatürde yer alan KSP'nin hisse fiyatlarıyla ilişkisinin araştırıldığı çalışmalarda mekânsal bağımlılığın dikkate alınmadığı görülmektedir. Bu bağlamda tez çalışmasının ilk amacı; gelişmekte olan piyasalarda işlem gören şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının mekânsal ekonometrik yöntemler kullanılarak hisse senedi fiyatlarıyla ilişkisinin ve finansal olmayan bilgilerin kullanıcılara değerle ilgili bilgiler sağlayıp sağlamadığının araştırılması olarak belirlenmiştir. Çalışmanın diğer amacı ise; hisse fiyatları arasında mekânsal etkileşim etkisinin araştırılarak, bir şirketin kurumsal sürdürülebilirlik performansındaki değişimin ilgili şirketin hisse fiyatının yanı sıra aynı ülke/sektördeki diğer şirketler üzerinde nasıl bir etki yarattığının tespit edilmesidir. Mekânsal ekonometrinin analize dahil edilmesindeki amaç ise; bir ülkede ya da sektörde yer alan şirketlerin o ülkeye ya da sektöre özgü bağlamsal faktörler nedeniyle komşu şirketlerden etkilenmeye yatkın olmasıdır.

Tez çalışmasındaki analizde hem hisse senedi fiyatlarından hem de modele dâhil edilen açıklayıcı değişkenlerden kaynaklanan mekânlar arasındaki etkileşimin (mekânsal etkilerin) tespit edilmesini sağlayacak mekânsal modellere odaklanılmaktadır. Bu doğrultuda öncelikle içsel etkileşim etkilerini dikkate alan ve Mekânsal Otoregresif Model olan SAR (Spatial Autoregressive Model), hata terimleri

arasındaki gözlemlenemeyen etkileşim etkilerine yer veren bir Mekânsal Hata Modeli olan SEM (Spatial Error Model) ve içsel etkileşimin yanı sıra dışsal etkileşim etkilerinin de göz önünde bulundurulduğu Mekânsal Durbin Modeli olan SDM (Spatial Durbin Model) arasından geçerli olacak modele karar verilmektedir.

Çalışmanın literatüre birkaç açıdan katkı sağlayacağı düşünülmektedir. KSP ve kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının (KSS ve ÇSY) değer ilgililiğine yönelik yapılan çalışmaların ortak noktası mekânsal bağlamın ve komşu şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisinin göz ardı edilmesidir. Öncelikle bu tez çalışması, ülkeye ve sektöre özgü faktörler nedeniyle potansiyel içsellikle başa çıkmak için mekânsal ekonometrik araçların değer ilgililiği çalışmalarında kullanması bakımından ilk olma özelliği taşımaktadır. Bu amaçla, emsal şirketleri temsil etmesi için iki farklı ağırlık matrisi oluşturulmaktadır. Oluşturulan bu ağırlık matrisi, aynı ülke ve aynı sektördeki şirketlerin hisse senetlerinin emsal etkilerden nasıl etkilendiğini daha kapsamlı bir şekilde ölçülmesini sağlayacaktır. İkinci olarak, sadece şirketlerin kurumsal sosyal performansının hisse fiyatları üzerindeki doğrudan etkisi değil, aynı zamanda diğer şirketlerin kurumsal sosyal performansının hisse fiyatları üzerindeki dolaylı etkisi de analiz edilmektedir. Çalışma, KSP'nin mekânsal bağlamdan etkilenip etkilenmediğine dair gelişmekte olan piyasalardaki değer ilgililiği literatürüne önemli katkıda bulunacaktır. Bu yaklaşım yatırımcılar, standart sağlayıcılar, işletme yöneticileri için KSP'nin daha iyi anlamlandırılmasına pratik açıdan da katkı sağlayacaktır. Üçüncü olarak, "4.2. Araştırma Konusuna İlişkin Literatür Taraması"ndaki çalışmalarda görüleceği gibi daha çok gelişmiş piyasalara odaklanan ve kesin bir sonuca varamayan finansal olmayan bilginin değer ilgililiği literatürü, gelişmekte olan piyasalar bağlamında genişletilmektedir. Bu amaçla, Morgan Stanley Capital International (MSCI) Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi'nde yer alan şirketlerin 2013-2020 yıllarını kapsayan bir örneklem üzerinde çalışılarak şirketlerin KSP ve hisse fiyatlarıyla ilişkisi incelenmektedir. Son olarak, tek bir sürdürülebilirlik performans skoru veya sürdürülebilirlik ölçütü olarak bir kukla değişken kullanmak yerine sürdürülebilirlik performansının üç boyutu olan ÇSY skorları ve toplam ÇSY birleşik skoruna odaklanılmaktadır.

Hipotezler :

Çalışmanın hipotezleri, bu çalışma kapsamında açıklanan kurumsal sürdürülebilirlik teorileri[16] ışığında iki şekilde oluşturulmuştur. Belirli bir birimin açıklayıcı değişkenindeki değişimin, yalnızca o birimdeki bağımlı değişken üzerindeki etkisi doğrudan etkiyi ifade etmektedir (LeSage ve Pace, 2009:17-19). Bu nedenle ilk hipotez; pay sahibi ve paydaş teorilerini de izleyerek ilişkinin yönü hakkında önceden bir çıkarımda bulunulamadığından aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Hipotez 1: *Şirketlerin KSP'sinin gelişmekte olan piyasalarda listelenen şirketlerin hisse fiyatlarına olumlu/olumsuz etkisi bulunmaktadır.*

Mekânsal etkileşim etkisi (spatial spillover) söz konusu olduğunda belirli bir birimin açıklayıcı değişkenindeki değişimin, sadece belirli bir birimde değişime neden olmakla kalmayıp komşu birimlerdeki değişimleri de etkilediği ileri sürülmektedir (LeSage ve Pace, 2009:17-19). Bu nedenle çalışmada, kurumsal sürdürülebilirlik teorilerinden taklit stratejisi teorisi de izlenmiş ve KSP'nin hisse fiyatları üzerindeki dolaylı etkilerini tespit etmek amacıyla ikinci hipotez aşağıdaki gibi belirlenmiştir.

Hipotez 2: *Hisse fiyatları arasında mekânsal etkileşim etkisi vardır/yoktur ve ele alınan bir şirketin KSP'sindeki değişim sadece ilgili şirketin hisse fiyatını pozitif/negatif etkilemekle kalmayacak, aynı zamanda aynı ülke/sektördeki diğer şirketlerde de taklit etkisi yaratacaktır.*

4.2. Araştırma Konusuna İlişkin Literatür Taraması

Literatürde yer alan araştırmalarda yaygın olarak kullanılan Ohlson (1995) modeli hisse senedi fiyatı veya piyasa değeri ile muhasebe verileri ve kullanılan değerleme modeline bağlı olarak muhasebe dışı ek bilgiler (KSS ve ÇSY açıklamaları ya da KSP gibi) arasındaki ilişkiyi araştırmak üzere yapılandırılmaktadır (Ohlson, 1995; Barth ve diğer., 2001; Hassel ve diğer., 2005; Barth, 2007; Moneva ve Cuellar, 2009; Semenova ve diğer., 2010; De Klerk ve diğer., 2015; vb.). Genellikle finansal olmayan değişkenlerle ifade edilen bu ek bilgiler KSS ve ÇSY açıklamaları ya da

[16] Bknz. Tez çalışmasının 1.6. başlığında yer alan "Kurumsal Sürdürülebilirlik (KS) Teorileri".

performansları gibi faktörleri içermektedir. Eğer KSP'nin şirketlerin hisse fiyatı/öz sermaye piyasa değeri üzerindeki etkisi anlamlıysa açıklanan bilgiler hissedarlara değerle ilgili bilgiler sunmaktadır.

KSP'nin finansal performansa etki edip etmediği literatürde genel olarak piyasa temelli (hisse fiyatları veya getirileri) ve muhasebe temelli (özkaynak ya da aktif kârlılığı) olmak üzere araştırılmıştır (Saka ve Oshika, 2014:25). Yatırımcılar şirketlerin KSP bilgilerini, şirketlerin kurumsal açıklamalarından elde etmekte (Radley, 2012:20) ve kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarıyla KSP arasında da güçlü bir ilişki bulunmaktadır (Herbohn, Walker ve Loo, 2014:422). Bu nedenle, KSP ve kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının (KSS ve ÇSY) değer ilgililiğine yönelik literatürde yer alan çalışmalar iki ana başlık altında özetlenmiştir. Ampirik çalışmalar aşağıda da görülebileceği üzere olumlu, olumsuz ve anlamsız olmak üzere karmaşık sonuçları ortaya koymaktadır.

1- Gelişmiş Piyasa Ülkelerinde KSS ve ÇSY Açıklamaları ya da KSP'nin Değer İlgililiği:

Bu grupta; KSP ve kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının (KSS ve ÇSY) değer ilgililiğini nasıl etkilediğine ilişkin gelişmiş piyasalar kategorisinde yer alan ülkelerde[17] yapılan çalışmalar yer almaktadır. Yapılan çalışmalar her ne kadar kesin bir sonuca ulaşamasa da bu çalışmaların çoğu paydaş (stakeholder) teorisinin öngörüleriyle tutarlıdır.

Moneva ve Cuellar'ın (2009) araştırmasında, İspanya borsasında yer alan şirketlerin finansal çevresel açıklamalarının hisse fiyatındaki artışla ilişkili olduğu, ancak finansal olmayan çevresel bilgilerinin ilişkili olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Bu durum, İspanyol finans piyasasındaki katılımcıların kısa vadeye odaklanmasına, şirketlerin finansal olmayan çevresel raporları kendi reklamlarını yapmak için

[17] MSCI verilerine göre 30.01.2022 tarihi itibarıyla gelişmiş piyasa ülkeleri; Avustralya, Avusturya, Belçika, Kanada, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Hong Kong, İrlanda, İsrail, İtalya, Japonya, Hollanda, Yeni Zelanda, Norveç, Portekiz, Singapur, İspanya, İsveç, İsviçre, Birleşik Krallık ve ABD'den oluşmaktadır (MSCI, World Index).

kullanmasına ve olumlu çevresel faaliyetlerin gereğinden fazla açıklanması, olumsuzların ise eksik bildirilmesine bağlandığı görülmektedir.

Semenova ve diğer. (2010) tarafından yapılan çalışmada, Stokholm piyasasındaki SIX 300 endeksinde yer alan şirketlerin çevresel ve sosyal performans derecelendirmeleri ve bunların alt boyutlarının öz sermayenin piyasa değeri üzerindeki etkisine odaklanılarak daha kapsamlı bir analiz sunulmaktadır. Çalışmada, çevresel ve sosyal açıklamanın değerle ilgili olduğu ve finansal bilgiyi tamamlayıcı nitelikte olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Schadewitz ve Niskala'nın (2010) çalışmasında, Finlandiya piyasasında işlem gören ve GRI standartlarını benimseyen şirketlerin 2002-2005 yılları arasında açıkladıkları kurumsal sürdürülebilirlik raporlarının şirketin piyasa değeriyle ilgili olup olmadığı araştırılmaktadır. Çalışmada, GRI standartlarının benimsenerek açıklanan kurumsal sürdürülebilirlik raporlarının piyasa değerine önemli ölçüde katkıda bulunduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Lourenço, Branco, Curto ve Eugénio (2012) tarafından, KSP'nin, öz sermaye piyasa değeri üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi üyeliğini şirketlerin KSP göstergesi olarak kullanmışlardır. Yapılan araştırmada Kuzey Amerika'daki şirketlerin KSP'sinin, net kazançlar ve öz sermayenin defter değeri gibi geleneksel muhasebe ölçütlere kıyasla değerle ilgili önemli bir açıklayıcı güce sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca piyasadaki, kârı yüksek ancak düşük KSP'ye sahip şirketlerin yatırımcılar tarafından cezalandırıldığı vurgulanmaktadır.

De Klerk ve diğer. (2015) tarafından yapılan çalışmada, Birleşik Krallık piyasasının en büyük 100 şirketinin, KSS açıklamaları ve hisse fiyatları arasındaki ilişki, Ohlson (1995) modelinin değiştirilmiş bir versiyonu olan fiyat modeli kullanılarak incelenmektedir. Sonuçların sağlamlığını sağlamak için üç farklı KSS açıklaması ölçütü kullanılmaktadır. Çalışma, daha yüksek KSS açıklama seviyelerinin daha yüksek hisse fiyatlarıyla ilişkili olduğu ortaya koyulmuştur. Ayrıca çalışma, çevreye duyarlı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin KSS açıklamalarının, diğer

sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin KSS açıklamalarına kıyasla hisse fiyatları ile daha güçlü bir ilişki gösterdiğine dair kanıtlar sunmaktadır.

Bowerman ve Sharma (2016), Birleşik Krallık piyasasında işlem gören 91 şirket ile Japonya borsasında işlem gören 85 şirketin kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının şirketlerin hisse senedi fiyatlarına ilişkin yatırımcılara bilgi sağlayıp sağlamadığı araştırmaktadır. Ohlson (1995) modelinin değiştirilmiş bir modeli olan fiyat spesifikasyonu modeli kullanılarak yapılan çalışmada; Birleşik Krallık'taki yatırımcıların yatırım kararlarında kullandıkları bilgi setinde kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarını dikkate aldıkları, ancak Japonya'daki yatırımcıların kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının şirketlerin hisse senedi fiyatlarının değerlemelerine yardımcı olmak için finansal bilgilerin dışında ve ötesinde ek bir bilgi sağlamadığı sonucuna ulaşıldığı görülmektedir.

Fazzini ve Dal Maso'nun (2016) makalesinde, İtalya piyasasında işlem gören şirketler tarafından, 2008-2013 yılları arasında gönüllülük esasına dayalı olarak açıklanan çevresel bilgilerin değerle ilgililiği araştırılmaktadır. Yapılan çalışmadaki analiz, şirketlerin çevresel açıklama skorlarına ve çevre politikalarının güvence denetimine tabi olup olmadıklarına dayanmaktadır. Çalışmada, şirketlerin gönüllü olarak açıkladıkları çevresel bilgilerin değerle ilgili olduğu, ancak bu açıklamaların güvence denetimine tabi tutulmasının değer ilgililiğini arttırmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca çalışmada sonuçların tek bir ülkeye özgü olabileceği ve genellenemeyeceği vurgulanmaktadır.

Kaspereit ve Lopatta'nın (2016) çalışmasında, Avrupa'nın en büyük 600 şirketi için, Sürdürülebilir Varlık Yönetimi Grubu'nun (SAM - Sustainable Asset Management Group's) sürdürülebilirlik sıralaması ile GRI sürdürülebilirlik raporlaması göz önünde bulundurularak KSP'nin şirket hisse senedi fiyatları üzerindeki ilişkisi araştırılmaktadır. Araştırmada 2001-2011 dönemleri arasında sürdürülebilirlik raporlaması ve şirketlerin hisse senedi fiyatları arasında pozitif bir ilişkinin bulunduğu, ancak kurumsal sürdürülebilirliğin değer ilgisi ile sürdürülebilirlik raporlamasının düzenleyicilik etkisine dair herhangi bir kanıta ulaşılamadığı görülmektedir.

Verbeeten ve diğer. (2016), 2005-2008 yılları için Almanya piyasasında yer alan 130 şirketin KSS açıklamalarının şirket hisse senedi fiyatlarıyla ilgili olup olmadığını içerik analizi yöntemi kullanarak araştırmaktadır. Yapılan araştırmada KSS açıklamalarının değerle ilgili olduğu ancak KSS açıklamalarının değerle ilişkisinin KSS kategorileri arasında farklılık gösterdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca özellikle "sosyal" açıklamaların şirket hisse senedi fiyatıyla anlamlı bir ilişki içerisinde olsa da "çevresel" açıklamaların hisse fiyatlarıyla ilgili olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır.

Mervelskemper ve Streit'in (2017) makalesinde, Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi'nin (IIRC) Entegre Raporlama (IR) pilot programı içerisinde yer alan 62 şirketin ÇSY açıklamalarına ilişkin raporlama stratejisinin, şirketin ÇSY performansının piyasa değeri üzerinde düzenleyicilik etkisi olup olmadığının incelendiği görülmektedir. Çalışmada, raporlama türüne bakılmaksızın şirketlerin ÇSY performansının piyasa değeri ile ilgili olduğu, ayrıca entegre raporlarda açıklanan ÇSY ve KSP'nin bağımsız raporlara kıyasla pozitif düzenleyicilik etkisine sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak yazarlar, kombine ÇSY performansını sosyal ve çevresel boyutlarına ayrıştırdıklarında entegre raporlamanın düzenleyicilik etkisinin olmadığını bulmuşlardır.

M. M. Miralles-Quirós ve diğer. (2019) tarafından yapılan çalışmada, 2002 – 2015 yılları arasında 20 farklı borsada (Almanya, Amerika Birleşik Devletleri, Avustralya, Belçika, Hollanda, İrlanda, İsveç, İtalya, Portekiz gibi) işlem gören ticari bankaların, KSP'sinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin panel veri metodolojisi kullanılarak araştırıldığı görülmektedir. Çalışmada, çevresel ve yönetişim performansının hisse senedi fiyatları ile pozitif ve anlamlı, sosyal performansın ise negatif ve anlamlı bir ilişkisinin olduğu, ayrıca KSP'nin değerle ilişkisinin hissedar korumasının daha güçlü olduğu ülkelerdeki bankalar için önemli ölçüde daha yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Qureshi ve diğer. (2020) tarafından yapılan ortak çalışmada, genel merkezleri Avrupa'da bulunan borsaya kayıtlı şirketlerden, 2011-2017 dönemi boyunca 812

şirketin, ÇSY açıklamalarının ve yönetim kurullarındaki kadın temsilinin şirket hisse senedi fiyatlarıyla ilgili olup olmadığı araştırılmaktadır. Çalışmada, ÇSY açıklamalarının ve cinsiyet çeşitliliğinin şirket hisse senedi fiyatı üzerinde pozitif etkisi olduğu, ayrıca hassas sektörlerdeki (imalat, inşaat, ulaştırma ve depolama, madencilik, petrol ve gaz, atık yönetimi, geri dönüşüm hizmetleri gibi) şirketlerin yüksek sosyal ve yönetişim performansı sergilediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Bu araştırmaların dışında literatürde yer alan diğer çalışmalarda; KSP ve kurumsal sürdürülebilirlik açıklamaları (KSS ve ÇSY) ile finansal performans arasında ya hiçbir ilişkinin olmadığının ya da negatif bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca bu çalışmaların pay sahibi teorisinin (shareholder) öngörülerini desteklediği görülmekte ve bu çalışmalar da aşağıda özetlenmektedir.

Hassel ve diğer. (2005) tarafından yapılan çalışmada, İsveç borsasında işlem gören şirketlerin çevresel performansının değer ilgililiği, Ohlson (1995) modelinin değiştirilmiş bir versiyonu geliştirilerek araştırılmaktadır. Bu modelde öz sermayenin piyasa değeri; öz sermayenin defter değeri, net kazançlar ve çevresel performansın bir fonksiyonu olarak ifade edilmektedir. Çalışmanın bulgularına göre, performans derecelendirmelerine ilişkin çevresel bilgiler, piyasa değerinde bir düşüşle ilişkili olduğu için değerle ilgilidir. Çevresel performans ile şirketlerin piyasa değeri arasında negatif bir ilişki bulunmaktadır. Çalışmadaki bulgular, maliyet odaklı ve hissedarların lehine olan bakış açısını desteklemektedir.

Cormier ve Magnan'ın (2007) araştırmasında, Kanada, Fransa ve Almanya'daki şirketlerin çevresel raporlarının bir şirketin kazançları ile borsa değeri arasındaki ilişki üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bu üç ülke arasında yapılan araştırma, çevresel raporlama ile şirket büyüklüğü, varlıkların yaşı, endüstri üyeliği ve medyada yer alma gibi şirket özellikleri arasındaki içselliği kontrol etmek için eş zamanlı denklemlere dayanmaktadır. Yapılan araştırmada; çevresel bilgilerin raporlanması kararlarının, Almanya'daki şirketlerin şirket kazançlarının borsa değerlemesi üzerinde ılımlı bir etkiye sahip olduğu, Kanada ve Fransa'daki şirket kazançlarının ise hisse senedi fiyatlarını önemli ölçüde etkilemediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Cardamone ve diğer. (2012) tarafından yapılan çalışmada, Milano Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 178 şirketten oluşan bir örneklem üzerinde sürdürülebilirlik raporu yayımlanıp yayımlanmamasının değer ilgililiği araştırılmaktadır. Dengeli bir panel veri setine dayanarak yapılan araştırmada, şirketlerin sürdürülebilirlik raporu yayımlamasının şirket hisse fiyatı ile negatif ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Carnevale, Mazzuca ve Venturini (2012), 2002-2008 döneminde borsada işlem gören Euro bölgesi ülkelere ait 130 bankanın sürdürülebilirlik raporu yayımlamasının değerle ilgili olup olmadığını araştırmışlardır. Tüm örneklem için yapılan analizde, sosyal raporlamanın yatırımcılara değerle ilgili bilgiler sunmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Ayrıca ülke özelinde bankacılık sektörü sosyal raporlarının değer ilgililiğine dair karışık sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Karışık olan bu sonuçlar; Almanya, İtalya, İrlanda ve İspanya'da bu tür raporlar bankaların piyasa değerleri üzerinde olumlu bir etki yaratırken, Portekiz, Avusturya ve Fransa'da olumsuz bir etki yarattığı biçiminde açıklanmaktadır.

Cordazzo ve diğer. (2020) tarafından yapılan ortak çalışmada, İtalya borsasında işlem gören 231 şirketin, Avrupa Birliği Direktifi'nin (2014/95/EU) zorunlu olarak uygulamaya konulduğu 2016 yılı öncesi ve sonrasındaki çevresel ve sosyal açıklamalarda, yatırımcılar açısından değerle ilgili ilave bir bilgi sağlayıp sağlamadığının araştırıldığı görülmektedir. Araştırmada, AB Direktifi'nin uygulanmasından sonra yapılan ÇSY açıklamalarının, yatırımcılar için değerle ilgili herhangi bir ilave bilgi sağlamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Landau, Rochell, Klein ve Zwergel (2020), 2010-2016 yılları için Euro Stoxx 50 endeksinde yer alan 50 şirket için Ohlson modelini uygulayarak entegre raporlamanın değerle ilgili olup olmadığını araştırmışlardır. Yapılan çalışmada entegre raporların dört büyük denetim şirketi tarafından denetlenmediği ve en yeni GRI standartlarının takip edilmediği durumda, piyasa değerlemesi üzerinde olumsuz bir etki yarattığı sonucuna ulaşıldığı görülmektedir.

Mittelbach-Hörmanseder, Hummel ve Rammerstorfer (2021) ortak çalışmasında da Cordazzo ve diğer. (2020) tarafından yapılan çalışmaya benzer bir çalışmanın yapıldığı görülmektedir. Bu çalışmada da 2014/95/EU sayılı Avrupa Birliği Direktifi ile gönüllü raporlamadan zorunlu raporlamaya geçilmesinin ardından, 18 ülke (Almanya, Amerika, Avustralya, Belçika, Fransa, İtalya, İrlanda, İsveç, Japonya, Kanada gibi) borsasında işlem gören ticari bankaların şirket hisse senedi fiyatlarıyla KSP düzeyleri arasındaki ilişkisi araştırılmaktadır. AB Direktifinin uygulamaya konulmasının ardından ticari bankaların KSP açıklamalarıyla şirket değeri arasındaki ilişkinin önemli ölçüde negatif olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

2- Gelişmekte Olan Piyasa Ülkelerinde KSS ve ÇSY Açıklamaları ya da KSP'nin Değer İlgililiği:

Gelişmekte olan piyasalar kategorisinde yer alan ülkelerde[18] faaliyet gösteren şirketlerin KSP ve kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının (KSS ve ÇSY) değer ilgililiğine yönelik literatürdeki çalışmalar, gelişmiş piyasalara oranla daha az ilgi görmüştür. Bunun nedenleri "4.1. Araştırmanın Amacı, Önemi ve Hipotezler" başlığı altında açıklanmaktadır. Son zamanlarda gelişmekte olan ülkelere yönelik artan bir ilgi olsa da bu gruptaki çalışmalarda da kesin bir sonuca ulaşılamadığı görülmekte ve son yıllarda yapılan bu çalışmalar aşağıda özetlenmektedir.

De Klerk ve De Villiers'in (2012) çalışmasında, KPMG[19] (Klynveld Peat Marwick Goerdeler) veri seti ve GRI standartları kullanılarak Güney Afrika'daki en büyük 100 şirketin kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının şirketlerin hisse senedi fiyatlarıyla ilişkisi araştırılmaktadır. Yapılan araştırmada, şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının hisse senedi fiyatları ile pozitif ve anlamlı bir şekilde ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

[18] MSCI verilerine göre 30.01.2022 tarihi itibarıyla gelişmekte olan piyasa ülkeleri; Brezilya, Şili, Çin, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Mısır, Yunanistan, Macaristan, Hindistan, Endonezya, Kore, Kuveyt, Malezya, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Katar, Rusya, Suudi Arabistan, Güney Afrika, Tayvan, Tayland, Türkiye ve Birleşik Arap Emirlikleri'nden oluşmaktadır (MSCI, Emerging Markets Indexes).
[19] KPMG, merkezi Hollanda'da bulunan ve dünyanın en büyük, çok uluslu profesyonel hizmet ağlarından biridir.

Baboukardos ve Rimmel (2016) tarafından, Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'nda (G. Afrika) işlem gören şirketler üzerinde yapılan araştırmada, entegre raporlamanın zorunlu olarak uygulanmasından sonra kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının şirketlerin hisse senedi fiyatı ile ilişkisi araştırılmaktadır. 954 şirket/yıl gözleminden oluşan çalışmada kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının yatırımcılar açısından değerle ilgili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

K. W. Lee ve Yeo'nun (2016) makalesinde, Güney Afrika borsasında işlem gören şirketlerin KSP'sinin finansal performans ile ilişkisi araştırılmaktadır. Güney Afrika'nın zorunlu entegre raporlama uygulamasını benimsemesinden sonraki dört yıl (2010-2013) incelenmiştir. Araştırmada, finansal performansı temsilen finansal performansın piyasa temelli ölçümü olan Tobin q oranı, KSP'yi temsilen entegre raporlama skoru kullanılmıştır. KSP ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki olduğu ve bu pozitif ilişkinin organizasyon yapısının daha karmaşık olduğu şirketlerde daha güçlü olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Atan ve diğer. (2018) tarafından yapılan çalışmada, Malezya'daki halka açık şirketlerin 2010-2013 yılları arasındaki ÇSY açıklamalarının birleşik ve bireysel boyutlarının kârlılık, şirket değeri ve sermaye maliyeti açısından şirket performansı üzerindeki ilişkisi incelenmiştir. Çalışmanın sonuçları, ÇSY birleşik ve bireysel boyutlarının şirket değeri vekili olarak seçtikleri Tobin q ve şirket kârlılığı vekili olarak seçtikleri özkaynak kârlılığını etkilemede anlamlı bir ilişki bulunmadığını ancak ÇSY kombine skorunun ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini pozitif yönde etkilediğini göstermektedir.

M. M. Miralles-Quirós ve diğer. (2018) ortak çalışmasında, Brezilya'nın São Paulo Borsası'nda işlem gören şirketlerin 2010-2015 yıllarını kapsayan ÇSY'nin üç boyutunun değer ilgililiği araştırılmaktadır. Yapılan araştırmada piyasanın, hassas sektörlere ait şirketler tarafından yürütülen sosyal ve yönetişim uygulamalarına ve çevreye duyarlı sektörler dışında kalan şirketler tarafından yürütülen çevresel uygulamalara pozitif ve anlamlı bir şekilde değer verdikleri sonucuna ulaşılmaktadır.

Ateş'in (2020) çalışmasında Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin KSP ile kurumsal finansal performansı arasındaki ilişki araştırılmaktadır. 2014-2018 yıllarına ait verilerle yapılan analizde, düşük KSP düzeyi ile kurumsal finansal performans arasında negatif bir ilişki olduğu ve bu ilişkinin şirket büyüklüğü ve kârlılığına bağlı olarak değişmediği sonucuna ulaşılmaktadır.

Setyahuni ve Handayani (2020), Endonezya borsasında halka açık 34 şirkette KSP'nin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Yapılan çalışmada, KSP'nin hisse senedi fiyatları ve hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmektedir. Hem fiyat hem de kazanç modelinde KSP'nin yatırımcılara değerle ilgili ilave bilgi sağladığı sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak çalışmada, yönetişim boyutunun hem hisse senedi fiyatları hem de hisse senedi getirileri üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı sonucuna varıldığı görülmektedir.

Al-Hıyari ve Kolsi'nin (2021) makalesinde, 2013-2019 yıllarını kapsayan, 10 Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) ülkesinden oluşan bir örneklem kullanılarak ÇSY performansının hisse senetleri ile değer ilgili olup olmadığı araştırılmaktadır. Çalışmanın bu gruba dâhil edilmesinin nedeni gelişmekte olan piyasalar kategorisinde bulunan altı ülkenin (Birleşik Arap Emirlikleri, Katar, Kuveyt, Mısır, Suudi Arabistan, Türkiye) örneklem içerisinde yer almasıdır. Ohlson (1995) değerleme modelinin fiyat spesifikasyonu kullanılarak yapılan araştırmada; ÇSY performansının yatırımcılar açısından değerle ilgili, pozitif ve anlamlı bilgiler sağladığı, ancak ÇSY boyutlarından yönetişim uygulamalarının sosyal uygulamalardan daha fazla değerle ilgili olduğu, çevresel uygulamaların ise değerle ilgili olmadığı sonucuna ulaşıldığı görülmektedir.

Ateş (2021) tarafından yapılan çalışmada, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin kurumsal sosyal performansının hisse senedi fiyatları ile ölçülen finansal performanslarına yansıyıp yansımadığı araştırılmaktadır. Panel veri yöntemleri kullanılarak 2009-2017 yıllarını kapsayan analiz sonucunda; şirket büyüklüğü, riski, kârlılığı, sektörü gibi faktörler sabit tutulsa bile kurumsal sosyal performans ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişkinin olduğu ortaya konulmaktadır. Ayrıca bu çalışmada şirketlerin kurumsal sosyal performansının alt boyutlarına göre yapılan analizlerde, çevresel performans dışında kalan sosyal ve yönetişim

performanslarının değer ilgililiği ile pozitif ve anlamlı bir ilişki içerisinde olduğu, ancak çevresel performansın değer ilgililiğine yönelik anlamlı bir ilişkinin bulunamadığı görülmektedir. Anlamlı bir ilişkinin bulunamasının nedeni; örneklemde yer alan şirketlerin büyük çoğunluğunun finansal şirketlerden oluştuğu göz önünde bulundurularak, yatırımcılar tarafından finansal şirketlerin sosyal ve yönetişim performanslarına verilen önemin, çevresel performanstan daha fazla olmasına dayandırılmaktadır.

Kulalı'nın (2022) çalışmasında, Borsa İstanbul'da işlem gören 75 şirketin 2016-2020 yıllarını kapsayan çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim skorlarının piyasa değeri ile ilişkisi ve bu ilişkide şirket büyüklüğünün rolü araştırılmaktadır. Araştırmada şirket büyüklüğünün, ÇSY kriterlerinin piyasa değeri üzerindeki etkileri bakımından şirketler arası farklılıkları açıklamada önemli bir role sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca araştırmada şirket büyüklüğünün etkisi altında hem ÇSY kriterlerinin hem de Ç, S ve Y bileşenlerinin her birinin ayrı ayrı piyasa değeri üzerinde anlamlı pozitif etkisi olduğu ve büyük şirketlerde pozitif etkilerin daha büyük olduğu görülmektedir.

Özer vd., (2023) tarafından yapılan çalışmada, 2009-2019 yılları arasında BIST'de finans sektörü dışındaki şirketlerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim skorlarının piyasa temelli ve muhasebe temelli performans göstergeleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Çalışmada çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim uygulamalarının firmaların performans göstergeleri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu, çevresel boyutun performansı pozitif etkilerken, sosyal ve kurumsal yönetim boyutlarının performans ile istatistiksel olarak ilişkili olmadıkları sonucuna ulaşılmıştır.

Karaçayır ve Afşar'ın (2024) çalışmasında, Borsa İstanbul'da işlem gören 31 şirketin 2014-2022 dönemini kapsayan çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim skorlarının finansal performans üzerindeki etkisi panel veri analizi yöntemi ile araştırılmıştır. Çalışma kapsamında kurulan iki modelden; ilk model sonucuna göre çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim skorlarının, piyasa değeri/defter değeri oranının ve aktiflerdeki büyümenin kârlılığı pozitif ve anlamlı etkilediği anlaşılmıştır. İkinci

modelde ise çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim skorlarının ve piyasa değeri/defter değeri oranının özsermaye kârlılığı üzerinde etkisinin anlamsız, aktifteki büyümenin özsermaye kârlılığı üzerinde etkisinin ise anlamlı ve pozitif olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Literatürde yer alan çalışmalarda, KSP ve kurumsal sürdürülebilirlik açıklamaları (KSS ve ÇSY) ile finansal performans arasında anlamsız ya da negatif bir ilişkinin olduğu çalışmaların da bulunduğu görülmekte ve bu çalışmalar da yine aşağıda özetlenmektedir.

Rehman, Riaz, Cullinan, Zhang ve Wang'ın (2020) Ohlson modelini temel aldıkları çalışmada, 2008-2012 yılları arasında, Şangay Borsası'nda işlem gören şirketlerin KSS bilgilerini açıklamalarının şirket değeriyle olan ilişkisi araştırılmaktadır. Çalışmada, kurumsal sahiplik yapısı düzenleyici değişken olarak eklendiğinde şirketlerin piyasa değeri ile KSS arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Ancak KSS bilgilerini açıklayan şirketlerin daha düşük şirket değerine sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

A. Singh ve Charkraborty (2021), Hindistan'daki 100 şirketin 2012-2014 yılları için KSS açıklamalarının miktarı ve kalitesinin finansal performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçları, finansal performansın piyasa temelli ölçümünün (Tobin q) Hint şirketlerinin KSS açıklamalarının kalitesi veya miktarı ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisi olmadığını göstermektedir.

Literatür taramasında da görülebileceği gibi KSP ve kurumsal sürdürülebilirlik açıklamalarının bir şirketin piyasa değeri üzerindeki etkisi hakkında genel bir kanıya varılamamıştır. Önceki araştırmalar, çoğunlukla KSP'nin şirketin kendisi üzerindeki etkisine odaklanmış ve bir şirketin KSP'sinin diğer şirketler üzerindeki etkisine çok az önem vermiştir. Bu nedenle bu grupta; KSS ve ÇSY açıklamaları ya da KSP'ye odaklanılarak yapılan, şirketlerin diğer şirket faaliyetlerini taklit etmesi sonucunda ortaya çıkan emsal etkilerini ele alan az sayıda çalışmaya da yer verilmektedir.

Lv ve Li (2021) çalışmalarında finansal gelişmişliğin karbondioksit emisyonları üzerindeki etkisini incelemek için mekânsal ekonometrik modeller kullanmışlardır. Sonuçları finansal gelişmişliğin karbondioksit emisyonları üzerinde negatif ve anlamlı bir yayılma etkisi olduğunu göstermektedir. Finansal gelişmişliğin negatif mekânsal yayılma etkisi, anlamlı ve pozitif doğrudan etkiyi geçmiş dolayısıyla anlamlı negatif toplam etkiye neden olmuştur. Bu durum finansal gelişmişliğin CO_2 emisyonlarının azalmasında önemli bir rol oynadığını ve hem belirli bir ülkede hem de komşu ülkelerde finansal gelişmişliğin çevresel performansı artırabileceğini ortaya koymaktadır.

Gu'nun (2023a) çalışmasında, Shenzhen Stock Exchange'de listelenen şirketler için finansal performansın KSS üzerindeki etkisinin mekânsal bağlamda araştırıldığı görülmektedir. Finansal performansın ölçütü olarak varlık kârlılığı seçilmiştir. Çalışmanın sonuçları Çin'de listelenen şirketlerin KSS performansının komşu şirketlerden etkilendiğini göstermektedir. Ayrıca çalışmada kurumsal hissedarlık oranının, şirket performansı ile KSS arasındaki ilişkiye pozitif aracılık ettiği sonucuna ulaşılmaktadır.

Kwilinski, Lyulyov ve Pimonenko'nun (2023), 2008-2020 yıllarını kapsayan araştırmalarında, AB ülkelerinde dijitalleşmenin ÇSY performansı üzerindeki mekânsal yayılma etkisini SDM kullanarak test etmişlerdir. Dijital dönüşümün, ÇSY performansını istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı şekilde etkilediğini ve hem doğrudan hem de dolaylı etkiler yoluyla mekânsal yayılma gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu durumda komşu ülkelerde artan dijitalleşme, ilgili ülkede de ÇSY performansını olumlu yönde etkileyecektir.

H. Li ve diğer. (2023) tarafından yapılan çalışmada, Çin piyasasında işlem gören şirketlerin ÇSY derecelendirmelerinin aynı şehirdeki diğer şirketlerin yayılımını ve bunların hisse senedi performansı üzerindeki etkisi araştırılmaktadır. Araştırmanın sonuçları, şirketlerin benzer konumda bulunan diğer şirketlerin ÇSY derecelendirmeleri nedeniyle emsal baskısıyla karşı karşıya olduğunu ve hisse senedi getirisinin ÇSY derecelendirmeleri ile olumsuz bir ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Wu, Li ve Feng (2023) tarafından, 2003-2019 yılları arasında Çin piyasasında işlem gören şirketlerden oluşan bir örneklem kullanılarak şirketlerin yeşil inovasyon yapılarının emsal şirketlerden etkilenip etkilenmediği araştırılmaktadır. Araştırmanın sonuçları, daha yüksek finansman kısıtlamalarına ve daha düşük risk alma düzeylerine sahip şirketlerin, emsallerinin yeşil inovasyonunu taklit etme eğilimlerinin daha yüksek olduğunu göstermektedir. Buna ek olarak yeşil inovasyon emsal etkilerinin, şirketlerin yalnızca benzer endüstri ve aynı kurumsal yatırımcı payına sahip olmaları durumunda gerçekleştiği sonucuna ulaşılmaktadır.

Xue ve Hu'nun (2023) çalışmasında, 2007-2017 yılları arasında Çin piyasasında işlem gören şirketlere odaklanılarak, şirketlerin emsal şirketlere benzer KSS uygulamalarını gösterme olasılıkları araştırılmaktadır. Araştırmada ekonomik politika belirsizliği içerisinde bulunan bir şirketin, emsal şirketlerin KSS uygulamalarını taklit etme olasılığını arttırdığı tespit edilmektedir. Ayrıca çalışmada ekonomik politika belirsizliği içerisinde bulunan şirket yöneticilerinin, şirket itibarını sağlamak amacıyla emsal şirketlerin başarılı KSS uygulamalarını doğal olarak taklit edecekleri vurgulanmaktadır.

H. Zhao ve diğer. (2023) tarafından yapılan ortak çalışmada, mekânsal teknikler kullanılarak Çin piyasasında işlem gören çevreyi en çok kirleten 681 sanayi şirketinde KSP'nin aynı il, sektör ve ürün pazarında emsal etkisi analiz edilmiştir. Çalışmanın sonuçları, 2012-2021 yılları için ağır kirlilik sektöründeki şirketlerin KSP'sinin; aynı ilde faaliyet gösteren, aynı sektörde listelenen ve aynı ürünleri üreten şirketler arasında anlamlı ve pozitif yönde akran etkisine sahip olduğunu göstermektedir.

4.3. Araştırma Örneklemi ve Verilerinin Seçimi

Tez çalışmasının amacı doğrultusunda ana örneklem, "MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi"nde yer alan tüm şirketlerden oluşmaktadır. Gelişmekte olan piyasalardaki hisse senedi piyasası performansını ölçen söz konusu endeksteki şirketlerin toplam piyasa değeri, bulundukları ülkedeki halka açık şirketlerin toplam piyasa değerinin %85'ini oluşturmaktadır (MSCI Indexes). "MSCI Gelişmekte Olan

Piyasalar Endeksi" ve "Refinitiv" veri tabanında yer alan şirketler birbirleriyle eşleştirilerek tek bir örneklem elde edilmiştir.

Tez çalışmasının ÇSY ve muhasebe verileri, uygulayıcılar ve araştırmacılar tarafından sıklıkla kullanılan ve önde gelen bir ÇSY veri tabanı olan "Refinitiv"in Excel eklentisi aracılığıyla alınmıştır. 30.01.2022 tarihi itibarıyla, en çok gözlem sayısının 2013-2020 yılları arasındaki verilerden elde edilmesi nedeniyle (2296 şirket/yıl), analiz için 2013-2020 yıllarını kapsayan veriler kullanılmıştır. MSCI ve Standard & Poor's tarafından geliştirilen Küresel Endüstri Sınıflandırma Standartları (GICS- Global Industry Classification Standards) temelinde, bankalar ve sigorta şirketleri gibi finansal şirketler, farklı muhasebe sistemleri, raporlama gereklilikleri ve mali olmayan şirketlerle karşılaştırılabilir olmamaları nedeniyle örneklem dışında bırakılmıştır. Literatürdeki çalışmalar izlenerek eksik finansal veya ÇSY verileri olan şirketler ile negatif öz sermaye defter değerine sahip şirketler de örneklem dışı bırakılmıştır (Lourenço, Callen, Branco ve Curto, 2014; Fazzini ve Dal Maso, 2016).

Sonuç olarak; dengeli bir panel veri setinin oluşturulmasıyla, nihai örneklem 18 gelişmekte olan piyasa ülkesi (Brezilya, Çin, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, Güney Kore, Hindistan, Macaristan, Malezya, Meksika, Polonya, Rusya, Suudi Arabistan, Şili, Tayland, Tayvan, Türkiye ve Yunanistan) ve 2296 şirket-yıldan oluşmaktadır[20]. Son olarak veriler Kaspereit ve Lopatta'nın (2016:7) çalışması izlenerek, günlük döviz kurlarından USD (Amerikan doları) cinsinden ifade edilmiştir.

4.4. Araştırmanın Modeli ve Değişkenler

Değer ilgililiği modelleri, finansal veya finansal olmayan bilgilerin hisse senedi fiyatları veya getirileri ile ilişkili olup olmadığını araştırmayı veya söz konusu modelin bu ilişkiyi açıklama gücünü değerlendirmeyi gerektirmektedir. Bu tez çalışmasında, piyasa temelli muhasebe araştırmalarında sıklıkla kullanılan (Hassel ve diğer., 2005; Moneva ve Cuellar, 2009; Cardamone ve diğer., 2012; Lourenço ve diğer., 2012; vb.)

[20] Verilerin alındığı 2022 Ocak ayı itibarıyla "MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi"nde gelişmekte olan 25 ülke piyasası bulunmaktadır. Ancak örneklem dışında bırakılan şirketler (Birleşik Arap Emirlikleri, Çek Cumhuriyeti, Katar, Kolombiya, Kuveyt, Mısır ve Peru piyasalarında işlem gören şirketler) nedeniyle 18 ülke piyasası analiz kapsamına alınmıştır.

ve Barth ve Clinch (2009) tarafından geliştirilen Ohlson'un (1995) artık gelir değerleme modelini temel alan fiyat modeli tercih edilmiştir. Bu modele göre belirli bir şirketin piyasa değerindeki değişiklik, öz sermaye defter değeri ve net kazançların yanı sıra "diğer finansal olmayan bilgiler"de meydana gelen değişiklik ile açıklanabilir. Tez çalışmasında "diğer finansal olmayan bilgi" şirketlerin kurumsal sosyal performansıdır. Eğer açıklanan bilgi hisse fiyatlarıyla ilişkiliyse, o zaman değerle ilgili olduğu kabul edilecektir (Barth ve diğer., 2001: 80). Fiyat modelinin tercih edilmesinin nedeni örneklemdeki görece büyük şirketlerden kaynaklanan ölçek etkisini azaltmada alternatif ölçeklendirme yöntemlerine göre en iyi sonucu vermesidir (Easton ve Sommers, 2003; Barth ve Clinch, 2009). Araştırmanın amacına ulaşmak için üç adımdan oluşan ampirik bir metodoloji tasarlanmıştır. İlk adım; finansal tablolardan elde edilen bilgilerin değerle ilgili olup olmadığının araştırılmasına yönelik modelin oluşturulmasıdır. Bu amaçla oluşturulan Model-1 aşağıda yer almaktadır.

(Model-1)

$$F_{it} = \beta_0 + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + u_{it}$$

Piyasa değerleri ile defter değerleri arasındaki artan farklılıklar ve muhasebe bilgilerinin piyasa değerini açıklama konusundaki sınırlı yeteneği, çalışmayı finansal olmayan bilginin değerle ilgili olup olmadığını araştırmaya yöneltmiştir (M. M. Miralles-Quiros, J. L. Miralles-Quiros ve Arraiano, 2017: 1017). Bu bağlamda ikinci adım; Ohlson (1995) tarafından önerildiği gibi, finansal değişkenlere ek olarak "değerle ilgili olabilecek diğer finansal olmayan bilgileri" analiz etmektir. Diğer finansal olmayan bilgileri temsilen şirketlerin KSP'si, ÇSY'nin üç boyutunun yanı sıra Refinitiv tarafından hesaplanan ÇSY birleşik genel skoruyla ölçülmektedir. Bu bağımsız değişkenler, ÇSY boyutlarının her birinin yatırımcılar tarafından nasıl algılandığını araştırmak için Model-2'ye ayrı ayrı dahil edilmiştir.

(Model-2)

$$F_{it} = \beta_0 + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 KSP_{it} + \beta_4 KONT_{it} + u_{it}$$

Model-1 ve Model-2'de ortak olarak kullanılan "F_{it}" *i* şirketinin *t* zamanındaki bilanço tarihinden 3 ay sonraki hisse fiyatının doğal logaritmasını temsil etmektedir.

Önceki çalışmalarda olduğu gibi, KSP ile şirket hisse senedi fiyatı arasında bir zaman gecikmesi olduğu varsayılmaktadır (Carnevale ve diğer., 2012; Mervelskemper ve Streit, 2017; Cortesi ve Vena, 2019; Al-Hıyari ve Kolsi, 2021). Ayrıca literatüre uygun olarak hisse fiyatlarına doğal logaritmik dönüşüm uygulanmıştır (Al-Hıyari ve Kolsi, 2021). "$HBDD_{it}$" *i* şirketinin *t* zamanındaki hisse başına özkaynak defter değerini, "HBK_{it}" *i* şirketinin *t* zamanındaki hisse başına net kârını, "u_{it}" ise hata terimini temsil etmektedir. Model-2'de yer alan "KSP_{it}" *i* şirketinin *t* zamanındaki kurumsal sosyal performansını temsil etmektedir. "$KONT_{it}$" ise kontrol değişkenlerini[21] ifade etmektedir.

Son adımda, literatürdeki çalışmalarda araştırmacılar tarafından daha iyi performans göstermeleri nedeniyle tercih edilen mekânsal panel veri modellerinden (SAR, SEM, SDM) yararlanılmaktadır (Kissling ve Carl, 2008; Asgharian, Hess ve Liu, 2013; Q. Li, Song, E. Wang, Hu, Zhang ve Y. Wang, 2014; Kerkman, Martens ve Meurs, 2018; Tatoğlu, 2022; vb.). Finansal olmayan açıklamaların değer ilgililiğine yönelik ülkelerarası araştırmaların çoğu, bir şirketin finansal performansının mekânsal koşullara bağlı olmadığını varsaymaktadır. Elhorst (2010) mekânsal panel veri modellerinin seçiminde SDM'yi başlangıç noktası olarak kabul ederek söz konusu modellerden hangisinin geçerli olduğuna Wald Mekânsal Gecikme ve Wald Mekânsal Hata testleri sonucunda karar vermektedir. Bu nedenle KSP'nin gelişmekte olan piyasalardaki şirketlerin hisse fiyatı ile ilişkisini mekânsal bağlamda araştırmak için Ohlson (1995) fiyat modeli baz alınarak oluşturulan Model-1 ve Model-2'ye ilişkin Mekânsal Durbin Modeli (SDM) aşağıda denklemler ile ifade edilmiştir.

(Model-3)

$$F_{it} = C + \rho_1 W \times F_{it} + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 KONT_{it} + \theta_1 W \times HBDD_{it} + \theta_2 W \times HBK_{it} + \theta_3 W \times KONT_{it} + u$$

(Model-4)

$$F_{it} = C + \rho_1 W \times F_{it} + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 ÇEV_{it} + \beta_4 KONT_{it} + \theta_1 W \times HBDD_{it} + \theta_2 W \times HBK_{it} + \theta_3 W \times ÇEV_{it} + \theta_4 W \times KONT_{it} + u$$

[21] Kontrol değişkenler ve tanımları için Bknz. Tablo 4.1.

(Model-5)

$$F_{it} = C + \rho_1 W \times F_{it} + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 SOS_{it} + \beta_4 KONT_{it} + \theta_1 W \times HBDD_{it} + \theta_2 W \times HBK_{it} + \theta_3 W \times SOS_{it} + \theta_4 W \times KONT_{it} + u$$

(Model-6)

$$F_{it} = C + \rho_1 W \times F_{it} + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 Y\ddot{O}N_{it} + \beta_4 KONT_{it} + \theta_1 W \times HBDD_{it} + \theta_2 W \times HBK_{it} + \theta_3 W \times Y\ddot{O}N_{it} + \theta_4 W \times KONT_{it} + u$$

(Model-7)

$$F_{it} = C + \rho_1 W \times F_{it} + \beta_1 HBDD_{it} + \beta_2 HBK_{it} + \beta_3 KOMB_{it} + \beta_4 KONT_{it} + \theta_1 W \times HBDD_{it} + \theta_2 W \times HBK_{it} + \theta_3 W \times KOMB_{it} + \theta_4 W \times KONT_{it} + u$$

Model-3, 4, 5, 6 ve 7 için ortak olarak kullanılan "ρ_1" içsel etkileşim etkilerini gösteren mekânsal otoregresif parametreyi, "W", N × N boyutlu dışsal olarak belirlenen ve birimlerin mekânsal ilişkisini gösteren pozitif mekânsal ağırlık matrisini, "$W \times F_{it}$", t zamanında diğer şirketlerin piyasa değerinin i şirketinin piyasa değeri üzerindeki ortalama etkisini göstermektedir. "$ÇEV_{it}$", "SOS_{it}", "$Y\ddot{O}N_{it}$" *ve* "$KOMB_{it}$", değişkenleri ise sırasıyla ÇSY'nin üç boyutu ve ÇSY birleşik genel skorunu ifade etmektedir. β_i ise, söz konusu açıklayıcı değişkenlere ilişkin tahmin edilecek tepki parametreleridir. Burada θ_i, bağımsız değişkenlere yönelik dışsal mekânsal etkileşimi ifade eden tepki parametresidir. C, örneklemde yer alan şirketlere ilişkin gözlenemeyen etkileri ifade etmektedir. u, tüm zaman dönemlerinde ve tüm birimler için sıfır ortalama ve sonlu varyansa sahip hataları göstermektedir.

Son olarak tez çalışması kapsamında belirlenen modellere literatürdeki çalışmalar göz önünde bulundurularak iki kontrol değişkeni eklenmiştir. Modellerde yer alan değişkenler ve tanımları Tablo 4.1'de yer almaktadır.

Ohlson (1995) modeli; kazançlar ve öz sermaye defter değerinin hisse fiyatı üzerinde pozitif ve anlamlı ilişkisini öngördüğünden bu ilişki zarar eden şirketler için farklı olabilmektedir (De Klerk ve diğer., 2015: 217). Bu nedenle şirketlerin zarar ettikleri yıl/yıllar (i şirketi t mali yılında zarar ettiyse "1", etmediyse "0") kontrol edilmiştir (Chalmers, Clinch ve Godfrey, 2011; Baboukardos ve Rimmel, 2016;

Alfraih, 2017; Baboukardos, 2018; Nechita, 2021). Ayrıca şirketlerin risk düzeyi muhasebe bilgilerinin değer ilgililiğini etkileyebilmektedir (Habib ve Azim, 2008:177). Bu nedenle şirketlerin finansal riskini kontrol eden kaldıraç oranı (toplam borçların toplam varlıklara oranı) da kontrol değişkeni olarak eklenmiştir (Semenova ve diğer., 2010; De Klerk ve diğer., 2015; M. M. Miralles-Quirós ve diğer., 2018; Qureshi ve diğer., 2020).

Tablo 4. 1. Değişkenlerin Tanımları

Değişkenler	Tanım
Bağımlı Değişken	
F_{it}	Bilanço tarihinden üç ay sonra hesaplanan hisse senetlerinin kapanış fiyatının doğal logaritmasını
Bağımsız Değişkenler	
$HBDD_{it}$	*i* şirketinin bilanço tarihindeki hisse başına defter değerini
HBK_{it}	*i* şirketinin bilanço tarihindeki hisse başına kazancını
$KOMB_{it}$	Refinitiv tarafından *t* yılı için *i* şirketinin 0-100 arasında sağlanan ÇSY birleşik skorunu
$ÇEV_{it}$	Refinitiv tarafından *t* yılı için *i* şirketinin 0-100 arasında sağlanan çevresel performans skorunu
SOS_{it}	Refinitiv tarafından *t* yılı için *i* şirketinin 0-100 arasında sağlanan sosyal performans skorunu
$YÖN_{it}$	Refinitiv tarafından *t* yılı için *i* şirketinin 0-100 arasında sağlanan yönetişim performans skorunu
Kontrol Değişkenleri	
KLD_{it}	*i* şirketinin bilanço tarihindeki toplam borçlarının toplam varlıklarına oranını
NEG_{it}	*i* şirketi *t* yılı için zarar açıkladıysa 1'e, aksi takdirde 0'a eşit olan ikili değişkeni
Mekânsal Ağırlık Matrisleri[22]	
Ülke Ağırlık Matrisi (W_1)	Satır standardize edilmeden önce, matriste eşleşen iki şirket aynı ülke piyasasında işlem görüyorsa aralarındaki ağırlıklar "1"e, aynı ülke piyasasında işlem görmüyor ise "0"a eşit olan ağırlık matrisini
Sektör Ağırlık Matrisi (W_2)	Satır standardize edilmeden önce, matriste eşleşen iki şirket GICS'e göre aynı sektör sınıfındaysa aralarındaki ağırlıklar "1"e, aynı sektörde değil ise "0"a eşit olan ağırlık matrisini ifade etmektedir.

[22] Alt bölüm 4.5.2.'de detaylı olarak açıklanmıştır.

4.5. Araştırmada Kullanılan Yöntem ve Teknikler

Araştırmada kullanılan yöntem ve teknikler aşağıda maddeler halinde ele alınmaktadır.

4.5.1. Mekânsal ekonometri

Mekânsal ekonometri (*spatial econometrics*) teriminin, çok bölgeli ekonometrik model uygulamalarında ortaya çıkan tahmin ve test sorunlarını çözmek ve literatürdeki çalışmalarda giderek ilgi görmekte olan bölge bilimi literatürünü tanımlamak amacıyla 1970'li yılların başında Jean Paelinck tarafından kullanıldığı görülmektedir (Anselin, 1988b:7).

Bu tez çalışmasının "Giriş" ile "4.3. Araştırma Örneklemi ve Verilerinin Seçimi" başlıkları altında da belirtildiği gibi, çalışmanın örneklemi "MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi"nde yer alan ülkelerin şirketlerinden oluşmakta, dolayısıyla araştırmanın örneklem verisinin mekânsal bir bileşeni bulunmaktadır. LeSage'ye (1999) göre, örneklem verisinin mekânsal bir bileşeni olması durumunda; gözlemler arasında mekânsal bağımlılık ve modellenen ilişkilerde mekânsal heterojenlik gibi iki sorunun ortaya çıkmasına neden olabilmektedir (LeSage, 1999:1). Bu sorunların ortaya çıkmasının nedeni, mekânsal ekonometriyi geleneksel ekonometriden ayıran bir özellik olmasına dayandırılmaktadır (A.g.k., 1). Mekânsal ekonometrinin ayırıcı özellikleri; 1) Örnek veri gözlemleri ile örneklemin çeşitli noktaları arasındaki mekânsal bağımlılık (*i* konumundaki gözlemlerin *j* konumlarındaki diğer gözlemlere bağlı olduğu) ile 2) Örneklem içerisinde yer alan farklı noktalara hareket edildiğinde örnek verilerle değişen ilişkilerden ya da model parametrelerinden kaynaklanan mekânsal heterojenlik (örneklemdeki her nokta için farklı bir ilişkinin geçerli olması) biçiminde açıklanmaktadır (A.g.k., 2).

Anselin tarafından yapılan iki ayrı çalışma (Anselin, 1988b, 2001) ile Anselin ve Bera (1998:239) tarafından ortaklaşa yapılan diğer çalışmada, her ne kadar birbirleriyle özdeş olmasa da mekânsal bağımlılık ile mekânsal otokorelasyon kavramlarının birbirlerinin yerine kullanıldığı görülmektedir. Ancak, mekânsal

bağımlılığın mekânsal otokorelasyondan daha güçlü bir tanımlamayı ifade ettiği belirtildiğinden (Anselin ve Bera, 1998:240) tez çalışmasının bundan sonraki bölümlerinde "mekânsal otokorelasyon" terimi yerine "mekânsal bağımlılık" teriminin kullanılması tercih edilmektedir.

Anselin'e (2001) göre mekânsal ekonometri, uygulamalı ve teorik ekonometrinin ana ekseni içerisinde mekânsal etkileşimin (mekânsal etkiler) varlığını belirleme, tahmin ve test etmeye yönelik yeni bir ilgi alanını oluşturmaktadır. Mekânsal ekonometri birbirlerini etkileyen etmenlerin stratejik etkileşimini, komşuluk etkilerini, taklitçilik ve emsal etkilerinin modellenmesi ile bu etkileşimlerin hangi davranış ve kalıplara yol açabileceğine ilişkin ilginç sorulara cevap bulunmasını sağlamaktadır (Anselin, 2001:310). Mekânsal ekonometri; mekânsal bağımlılık (mekânsal otokorelasyon) ve mekânsal heterojenlik (mekânsal yapı) etkilerinin dikkate alınarak metodolojik kaygılarla başa çıkma tekniği olarak ifade edilmektedir (A.g.k., 311). Bu tekniğin 1) Mekânsal etkilerin ekonometrik modellerde biçimsel olarak belirlenmesi, 2) Mekânsal etkileri içeren modellerin tahmin edilmesi, 3) Mekânsal etkilerin varlığına ilişkin model testleri ve teşhisleri ile 4) Mekânsal tahmin olmak üzere dört ilgi alanı bulunmaktadır (A.g.k., 311).

Anselin'in (1988b:8) diğer çalışmasına göre mekânsal bağımlılık, göreceli mekân veya göreceli konum gibi mesafenin etkisini vurgulayan kavramlarla belirlenmekte, birimler arasındaki bağımlılık ve etkileşimlerin (ekonomik, politik, coğrafi, sosyal alan) açıklamalarında kullanılmaktadır. Mekânsal bağımlılığın ortaya çıkma nedenleri arasında; mekânsal gözlem birimlerinin keyfi olarak belirlendiği (nüfus sayılarının alındığı bölge, ülke sınırları gibi) mekânsal kümelendirme sorunları ve en önemlisi mekânsal dışsallıkların ve yayılma etkilerinin varlığı gibi ölçüm hatalarının bulunduğu ileri sürülmektedir (Anselin, 1988b:8).

Varga'ya (1998:29) göre, veriler doğru toplanmış olsa dahi değerler arasında mekânsal bağımlılık söz konusu olabilmektedir. Bu durum mekânsal bağımlılığın birimler arasındaki mesafe tarafından belirlendiği ve mekânsal bağımlılık ile birimler arasında negatif yönlü bir ilişkinin var olduğu sonucunu ortaya koymaktadır (Varga, 1998:29). Dolayısıyla mekânsal bağımlılık, farklı konumlarda bulunup aynı

değişkenler için gözlemlenen değerler arasında işlevsel bir ilişkinin var olduğu anlamını taşımaktadır (A.g.k., 29).

Bu açıklamalar ile Tobler'in (1970) çalışmasında başvurduğu "her şey diğer her şeyle ilişkilidir, ancak daha yakın olan şeyler daha uzak olan şeylerden daha fazla ilişkilidir" biçiminde ifade edilen coğrafyanın temel kuralı (Tobler, 1970:236) birleştirilerek, tez çalışmasının araştırma modeline mekânsal bağımlılık yapısı da dâhil edilmektedir.

Anselin ve Bera'nın (1998) çalışmasında, mekânsal bağımlılık tanımlanırken, "lokasyonel benzerlik" kavramının ya da rastgele seçilen değişken değerlerinin ilişkilendirildiği konumların belirlenmesinin önemli bir husus olduğu vurgulanmakta ve mekânsal bağımlılığın varlığı;

$$\mathrm{Cov}[y_i,\ y_j] = E(y_i y_j) - E(y_i)\,E(y_j) \neq 0, \qquad i \neq j\ için$$

moment durumuyla açıklanmaktadır (Anselin ve Bera, 1998:241). Bu eşitlikte; y_i ve y_j örneklemden rastgele seçilen y değişkenine ilişkin gözlem değerlerini, i ve j ise örneklemden rastgele seçilen lokasyonlardaki (sınırları enlem ve boylam olarak ölçülen büyük merkezlerin konumları gibi) ya da bölgesel birimlerdeki (ülke, il, ilçe, nüfus sayılarının alındığı bölge gibi) gözlem değerlerini göstermektedir (A.g.k., 242).

Literatürde yer alan mekânsal ekonometri çalışmalarında, mekânsal bağımlılık yapısının modele dâhil edilmesinde mekânsal ağırlık matrisi kullanılmakta (Anselin, 1988b; Case, Rosen ve Hines, 1993; Anselin ve Bera, 1998; Varga, 1998; Tatoğlu, 2022:7 gibi) ve mekânsal ağırlık matrisi özet olarak aşağıda ele alınmaktadır.

4.5.2. Mekânsal ağırlık matrisinin oluşturulması

Mekânsal ağırlık matrisi, mekânsal ekonometrik modellerde önemli bir bileşen olup farklı mekânsal birimler arasındaki bağımlılığın bir ölçüsünü göstermektedir. Varga'ya (1998) göre, mekânsal bağımlılığın (ya da mekânsal otokorelasyonun) modellenmesi için mekânsal düzenlemelerin uygun biçimde oluşturulması gerekmektedir (Varga, 1998:29-30). Bunun için en yaygın olarak kullanılan çözüm;

analiz edilen mekânsal birimlerin farklı mesafelerdeki komşular olarak düşünülmesidir.

Mekânsal ağırlık matrisleri, yakın gözlemlere uzak gözlemlerden daha fazla ağırlık verilen ağırlıklı ortalamaların hesaplanması amacıyla kullanılmaktadır (Anselin, 2001:313; Drukker, Peng, Prucha ve Raciborski, 2013:249; vb.). Matrisin *(W)* boyutu gözlem sayısına *(N)* eşit olmakta ve *"W"* ile ifade edilmektedir (Varga, 1998:30). Mekânsal ağırlık matrisi literatürde genellikle;

$$W_{N\times N} = \begin{bmatrix} w_{11} & \cdots & w_{N1} \\ \vdots & w_{ij} & \vdots \\ w_{1N} & \cdots & w_{NN} \end{bmatrix}$$

biçiminde formüle edilmektedir. Matrisin elemanları arasında bulunan w_{ij} değerleri, i ve j lokasyonları arasında komşuluk ilişkisini göstermektedir. Mekânsal birimler arasındaki ilişkide ikili (0,1) değerler seçildiğinde, bunlar ağırlık matrisi için satır standardize edilerek istatistiksel yorumlamayı kolaylaştırılabilmektedir (Varga, 1998:30). Satır standardize edilmiş ağırlık matrisi, $w_{ij} = w_{ij}/\sum_j w_{ij}$ şeklinde ifade edilmektedir. Böylece ağırlık matrisinde her satır toplamı bire eşit, ayrıca mekânsal ağırlık matrisi bir birimin kendi kendine komşuluğunu dışlamak amacıyla köşegen elemanları sıfıra eşit ve simetrik olmaktadır.

"Komşuluk" ilişkisine göre oluşturulabilecek ağırlık matrisleri, başlıca sınırdaşlık (bitişiklik) ve mesafe olmak üzere çeşitli yöntemlerle oluşturulabilmektedir (Anselin, 1988b:8, 17; Anselin ve Bera, 1998:243-244; LeSage ve Pace, 2009:85;118). Bu yöntemlerden ilki; Moran (1948) ve Geary (1954) tarafından geliştirilen mekânsal bağımlılığın, iki mekânsal birim arasındaki ilişkinin sıfır olmayan uzunlukta ortak bir sınırı paylaşıp paylaşmamasına göre "0" ve "1" değerleri atanarak belirlenmesine dayanmaktadır (Anselin, 1988b:17). Anselin (1988b) bu ilişkiyi satranç tahtasındaki karelere benzetmiş ve iki mekânsal birim arasındaki komşuluk ilişkisini satrançtaki fil, kale ve vezirin hareketlerini temel alarak açıklamıştır (Anselin, 1988b:18). İki mekânsal birimin, düzensiz bir yapıyı da içermesi durumunda (örneğin bir ülkedeki şehirler gibi) komşuluk ilişkisi belirli bir mesafe belirlenerek açıklanabilmektedir. Kritik değer komşuluğu, k. dereceden komşuluk ve Cliff ve Ord'un (1973, 1981) iki

mekânsal birim arasındaki potansiyel ilişkiyi ölçecek şekilde geliştirdiği ağırlık matrisleri ise mesafeye bağlı olarak oluşturulmaktadır (Anselin, 1988b:19-20).

Mekânsal ağırlık matrisinin oluşturulmasında kullanılan başlıca yöntemler, coğrafyanın temel ilkelerine (dağılış-yayılma, karşılıklı bağlantı-ilişki, nedensellik-sebep/sonuç) dayandırılmakta ve yakın mesafedeki birimlerin, daha uzaktaki birimlere kıyasla daha fazla mekânsal bağımlılığa sahip olacağı varsayılmaktadır (Tobler, 1970:236; Miller, 2004:284). Ancak komşuluk tanımı aslında çok daha geniş olup, gözlemler arasındaki her türlü etkileşimi yansıtacak şekilde genelleştirilebilmektedir (Ertur ve Koch, 2011:236). Tercih edilecek komşuluk ilişkisine bağlı olarak coğrafi olmayan mekânsal ağırlık matrisleri de oluşturulabilmektedir. Ülkelerarası ekonomik bağlantıları belirlemede ticaret akış hacmini temel alan ağırlık matrisleri, coğrafi mesafeden daha etkili ve literatürde sıklıkla kullanılan bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır (Beck, Gleditsch ve Beardsley, 2006; Abate, 2016). Deari, Lakshina ve Lapshina (2020:354-355) tarafından yapılan çalışmada, şirketler arasındaki karşılıklı mekânsal bağımlılığı ölçmek amacıyla; şirketlerin bulunduğu ülke, sektör ve benzer büyüklük ile yaş ve finansal göstergelere dayalı bir kümeyi temel alan ikili değerlerden oluşan üç ağırlık matrisinin belirlendiği görülmektedir. Mekânsal ağırlık matrisleri coğrafi komşuluk ilişkisi dışında; seçilen özelliğe göre kullanılan ortak dil, ortak para birimleri gibi çeşitli biçimlerde oluşturulabilmektedir (Leenders, 2002:21; Drukker ve diğer., 2013:243; Tatoğlu, 2022:3; vb.).

Mekânsal ekonometride ağırlık matrisi, "bağımlılık yapısının teorik kavramsallaştırması" ile doğrudan bir ilişki taşımalıdır (Anselin, 1988b:21). Bu tez çalışmasında, taklit stratejisi teorisine[23] ve "4.2. Araştırma Konusuna İlişkin Literatür Taraması"nda özetlenen çalışmalara dayanılarak, KSP'nin değer ilgililiğinin şirketin faaliyet gösterdiği ülke piyasası ve sektöre özgü bağlamdan etkilendiği varsayılmaktadır. Bu amaçla literatürdeki çalışmalara uygun olarak belirlenmiş iki ağırlık matrisi *(W_1* ve *W_2)* oluşturulmuştur (Gu, 2023b; H. Zhao ve diğer., 2023; Gu, 2024). Aynı ülkedeki yatırımcılar, yatırım kararlarını verirken bulundukları ülkenin hukuksal yapısından, kurumsal ve ekonomik koşullarından, kültüründen, yatırım yapacakları şirketlerin konumundan, raporlama dilinden ve çerçevesinden

[23] Bknz. Tez çalışmasının 1.6.3. başlığında yer alan "Taklit stratejisi teorisi (imitation strategy)".

etkilenebilmektedir (Grinblatt ve Keloharju, 2001; Barker ve Loughran, 2007; M. M. Miralles-Quirós ve diğer., 2019). Bu bağlamda ilk ağırlık matrisi *(W_1)*; satır standardize edilmeden önce, matriste eşleşen iki şirket aynı ülke piyasasında işlem görüyorsa aralarındaki ağırlıklar "1"e, aynı ülke piyasasında işlem görmüyor ise "0"a eşit olacak şekilde oluşturulmuştur.

Aynı sektördeki şirketler ise o sektöre özgü yerel ve uluslararası gereklilikler ile sürdürülebilirlik uygulamalarıyla ilgili paydaş taleplerini karşılama durumunda kalabilmektedir (Chang, Kuo ve Chen, 2013; Cardoni, Kiseleva ve Terzani, 2019; H. Zhao, 2023). Belirli bir sürdürülebilirlik konusunun sektöre özgü göreceli önemi, değerle ilgili olan ÇSY bilgi tanımlarını değiştirebilmektedir (Khan, Serafeim ve Yoon, 2016:1714, 1717). Ayrıca şirketlerin ve sektördeki rakiplerinin KSP'si, sektörde meydana gelebilecek olağanüstü durumlardan etkilenebilmektedir (Liu ve Wu, 2016:52-54). Sonuç olarak, kurumsal sürdürülebilirlik performansının değer ilgililiği şirketin bulunduğu sektörden de etkilenebilmektedir. Bu bağlamda ikinci ağırlık matrisi *(W_2)* ise; satır standardize edilmeden önce, matriste eşleşen iki şirket GICS'e göre aynı sektör sınıfındaysa aralarındaki ağırlıklar "1"e, aynı sektörde değil ise "0"a eşit olacak şekilde oluşturulmuştur.

4.5.3. Mekânsal bağımlılığın belirlenmesi

Mekânsal verilerin analizi söz konusu olduğunda, bu verilerde herhangi bir mekânsal bağımlılığın olup olmadığının tespit edilmesi gerekmektedir. Mekânsal bağımlılık, belirli bir değişkenin değerlerinin komşu konumda kaydedilen aynı değişkenin değerine bağlı olması durumudur (Jiang, 2018:1648). Doğrusal regresyon modellerinin hata terimlerine uygulanan mekânsal bağımlılığın etkilerinin analizi mekânsal ekonometride ele alınan ilk konulardan biridir (Anselin, 1988b:100). Hata terimlerinde mekânsal bağımlılığın varlığı durumunda sıradan en küçük kareler (OLS) gibi geleneksel tahmin yöntemlerinin kullanılması hata terimlerinin taraflı tahminlerine yol açabilmektedir (Gumprecht, Müller ve Rodríguez-Díaz, 2009:130).

Bu bağlamda bu bölümde, hata terimlerinde mekânsal bağımlılığın araştırılmasında literatürde sıklıkla kullanılan Moran *I*, Geary C ve ML temelli Lagrange Çarpanı belirleme testlerine odaklanılmaktadır.

4.5.3.1. Moran *I* testi

Mekânsal otokorelasyonun belirlenmesine yönelik testlerin temeli, Moran (1950) tarafından geliştirilen Moran *I* test istatistiğine (*I*) dayanmaktadır. Daha sonra bu yöntem Cliff ve Ord (1972, 1973, 1981) tarafından doğrusal bir regresyon modelinden elde edilen kalıntılarda mekânsal bağımlılığı test etmek üzere geliştirilmiştir. Bu çalışmalara göre Moran *I* istatistiği matris gösterimiyle aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$I = \frac{N}{S_0}\left(\frac{e'We}{e'e}\right)$$

Burada *N*, gözlem sayısıdır. S_0, mekânsal ağırlık matrisinin elemanları toplamını ifade eden ($S_0 = \sum_i \sum_j w_{ij}$) standardizasyon faktörüdür. e, $(N \times 1)$ boyutlu olmak üzere en küçük kareler (OLS) kalıntılarının vektörünü, W ise mekânsal ağırlık matrisini ifade etmektedir. Ağırlık matrisi standardize edildiğinde matrisin satır toplamları bir olacağından, $S_0 = N$ olacak ve eşitlikte sadeleşecektir. Moran I katsayısı, zaman serilerinde serisel bağımlılık için kullanılan Durbin-Watson testi ile benzer bir yapıda bulunmaktadır (Anselin ve Kelejian, 1997:153).

Moran *I* değeri, +1 ile -1 arasında değişmektedir. Bu değer, verilerin kümelenmiş mi, dağınık mı yoksa rastgele mi olduğu hakkında bilgi vermektedir (Ghodousi, Sadeghi-Niaraki, Rabiee ve Choi, 2020:5). +1'e yaklaşan bir değer, benzer verilerin bir arada kümelenme eğiliminde olduklarını gösterirken -1'e yaklaşan bir değer, verilerin dağınık olma eğiliminde olduklarını göstermektedir. 0'a yakın bir değer ise anlamlı mekânsal bağımlılığın olmadığını ve verilerin rastgele dağıldığını belirtmektedir (Anselin, Cohen, Cook, Gorr ve Tita, 2000:232; Kwilinski ve diğer., 2023:7).

Anselin ve Bera'ya (1998:265) göre regresyon kalıntılarının normal dağıldığı varsayımına göre yapılan Moran *I* testine ilişkin sıfır hipotezi mekânsal bağımlılık ya da mekânsal otokorelasyonun olmamasıdır. Ancak alternatif hipotez için kesin bir ifade olmadığından, bu bağımlılığın yüksek değerli veya düşük değerli kümelenmeden mi kaynaklandığı hakkında bir çıkarım yapılamamaktadır (Anselin ve Bera, 1998:265; Zhang ve Lin, 2007:6123).

4.5.3.2. Geary *C* istatistiği

Mekânsal bağımlılığın belirlenmesi ve ölçümlenmesinde diğer bir yaklaşım Geary (1954) tarafından önerilen Geary *C* istatistiğidir. Geary *C* istatistiği, komşu gözlemler arasındaki farkın kareleri toplamının, ortalamadan sapmalarının kareleri toplamına oranı olarak tanımlanmakta ve aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Anselin, 2019:135).

$$C = \frac{(N-1)\sum_i \sum_j w_{ij}\left(X_i - X_j\right)^2}{2S_0 \sum_i (X_i - \bar{X})^2}$$

Burada *N*, toplam gözlem sayısını göstermektedir. w_{ij}, mekânsal ağırlık matrisinin elemanlarını temsil ederken $(X_i - X_j)$ ise ise X değişkeninin i ve j konumlarındaki değerleri arasındaki farktır. S_0, mekânsal ağırlık matrisinin elemanları toplamı ($S_0 = \sum_i \sum_j w_{ij}$) ve $\bar{X}$ ise X değişkeninin ortalamasıdır.

Geary *C*'nin değerleri 0 ile 2 arasında değişmektedir. Birden küçük değerler pozitif mekânsal bağımlılığı, birden büyük değerler ise negatif mekânsal bağımlılığı göstermektedir. Ayrıca söz konusu değer 1'e eşitse, mekânsal bağımlılık yoktur (Chen, 2013:5). Moran *I* istatistiğinde olduğu gibi Geary *C* testinin sıfır hipotezi, birimler arasında mekânsal bağımlılık yoktur şeklindedir (Suryowati, Bekti ve Faradila, 2018:3).

4.5.3.3. Lagrange çarpanı testleri

Mekânsal bağımlılığın olup olmadığını belirlemek için maksimum olabilirlik (ML - Maximum Likelihood) tahminine dayanan yaklaşımlardan

yararlanılabilmektedir. ML tahminine dayanan yaklaşımlardan Wald (W) ve Olabilirlik Oranı (LR - Likelihood Ratio) testleri, mekânsal modelin tahmin edilmiş olmasını gerektirmektedir. Lagrange Çarpanı (LM - Lagrange Multiplier) testi ise yalnızca sıfır hipotezinin tahminini ve en küçük kareler (EKK) yöntemi tahmin sonuçlarının bulunmasını gerektirmektedir (Anselin, 1988a:2, 1988b:103). LM testi, alternatif hipotez altında model tahmini gerektirmemesi ve kolaylığı nedeniyle literatürde sıklıkla tercih edilmektedir. Başlangıç modeli EKK aracılığıyla tahmin edilerek, artıklar LM gecikme ve LM hata testleri aracılığıyla ihmal edilen mekânsal bir gecikmenin veya otoregresif hataların neden olduğu mekânsal bağımlılığın varlığının sınanması için kullanılmaktadır (Hage, Sandberg, Söderholm ve Berglund, 2018:257).

Mekânsal hata bağımlılığının araştırılmasında ilk kez Burridge (1980) tarafından önerilen LM_{err} test istatistiği aşağıda yer almaktadır (Fischer ve Wang, 2011:36).

$$\mathrm{LM_{err}} = \mathrm{LM_{\lambda}} = \left(\frac{e'We}{e'eN^{-1}}\right)^2 \frac{1}{tr[W'W + W^2]}$$

Burada *e*, $(N \times 1)$ boyutlu olmak üzere OLS kalıntılarının vektörünü, *W* ise mekânsal ağırlık matrisini ifade etmektedir. *N* gözlem sayısı ve *tr* (trace) matrisin köşegen elemanlarının toplamıdır. Mekânsal hata testi için hipotez testleri aşağıdaki gibi kurulmaktadır (Anselin, 1988a:4, 1988b:103).

$$H_0: \lambda = 0$$
$$H_1: \lambda \neq 0$$

Anselin (1988a,1988b) tarafından geliştirilen ve LM testlerini temel alarak mekânsal gecikme bağımlılığının hesaplandığı LM_{lag} testi ise aşağıda verilmektedir.

$$LM_{lag} = LM_{\delta} = \left(\frac{e'Wy}{e'eN^{-1}}\right)^2 \frac{1}{H}$$

$$H = [(WX\beta)'(I - X(X'X)^{-1}X')(WX\beta)\sigma^{-2}] + tr[W'W + W^2]$$

Mekânsal gecikme testi için hipotez testleri ise aşağıdaki gibi kurulmaktadır (Fischer ve Wang, 2011:36).

$$H_0: \delta = 0$$

$$H_1: \delta \neq 0$$

LM_λ testinde mekânsal gecikmenin varlığı veya LM_δ testinde mekânsal hatanın varlığı durumunda, söz konusu testler sapmalı sonuçlara neden olabilmektedir. Bu nedenle LM_λ ve LM_δ testlerinin sıfır hipotezinin reddi durumunda, Anselin, Bera, Florax ve Yoon (1996) tarafından geliştirilen Robust (sağlam) LM mekânsal hata testi ile Robust LM mekânsal gecikme testlerine de başvurulabilmektedir.

4.5.4. Mekânsal regresyon modelleri

Mekânsal birimlerin analizi söz konusu olduğunda geleneksel regresyon modellerinde mekânsal bağımlılığın göz ardı edilmesi, verimsiz veya yanlı tahminlere ayrıca yanıltıcı sonuçlara neden olabilmektedir (Anselin, 2001:705). Anselin'e (1988b) göre mekânsal bağımlılık iki şekilde açıklanabilmektedir. Bunlardan ilki, regresyon modelindeki bağımlı değişkenin arkasında yatan mekânsal etkileşimin belirlenmesidir. Bu durum, önemli (*substantive)* bağımlılık olarak adlandırılmakta ve ilgilenilen değişkenin her konumdaki değerinin, diğer konumlardaki değerler tarafından ortaklaşa olarak belirlenmesi durumunda ortaya çıkmaktadır. İkincisi ise regresyon modelinde bir rahatsızlık (*nuisance*) olarak görülmesi nedeniyle göz ardı edilen ve hata terimlerine yansıtılan değişkenler arasındaki mekânsal bağımlılıkla ilgilidir (Anselin ve Florax 1995:4). Bu nedenle, mekânsal bağımlılığı göz önünde bulunduran regresyon modellerinin kullanımı önerilmektedir.

Belirli bir konumla ilişkili bir gözlemin diğer konumlardaki gözlemlere bağlı olma eğilimi Elhorst'a (2014) göre üç farklı türde etkileşim etkisiyle mekânsal modellere dahil edilebilmektedir. Bunlardan ilki içsel etkileşim etkisi olup belirli bir birimin bağımlı değişkeninin diğer birimlerin bağımlı değişkenine bağlı olması durumunu ifade etmektedir. İkinci türde etki olan dışsal etkileşim, belirli bir birimin bağımlı değişkeninin diğer birimlerin bağımsız değişkenlerine bağlı olması durumudur. Son etki ise hata terimleri arasında yer alan etkileşim etkisidir. Söz konusu

üç etkileşim etkisinin de bulunduğu model, genel yuvalanmış mekânsal model (GNS-General Nesting Spatial) olarak adlandırılmakta ve aşağıdaki gibi açıklanmaktadır (Elhorst, 2014:8):

$$y = \delta W y + \alpha \iota_N + X\beta + WX\theta + u$$

$$u = \lambda W u + \varepsilon$$

Söz konusu modelde y, N gözlem sayısı olmakla birlikte $(Nx1)$ boyutlu bağımlı değişken vektörü; W ise (NxN) boyutlu mekânsal ağırlık matrisidir. ι_N tahmin edilecek α sabit terim parametresi ile ilişkili $(Nx1)$ boyutlu vektörü; X, K değişken sayısı olmakla birlikte (NxK) boyutlu bağımsız değişkenler matrisini ifade etmektedir. δ, mekânsal otoregresif katsayısı (mekânsal gecikme katsayısı); λ ise mekânsal otokorelasyon katsayısıdır. θ ve β, $(Kx1)$ boyutlu ve parametrelerin tahminini gerektiren vektörü ve son olarak u, $(Nx1)$ boyutlu hata terimi vektörünü ifade etmektedir. Wy, bağımlı değişkenler arasındaki içsel etkileşim etkisini; WX, bağımsız değişkenler arasındaki dışsal etkileşim etkilerini ve Wu ise hata terimleri arasındaki etkileşim etkisini göstermektedir.

GNS modeli, etkileşim etkilerini ayırmada ve tahmin etmede güçlükleri nedeniyle fazla tercih edilmemekte, bunun yerine GNS modelindeki bir ya da birden fazla parametreye kısıtlamalar getirilerek farklı modellerin kullanımı tercih edilebilmektedir (Elhorst, 2014:10; Tatoğlu, 2022:54). GNS modeli, etkileşim etkilerinin tümünü içermesi nedeniyle bu tez çalışması kapsamında ele alınmamasına rağmen, mekânsal regresyon modellerini tanımlamak için bir başlangıç noktası oluşturmaktadır. Elhorst'un (2003) çalışması izlenerek literatürde yaygın olarak kullanılan mekânsal ekonometrik modeller olan; Mekânsal Otoregresif Model (SAR), Mekânsal Hata Modeli (SEM) ve Mekânsal Durbin Modeli (SDM) aşağıda açıklanmaktadır.

4.5.4.1. Mekânsal otoregresif model (SAR)

Anselin (1988b:192) tarafından "Karma-Mekânsal Otoregresif Model" olarak adlandırılan Mekânsal Gecikme Modeli ya da Mekânsal Otoregresif Model (SAR), belirli bir konumda bağımlı değişkendeki değişimin, komşu gözlemlerdeki bağımlı

değişkenlerin değişiminden etkilendiğini varsaymaktadır. GNS modelinde yer alan $\theta = 0$ ve $\lambda = 0$ olacak şekilde kısıtlanması durumunda, model SAR olmakta ve aşağıdaki gibi ifade edilmektedir:

$$y = \delta W y + \alpha \iota_N + X\beta + u$$

SAR'da, satır standardize edilmiş mekânsal ağırlık matrisi (W) aracılığıyla, komşuların ortalaması regresyon yönteminde ek bir değişken olarak modele dahil edilmektedir. Burada Wy, mekânsal olarak gecikmeli değişkeni ifade etmekte ve bağımlı değişkenler arasındaki içsel etkileşim etkilerini göstermektedir (Fischer ve Wang, 2011:34; Vega ve Elhorst, 2015:344). Söz konusu içsel etkileşim etkisi; bağımlı değişkenin değerinin, komşu birimler tarafından ortaklaşa belirlendiği mekânsal veya sosyal etkileşim süreci olarak ifade edilmektedir (Elhorst, 2014:7).

4.5.4.2. Mekânsal hata modeli (SEM)

Mekânsal bağımlılık, birbirlerine komşu olan birimlerin hata terimlerinde meydana geldiğinde bu durum Mekânsal Hata Modeli (SEM) ile açıklanmaktadır. GNS'nin $\delta = 0$ ve $\theta = 0$ ile kısıtlanan bir türü olan SEM'in matris gösterimi aşağıdaki biçimde açıklanmaktadır (Elhorst, 2014:9).

$$y = \alpha \iota_N + X\beta + u$$

$$u = \lambda W u + \varepsilon$$

Bu modelde, Wu hata terimlerindeki mekânsal bağımlılığın olması durumunda türetilen ve mekânsal olarak gecikmeli hata terimini ifade etmektedir. Mekânsal Gecikme Modeli (SAR), denklemin sağ tarafında bağımlı değişkenler arasındaki içsel etkileşim etkilerini Wy aracılığıyla hesaba kattığından standart regresyon modellerinden farklı sonuçlara neden olmaktadır. Bu durumun aksine SEM, standart regresyon modeli ile hata terimindeki mekânsal otoregresif modelin bir birleşimidir. Büyük örneklemlerde SEM ve klasik regresyon modelinin β parametrelerinin nokta tahmini aynı olmaktadır (Fischer ve Wang, 2011:34).

4.5.4.3. Mekânsal Durbin modeli (SDM)

Elhorst (2014:33)'e göre tek tip etkileşim etkilerini dikkate almaları nedeniyle SAR ve SEM sınırlı yaklaşımlar olarak kabul edilmektedir. Bu iki yaklaşımın genel formu olan Mekânsal Durbin Modeli (SDM), sadece bağımlı değişkendeki mekânsal bağımlılığı değil aynı zamanda bağımsız değişkenlerde de mekânsal bağımlılığı hesaba katmaktadır. Söz konusu model, GNS'de $\lambda = 0$ kısıtlaması durumunda elde edilmekte ve aşağıdaki gibi ifade edilmektedir (Elhorst, 2014:9).

$$y = \delta W y + \alpha \iota_N + X\beta + WX\theta + u$$

SDM, komşu konumlardaki bağımlı değişkeninin mekânsal yayılma etkisini ortaya koymakla kalmamakta, aynı zamanda komşu konumlardaki bağımsız değişkenlerin kendi bağımlı değişkenleri üzerindeki etkisini de incelemektedir (H. Wang, Cui ve Q. Zhao, 2021:7). Buna göre SDM, dışsal etkileşim etkisinin yanı sıra (WX), içsel etkileşim etkilerini de (Wy) içermesi bakımından SAR'dan farklılaşmaktadır. SDM'de $\theta = -\delta\beta$ kısıtlamasının uygulanması mekânsal hata modelini verirken, θ = 0 kısıtlamasının uygulanması ise mekânsal gecikme modelini vermektedir (Yu, L. Zhang, F. Li ve Zheng, 2013:211).

4.6. Tanımlayıcı İstatistikler, Ülkelere Göre Gözlem Sayılarının ve Sektör Sınıflarının Dağılımı

Ampirik analize dışa düşenlerin (*outliers*) etkisinden arındırılarak başlanmaktadır. Bunun için Landau ve diğer. (2020) ile De Klerk ve diğer. (2015) tarafından yapılan çalışmalar izlenerek törpüleme *(winsorize)* işlemi uygulanmıştır. Bu yöntem dağılımın üst ve alt kısmının %5'inin en aşırı tutulan değerlerle değiştirilmesine dayanmaktadır. Böylece istatistiksel olarak daha anlamlı sonuçlar elde edilebilmektedir (Igo Jr, 2010:601).

Tablo 4.2'de bu tez çalışmasında kullanılan değişkenlerin, dışa düşenlerinin törpülenmesinden önceki ortalama, standart sapma, minimum, maksimum ve medyan değerleri ile törpüleme işlemi sonrasındaki VIF (*Varyans Şişme Çarpanı*) değerleri yer almaktadır.

Örneklem 2013-2020 yılları için 287 şirketten oluşmaktadır. Tablo 4.2'de görülebileceği üzere, örneklemdeki şirketlerin ÇSY birleşik skoru 7,20 ile 92,44 arasında değişmekte olup ortalaması 50,82 (medyanı 51,70) ve standart sapması 18,66'dır. Bu yüksek standart sapma değeri, gelişmekte olan piyasalarda faaliyet gösteren şirketlerin ÇSY performansları arasındaki farkın yüksek olduğunu göstermektedir. Al-Hıyari ve Kolsi'nin (2021) çalışmaları ile tutarlı olarak, şirketlerin ÇSY performanslarının bireysel boyutları arasında yönetişim performansının skor ortalaması 54,70 ile en yüksektir. Yönetişim performansını, sosyal ve çevresel performans skorları izlemektedir. Bu durum gelişmekte olan ülke piyasalarında faaliyet gösteren şirketlerin kaynakları en aza indirme, emisyonları azaltma ve ürün yeniliği konusundaki çalışmalarını gözden geçirmeleri gerektiğini göstermektedir.

Tablo 4. 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Medyan	VIF
F_{it}	23,30	71,54	0,02	1.247,25	3,65	
$HBDD_{it}$	18,01	57,83	0,01	585,75	1,80	3,21
HBK_{it}	1,29	5,02	-36,86	59,85	0,17	3,26
$KOMB_{it}$	50,82	18,66	7,20	92,44	51,70	8,42
$ÇEV_{it}$	50,67	24,31	0,12	98,39	52,73	3,41
SOS_{it}	52,80	24,03	0,60	97,16	54,91	4,26
$YÖN_{it}$	54,70	21,12	1,59	98,02	56,08	1,70
KLD	0,52	0,18	0,07	0,96	0,53	1,05
NEG	0,91					1,20

Notlar: F_{it} bilanço tarihinden üç ay sonra hesaplanan hisse senetlerinin kapanış fiyatının doğal logaritmasını; $HBDD_{it}$ i şirketinin bilanço tarihindeki hisse başına defter değerini; HBK_{it} i şirketinin bilanço tarihindeki hisse başına kazancını; $KOMB_{it}$ t yılı için i şirketinin 0-100 arasında sağlanan ÇSY birleşik skorunu; $ÇEV_{it}$ t yılı için i şirketinin 0-100 arasında sağlanan çevresel performans skorunu; SOS_{it} t yılı için i şirketinin 0-100 arasında sağlanan sosyal performans skorunu; $YÖN_{it}$ t yılı için i şirketinin 0-100 arasında sağlanan yönetişim performans skorunu; *KLD* i şirketinin bilanço tarihindeki toplam borçlarının toplam varlıklarına oranını; *NEG* i şirketi t yılı için zarar açıkladıysa 1'e, aksi takdirde 0'a eşit olan ikili değişkenini temsil etmektedir.

Yine Tablo 4.2'de görülebileceği gibi, örneklemin 2013-2020 yılları arasındaki finansal değişkenlerine bakıldığında, şirketlerin ortalama hisse fiyatı 23,30 ve medyanı 3,65'tir. Değişkenlerin çoğunun değerlerinde önemli farklılıklar bulunmaktadır. Ancak ortalama ve medyan arasındaki en yüksek farklılık hisse fiyatındadır. Bu nedenle literatüre uygun olarak dağılım sorunlarını hafifletmek için doğal logaritmik

dönüşüm uygulanmıştır (Al-Hıyari ve Kolsi, 2021). Hisse başına ortalama ve medyan defter değeri ile hisse başına kazanç sırasıyla 18,01 ve 1,8 iken, hisse başına kazanç ortalaması ve medyanı ise sırasıyla 1,29 ve 0,17'dir. Şirketlerin kontrol değişkenleri açısından, kaldıraç oranı ortalaması ve medyanı ise sırasıyla 0,52 ve 0,53'tür. Ayrıca şirket-yıl gözlem değerlerinin yaklaşık %9'u 2013-2020 yılları itibarıyla zarar açıklamıştır. Son olarak herhangi bir çoklu doğrusallık sorununun varlığını belirlemek amacıyla Cordazzo ve diğer. (2020) tarafından yapılan çalışma izlenerek, VIF kullanılmıştır. Tüm VIF değerlerinin 10'dan küçük olması nedeniyle bu tez çalışmasında kullanılan değişkenler arasında çoklu bağlantı sorunu bulunmamaktadır.

Tablo 4.3'te gelişmekte olan piyasalardaki ülkelere göre gözlem sayılarının dağılımı yer almaktadır.

Tablo 4. 3. Gelişmekte Olan Piyasalardaki Ülkelere Göre Gözlem Sayılarının Dağılımı

Sıra No	Ülke	Şirket-Yıl Gözlem Sayısı	Dağılım Oranı	
			Yüzde (%)	Kümülatif (%)
1	Brezilya	152	6,62	6,62
2	Çin	376	16,38	23,00
3	Endonezya	80	3,48	26,48
4	Filipinler	72	3,14	29,62
5	Güney Afrika	136	5,92	35,54
6	Güney Kore	296	12,89	48,43
7	Hindistan	336	14,63	63,07
8	Macaristan	16	0,70	63,76
9	Malezya	104	4,53	68,29
10	Meksika	72	3,14	71,43
11	Polonya	48	2,09	73,52
12	Rusya	96	4,18	77,70
13	Suudi Arabistan	16	0,70	78,40
14	Şili	40	1,74	80,14
15	Tayland	80	3,48	83,62
16	Tayvan	312	13,59	97,21
17	Türkiye	40	1,74	98,95
18	Yunanistan	24	1,05	100,00
T O P L A M		**2296**	**100,00**	

Tablo 4.3, en fazla gözlemin Çin (376)'den elde edildiğini, bunu sırasıyla Hindistan (336), Tayvan (312) ve Güney Kore'nin (296) izlediğini göstermektedir. En az gözlem değeri ise Macaristan (16) ve Suudi Arabistan (16)'dan elde edilmiştir.

Tablo 4.4'te ise şirketlerin Küresel Endüstri Sınıflandırma Standartları (GICS) sektör sınıflarına göre dağılımına yer verilmektedir.

Tablo 4. 4. Şirketlerin Sektör Sınıflarına Göre Dağılımı

Sıra No	GICS Sektör Sınıfı	Şirket Sayısı	Dağılım Oranı	
			Yüzde (%)	Kümülatif (%)
1	10 Enerji	36	12,54	12,54
2	15 Malzeme	54	18,82	31,36
3	20 Endüstriyel Ürünler	43	14,98	46,34
4	25 İsteğe Bağlı Ürün ve Hizmetler	29	10,10	56,45
5	30 Temel Tüketim Ürünleri	36	12,54	68,99
6	35 Sağlık	8	2,79	71,78
7	45 Bilgi Teknolojileri	34	11,85	83,62
8	50 İletişim Hizmetleri	21	7,32	90,94
9	55 Altyapı	19	6,62	97,56
10	60 Gayrimenkul	7	2,44	**100,00**
T O P L A M		**287**	**100,00**	

Tablo 4.4. Küresel Endüstri Sınıflandırma Standardı (GICS) sektör sınıflandırmasına dayalı olarak örneklem kompozisyonu hakkında bilgi sunmaktadır. Tablo 4.4'e göre, gözlemlerin çoğu (18,82'si); kimyasallar, inşaat malzemeleri, konteynerler ve paketleme, metaller ve madencilik, kağıt ve orman ürünlerini kapsayan malzeme sektöründen elde edilmiştir. Malzeme sektörünü sırasıyla; verilerin %14,98'ini oluşturan endüstriyel ve %12,54'ünü oluşturan enerji ve temel tüketim ürünleri sektör sınıfı izlemektedir.

4.7. Analiz ve Bulgular

Tez çalışmasına ilişkin analiz ve bulgular aşağıda verilmektedir. Çalışmada KSP'nin gelişmekte olan piyasalardaki şirketlerin hisse fiyatı ile ilişkisini mekânsal bağlamda araştırılmasında Stata 14.0 programı kullanılmıştır. Elhorst (2014) tarafından önerildiği gibi mekânsal ekonometrik modellerin tahminine geçmeden önce, farklı ağırlık matrislerine sahip panel veri modellerinde mekânsal bağımlılığın araştırılması gerekmektedir. "4.4. Araştırmanın Modeli ve Değişkenler" başlığı altında açıklanan mekânsal modeller (Model-3, 4, 5, 6, 7) ve "4.5.2. Mekânsal ağırlık matrisinin oluşturulması" başlığı altında açıklanan ülke ağırlık matrisi (W_1) ve sektör

ağırlık matrisi (W_2) aracılığıyla öncelikle mekânsal bağımlılığının varlığı araştırılmıştır. Bu amaçla Moran *I*, Geary *C* ve LM test istatistiklerinden yararlanılmıştır. İstatistikler ile p değerleri Tablo 4.5 ve Tablo 4.6'da yer almaktadır.

Tablo 4. 5. Ülke Ağırlık Matrisi ile Mekânsal Bağımlılığın Araştırılması

Test	**Test İstatistiği (Model-3)**	**Test İstatistiği (Model-4)**	**Test İstatistiği (Model-5)**	**Test İstatistiği (Model-6)**	**Test İstatistiği (Model-7)**
Moran *I*	0,0455*** (0,000)	0,0507*** (0,000)	0,0486*** (0,000)	0,0443*** (0,000)	0,0465*** (0,000)
Geary *C*	0,9541*** (0.000)	0,9489*** (0.000)	0,9509*** (0.000)	0,9553*** (0.000)	0,9530*** (0.000)
LM_δ Test Mekânsal Gecikme	45,6667*** (0,000)	44,5491*** (0,000)	45,8851*** (0,000)	45,5593*** (0,000)	43,9621*** (0,000)
LM_λ Test Mekânsal Hata	64,2724*** (0,000)	79,5163*** (0,000)	73,2857*** (0,000)	60,7618*** (0,000)	67,0815*** (0,000)
Dirençli LM_δ Test Mekânsal Gecikme	6,9364*** (0,008)	3,6642* (0,056)	5,0700** (0,024)	7,7509*** (0,005)	5,5309** (0,019)
Dirençli LM_λ Test Mekânsal Hata	25,5421*** (0,000)	38,6313*** (0,000)	32,4702*** (0,000)	22,9534*** (0,000)	28,6504*** (0,000)

Not: Parantez içerisinde verilenler p-değerleridir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini belirtmektedir.

Tablo 4. 6. Sektör Ağırlık Matrisi ile Mekânsal Bağımlılığın Araştırılması

Test	**Test İstatistiği (Model-3)**	**Test İstatistiği (Model-4)**	**Test İstatistiği (Model-5)**	**Test İstatistiği (Model-6)**	**Test İstatistiği (Model-7)**
Moran *I*	0,2852*** (0,000)	0,2667*** (0,000)	0,2454*** (0,000)	0,2837*** (0,000)	0,2655*** (0,000)
Geary *C*	0,7144*** (0.000)	0,7330*** (0.000)	0,7543*** (0.000)	0,7160*** (0.000)	0,7342*** (0.000)
LM_δ Test Mekânsal Gecikme	1299,4062*** (0,000)	1207,6333*** (0,000)	1137,4852*** (0,000)	1290,8199*** (0,000)	1214,8818*** (0,000)
LM_λ Test Mekânsal Hata	1209,7047*** (0,000)	1056,2760*** (0,000)	894,5036*** (0,000)	1195,2456*** (0,000)	1046,8415*** (0,000)
Dirençli LM_δ Test Mekânsal Gecikme	211,4608*** (0,000)	233,5964*** (0,000)	280,4392*** (0,000)	213,7316*** (0,000)	242,9230*** (0,000)
Dirençli LM_λ Test Mekânsal Hata	121,7593*** (0,000)	82,2390*** (0,000)	37,4576*** (0,000)	118,1572*** (0,000)	74,8826*** (0,000)

Not: Parantez içerisinde verilenler p-değerleridir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini belirtmektedir.

Mekânsal bağımlılığın varlığının araştırılmasında yararlanılan Moran *I* ve Geary *C* testlerine ilişkin sıfır ve alternatif hipotezler aşağıda verilmektedir.

H_0 : Mekânsal Bağımlılık Yoktur.

H_1 : Mekânsal Bağımlılık Vardır.

Tablo 4.5 ve Tablo 4.6'da yer alan Moran *I* ve Geary *C* istatistiklerine göre, mekânsal bağımlılığın olmadığını ifade eden sıfır hipotezi %1 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir. Bu durum, komşu şirketlerin hisse fiyatlarının çoğunlukla birbirleriyle ilişkili olduğunu ve birbirlerinden bağımsız olmadıklarını göstermektedir. Bu durumda ülke ağırlık matrisi W_1 ve sektör ağırlık matrisi W_2 ile oluşturulan mekânsal modellerin sağlamlığı doğrulanmaktadır ve KSP'nin hisse fiyatlarına etkisinde emsal etkileri araştırılabilir.

Sonraki aşama, analiz için uygun mekânsal modelin (SAR, SEM veya SDM) belirlenmesidir. Florax, Folmer ve Rey (2003) tarafından, daha önceki çalışmalarına dayanan özelden genele bir yaklaşım önerilmektedir. Bu yönteme göre ilk adım, LM testleri ile (LM_δ ve LM_λ) mekânsal bağımlılığın yapısının belirlenmesidir. Anlamlılık testini, yalnızca LM_δ testinin geçmesi durumunda SAR geçerli model olurken, benzer şekilde anlamlılık testini yalnızca LM_λ testinin geçmesi durumunda SEM daha uygun model olmaktadır. Her ikisinin de anlamlı olması durumunda LM testlerinin dirençli dönüşümleri kullanılmaktadır. Dirençli LM testlerinin her ikisinin de anlamlı olması durumunda ise SDM uygun model olmaktadır. LeSage ve Pace (2009) ise genelden özele bir yaklaşım belirleyerek SDM ile başlayan bir tahmin yöntemi önermektedir. Daha sonra, SDM'nin SAR veya SEM'e basitleştirilip basitleştirilemeyeceğini test etmek için Wald istatistikleri kullanılabilmektedir (Elhorst, 2010; J. Cheng, Xu, Wang, Geng ve Wang, 2022). LM_δ ve LM_λ testlerinin sıfır ve alternatif hipotezleri sırası ile aşağıdaki gibidir.

LM_δ Mekânsal Gecikme;

$H_0: \delta = 0$ (Mekânsal Gecikme Yoktur)

$H_1: \delta \neq 0$ (Mekânsal Gecikme Vardır)

LM_λ Mekânsal Hata;

$H_0: \lambda = 0$ (Mekânsal Hata Yoktur)

$H_1: \lambda \neq 0$ (Mekânsal Hata Vardır)

Tablo 4.5 ve Tablo 4.6'da yer alan "LM_δ Test Mekânsal Gecikme" ve "LM_λ Test Mekânsal Hata" test istatistikleri incelendiğinde, oluşturulan beş model için hem mekânsal gecikme hem de mekânsal hata etkisinin varlığı tutarlı bir şekilde desteklenmektedir. Bu sonuç, "4.5.2. Mekânsal ağırlık matrisinin oluşturulması" başlığında verilen ülke ağırlık matrisi (W_1) ve sektör ağırlık matrisi (W_2) kullanılarak oluşturulan mekânsal ekonometrik model kurulumunun sağlamlığını doğrulamaktadır.

Hem LM_δ mekânsal gecikme hem de LM_λ mekânsal hata testlerine ilişkin sıfır hipotezleri reddedildiğinden, dirençli LM test istatistiklerinden yararlanılarak mekânsal bağımlılığın yapısı hakkında karar verilmesi gerekmektedir. LM test istatistikleri için verilen sıfır ve alternatif hipotezler, Dirençli LM testleri için de geçerlidir. Tablo 4.5 ve Tablo 4.6 incelendiğinde, "Dirençli LM_δ Test Mekânsal Gecikme" ve "Dirençli LM_λ Test Mekânsal Hata" testlerine ilişkin sıfır hipotezleri, ülke ağırlık matrisini içeren Model-4 için %10 düzeyinde reddedilirken; diğer modellerde %1 düzeyinde reddedilmektedir. Bu durumda hem mekânsal gecikmeyi hem de mekânsal hatayı içeren mekânsal model kullanılmalıdır.

Sonraki adımda, SDM'nin SAR veya SEM'e basitleştirilip basitleştirilemeyeceği tespit edilmiştir. Bu amaçla Wald mekânsal gecikme ve Wald mekânsal hata testlerinden yararlanılarak sırasıyla SAR, SDM'ye karşı ve SEM,

SDM'ye karşı test edilmiştir. Wald testlerine ilişkin sıfır ve alternatif hipotezler aşağıda verilmektedir.

Wald Mekânsal Gecikme;

$H_0: \theta = 0$ (SAR Geçerli Modeldir)

$H_1: \theta \neq 0$ (SDM Geçerli Modeldir)

Wald Mekânsal Hata;

$H_0: \theta = -\delta\beta$ (SEM Geçerli Modeldir)

$H_1: \theta \neq -\delta\beta$ (SDM Geçerli Modeldir)

Tablo 4.7 ve Tablo 4.8'de Panel B'de yer alan Wald test istatistikleri, SDM'nin SEM veya SAR'a basitleştirilebileceği yönündeki sıfır hipotezini reddetmekte ve SDM'nin SEM ve SAR'dan daha iyi performans gösterdiğini ifade etmektedir. Bu nedenle tüm modellerde geçerli model SDM olarak belirlenmiştir. SDM üzerinde yapılan Hausman testi, sabit etkili mi yoksa rassal etkili mi modelin kullanılacağını belirlemeye yardımcı olmaktadır. Hausman spesifikasyon testi ile tesadüfi etkili SDM ile sabit etkili SDM'nin geçerliliği sınanmış ve sıfır hipotezi reddedildiğinden tüm modeller için geçerli model sabit etkili SDM olarak belirlenmiştir. Maksimum olabilirlik yaklaşımıyla sabit etkili SDM'nin parametre tahmin sonuçları W_1 ve W_2 için sırasıyla Tablo 4.7 ve Tablo 4.8'de gösterilmektedir.

Tablo 4. 7. Ülke Ağırlık Matrisi ile Mekânsal Panel Veri Modeli Parametre Tahmin Sonuçları

Panel A					
Değişken	**Model-3 (SDM_SE)**	**Model-4 (SDM_SE)**	**Model-5 (SDM_SE)**	**Model-6 (SDM_SE)**	**Model-7 (SDM_SE)**
$HBDD_{it}$	0,0138*** (0,000)	0,0138*** (0,000)	0,0134*** (0,000)	0,0136*** (0,000)	0,0133*** (0,000)
HBK_{it}	0,0471*** (0,000)	0,0472*** (0,000)	0,0478*** (0,000)	0,0475 *** (0,000)	0,0467*** (0,000)
$ÇEV_{it}$		0,0029*** (0,000)			
SOS_{it}			0,0011*** (0,000)		
$YÖN_{it}$				0,0009 (0,164)	
$KOMB_{it}$					0,0027*** (0,000)
KLD_{it}	-0,5302*** (0,000)	-0,5404*** (0,000)	-0,5408*** (0,000)	-0,5276*** (0,000)	-0,5373*** (0,000)
NEG_{it}	0,1327*** (0,000)	0,1345*** (0,000)	0,1326*** (0,000)	0,1338*** (0,000)	0,1356*** (0,000)
W_1* $HBDD_{it}$	-0,0174*** (0,000)	-0,0203*** (0,000)	-0,0219*** (0,000)	-0,0172*** (0,000)	-0,0210*** (0,000)
W_1* HBK_{it}	-0,0197 (0,503)	-0,0173 (0,554)	-0,0194 (0,508)	-0,0208 (0,478)	-0,0172 (0,557)
W_1* $ÇEV_{it}$		0,0004 (0,710)			
W_1* SOS_{it}			0,0020* (0,071)		
W_1* $YÖN_{it}$				-0,0013 (0,532)	
W_1* $KOMB_{it}$					0,0012 (0,386)
W_1* KLD_{it}	-0,6039 (0,107)	-0,8089** (0,033)	-0,8890** (0,021)	-0,5783 (0,130)	-0,8706** (0,024)
W_1* NEG_{it}	0,0962 (0,341)	0, 1039 (0,301)	0,0924 (0,359)	0,0945 (0,349)	0,0909 (0,366)
W_1* F_{it} (ρ)	0,5613*** (0,000)	0,5440*** (0,000)	0,5435*** (0,000)	0,5619*** (0,000)	0,5461*** (0,000)
Panel B					
Hausman	40,5700*** (0,000)	41,9900*** (0,000)	46,1100*** (0,000)	42,7300*** (0,000)	44,0200*** (0,000)
Wald Test Mekânsal Gecikme	18,3000*** (0,001)	24,2800*** (0,000)	26,0200*** (0,000)	18,4400*** (0,002)	24,3700*** (0,000)
Wald Test Mekânsal Hata	6,0900*** (0,004)	22,8900*** (0,000)	24,9300*** (0,000)	15,5500*** (0,008)	23,0300*** (0,000)

Not: Parantez içerisinde verilenler p-değerleridir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini belirtmektedir.

Tablo 4. 8. Sektör Ağırlık Matrisi ile Mekânsal Panel Veri Modeli Parametre Tahmin Sonuçları

Panel A					
Değişken	**Model-3 (SDM_SE)**	**Model-4 (SDM_SE)**	**Model-5 (SDM_SE)**	**Model-6 (SDM_SE)**	**Model-7 (SDM_SE)**
$HBDD_{it}$	0,0065*** (0,005)	0,0072*** (0,002)	0,0064*** (0,006)	0,0067*** (0,004)	0,0066*** (0,004)
HBK_{it}	0,0465*** (0,000)	0,0465*** (0,000)	0,0475*** (0,000)	0,0460*** (0,000)	0,0457*** (0,000)
$ÇEV_{it}$		0,0037*** (0,000)			
SOS_{it}			0,0016** (0,027)		
$YÖN_{it}$				0,0009 (0,167)	
$KOMB_{it}$					0,0033*** (0,000)
KLD_{it}	-0,7240*** (0,000)	-0,7158*** (0,000)	-0,7157*** (0,000)	-0,7232*** (0,000)	-0,7010*** (0,000)
NEG_{it}	0,1681*** (0,000)	0,1692*** (0,000)	0,1683*** (0,000)	0,1685*** (0,000)	0,1716*** (0,000)
W_2* $HBDD_{it}$	0,0184** (0,026)	0,0154 (0,108)	0,0172 (0,116)	0,0256*** (0,005)	0,0172* (0,100)
W_2* HBK_{it}	0,0974** (0,028)	0,0987** (0,026)	0,0976** (0,029)	0,0757* (0,099)	0,0986** (0,027)
W_2* $ÇEV_{it}$		-0,0031** (0,038)			
W_2* SOS_{it}			-0,0014 (0,389)		
W_2* $YÖN_{it}$				-0,0070** (0,033)	
W_2* $KOMB_{it}$					-0,0030 (0,126)
W_2* KLD_{it}	-0,5916 (0,326)	-0,5812 (0,331)	-0,5839 (0,334)	-0,6244 (0,300)	-0,6089 (0,311)
W_2* NEG_{it}	-0,3653** (0,013)	-0,3581** (0,015)	-0,3626** (0,014)	-0,3674** (0,013)	0,3659** (0,013)
W_2* F_{it} (ρ)	0,4134*** (0,000)	0,4163*** (0,000)	0,4138*** (0,000)	0,4002*** (0,000)	0,4153*** (0,000)
Panel B					
Hausman	65,8300*** (0,000)	69,2800*** (0,000)	78,4900*** (0,000)	66,8600*** (0,000)	76,0600*** (0,000)
Wald Test Mekânsal Gecikme	16,8900*** (0,002)	15,7800*** (0,007)	13,2100** (0,021)	21,6200*** (0,000)	14,5300*** (0,002)
Wald Test Mekânsal Hata	23,1000*** (0,000)	19,1700*** (0,002)	19,7100*** (0,001)	27,3500*** (0,000)	19,7100*** (0,001)

Not: Parantez içerisinde verilenler p-değerleridir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini belirtmektedir.

Pay sahibi teorisine göre şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin gereksiz maliyetlere yol açması, kârlılığı azaltmakta ayrıca bu durum şirketin piyasa değerini de azaltmaktadır (M. M. Miralles-Quirós ve diğer., 2017:1015). Öte yandan Hassel ve diğer. (2005) tarafından yapılan çalışmaya göre kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetleri, hissedarlar (pay sahipleri) tarafından rekabet avantajını artırmanın ve finansal getiriyi iyileştirmenin bir yolu olarak da görülebilmekte ve bu durum piyasa değerini olumlu etkilemektedir. W_1 kullanılarak oluşturulan Tablo 4.7'de ve W_2 kullanılarak oluşturulan Tablo 4.8'de SDM ile elde edilen sonuçlara göre, tüm modellerde değişkenler kontrol edildikten sonra finansal değişkenlerin ($HBDD_{it}$ ve HBK_{it}) şirket değerine etkisi pozitif ve %1 düzeyinde anlamlıdır. Finansal olmayan değişkenlerde ise çevre, sosyal ve kombine skorlarının pozitif ve anlamlı olduğu görülmektedir. Yönetişim skoru ise istatistiksel olarak pozitif ancak anlamsızdır. Bu durum, yatırımcıların bir şirketin çevre, sosyal ve kombine performans skorlarına yatırım kararlarını verirken değer verdiğini göstermektedir.

W_1 ve W_2 kullanılarak oluşturulan Tablo 4.7 ve Tablo 4.8'de yer alan hisse fiyatlarının mekânsal bağımlılık katsayısı (ρ) %1 düzeyinde tüm modeller için pozitif ve anlamlıdır. Bu durum, aynı ülke piyasasında veya aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler için komşu (akran[24]) şirketlerin hisse fiyatı arttığında analiz edilen şirketin hisse fiyatlarının da arttığını göstermektedir. Sonuçlar, aynı ülke piyasasında veya aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin ÇSY performansı ve hisse fiyatları arasındaki ilişkide mekânsal bağımlılığın varlığına işaret etmekte ve bunun dikkate alınması gerektiğini göstermektedir.

Le Sage ve Pace (2009:74)'e göre SDM'de bağımsız değişkenlerin katsayıları, mekânsal bağımlılığın varlığı nedeniyle bağımlı değişkenler üzerindeki etkisini tam olarak yansıtamamaktadır. Bu nedenle mekânsal yayılma etkilerinin yorumlanabilmesi için doğrudan, dolaylı ve toplam etkinin hesaplanması gerekmektedir. Belirli bir birimdeki açıklayıcı değişkendeki değişim, sadece o birimdeki bağımlı değişkende değil, aynı zamanda diğer birimlerdeki bağımlı

[24] H. Zhao ve diğer. (2023) aynı il, aynı bölge, aynı ülke, aynı sektördeki şirketlerin "komşuluk" ilişkisini, "akran/emsal" etkisi olarak ifade etmektedir. Bu bağlamda tez çalışmasının amacı doğrultusunda çalışmanın ilerleyen ilgili bölümlerinde "komşu şirketler" ifadesi yerine, "akran şirketler" ifadesinin kullanılması tercih edilmektedir.

değişkenlerde de değişime neden olacaktır (Elhorst, 2014: 21). Bu durumda bahsedilen ilk etki doğrudan etki, diğeri ise dolaylı etki olarak adlandırılmaktadır. Toplam etki ise doğrudan ve dolaylı etkilerin toplamı olup tahminlerde anlamlılığın azalmasına ve temel faktörlerin hisse fiyatı üzerindeki bazı etkilerin olduğundan düşük görünmesine yol açabilmektedir (H. Wang ve diğer., 2021:8-9). Bu tez çalışması özelinde doğrudan etki, ele alınan şirketin açıklayıcı değişkenindeki birim değişikliklerin yine ele alınan şirketin hisse fiyatı üzerindeki etkisidir. Dolaylı emsal etkisi ise belirli bir ülkede ya da sektörde faaliyet gösteren akran şirketlerin açıklayıcı değişkenlerindeki değişimin o ülkedeki ya da sektördeki belirli bir şirketin hisse fiyatları üzerindeki etkisidir. Dolaylı etki, finansal değişkenlerin yanı sıra kurumsal ÇSY performansının etkileşim etkilerinin şirketin hisse fiyatları üzerindeki etkisi olarak kabul edilebilir. Bu nedenle hisse fiyatlarının akran şirketlerin finansal değişkenler ve ÇSY performansından etkilenip etkilenmediğini tespit etmek için ülke ağırlık matrisi kullanılarak oluşturulan doğrudan etkiler Tablo 4.9'da, dolaylı etkiler Tablo 4.10'da ve toplam etkiler Tablo 4.11'de raporlanmıştır.

Tablo 4. 9. Ülke Ağırlık Matrisi ile Doğrudan Etkiler

Değişken	**Model-3**	**Model-4**	**Model-5**	**Model-6**	**Model-7**
$HBDD_{it}$	0,0132*** (0,000)	0,0126*** (0,000)	0,0120*** (0,000)	0,0127*** (0,000)	0,0121*** (0,000)
HBK_{it}	0,0589*** (0,000)	0,0483*** (0,000)	0,0488*** (0,000)	0,0484*** (0,000)	0,0478*** (0,000)
$ÇEV_{it}$		0,0031*** (0,000)			
SOS_{it}			0,0014** (0,024)		
$YÖN_{it}$				0,0008 (0,158)	
$KOMB_{it}$					0,0030*** (0,000)
KLD_{it}	-0,6711*** (0,000)	-0,6287*** (0,000)	-0,6348*** (0,000)	-0,6023*** (0,000)	-0,6309*** (0,000)
NEG_{it}	0,1685*** (0,000)	0,1488*** (0,000)	0,1459*** (0,000)	0,1485*** (0,000)	0,1490*** (0,000)

Not: Parantez içerisinde verilenler p-değerleridir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini belirtmektedir.

Tablo 4. 10. Ülke Ağırlık Matrisi ile Dolaylı Etkiler

Değişken	Model-3	Model-4	Model-5	Model-6	Model-7
$HBDD_{it}$	-0,0222** (0,032)	-0,0272*** (0,004)	-0,0310*** (0,002)	-0,0209** (0,032)	-0,0290*** (0,003)
HBK_{it}	0,0328 (0,614)	0,0205 (0,714)	0,0166 (0,768)	0,0157 (0,789)	0,0203 (0,718)
$ÇEV_{it}$		0,0041** (0,025)			
SOS_{it}			0,0055*** (0,000)		
$YÖN_{it}$				-0,0018 (0,668)	
$KOMB_{it}$					0,0056** (0,015)
KLD_{it}	-2,0198** (0,020)	-2,2618*** (0,002)	-2,4267*** (0,001)	-1,8519** (0,016)	-2,4008*** (0,001)
NEG_{it}	0,4385* (0,058)	0,3768* (0,053)	0,3497* (0,074)	0,3750* (0,066)	0,3527* (0,072)

Not: Parantez içerisinde verilenler p-değerleridir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini belirtmektedir.

Tablo 4. 11. Ülke Ağırlık Matrisi ile Toplam Etkiler

Değişken	Model-3	Model-4	Model-5	Model-6	Model-7
$HBDD_{it}$	-0,0090 (0,398)	-0,0145 (0,146)	-0,0190* (0,066)	-0,0082 (0,424)	-0,0169* (0,099)
HBK_{it}	0,0917 (0,186)	0,0688 (0,247)	0,0653 (0,273)	0,0641 (0,303)	0,0681 (0,255)
$ÇEV_{it}$		0,0072*** (0,000)			
SOS_{it}			0,0068*** (0,000)		
$YÖN_{it}$				0,0009 (0,836)	
$KOMB_{it}$					0,0086*** (0,000)
KLD_{it}	-2,6909*** (0,004)	-2,8905*** (0,000)	-3,0616*** (0,000)	-2,4541*** (0,003)	-3,0317*** (0,000)
NEG_{it}	0,6070** (0,013)	0,5255** (0,011)	0,4955** (0,017)	0,5235** (0,016)	0,5017** (0,016)

Not: Parantez içerisinde verilenler p-değerleridir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini belirtmektedir.

Tablo 4.9'da yer alan açıklayıcı değişkenler için doğrudan etki katsayıları ile Tablo 4.7'de yer alan açıklayıcı değişkenler için verilen mekânsal panel veri modeli parametre tahmin sonuçları katsayılarının farklı olduğu görülmektedir. Bu fark, geri besleme (feedback) etkisinin bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna göre şirketlerin açıklayıcı değişkenlerindeki değişim, akran şirkette de bir tepkiye yol açmakta ve mekânsal taşma nedeniyle tekrar şirketin kendisine dönmektedir (Pan, Guo, Li ve Song, 2021:6). Bu etkinin bir kısmı mekânsal gecikmeli bağımlı değişkenin katsayısından, bir kısmı ise açıklayıcı değişkenlerin mekânsal olarak gecikmeli değerinin katsayısından kaynaklanmaktadır (You ve Lv, 2018:255). Tablo 4.9'daki finansal değişkenlerden $HBDD_{it}$ ve HBK_{it}'nin, finansal olmayan değişkenlerden ise $ÇEV_{it}$, SOS_{it} ve $KOMB_{it}$'nin pozitif ve %1 düzeyinde anlamlı doğrudan etkileri, söz konusu değişkenlerin belirli bir şirkette artması durumunda şirketin hisse fiyatının da artacağını göstermektedir.

Tablo 4.10'da verilen finansal değişkenlerden $HBDD_{it}$'nin %1 düzeyinde negatif ve finansal olmayan değişkenlerden ise $ÇEV_{it}$, SOS_{it} ve $KOMB_{it}$'nin yine %1 düzeyinde ancak pozitif ve anlamlı dolaylı etkilerinin olduğu görülmektedir. Finansal olmayan değişkenler bağlamında bu bulgular, *i* ülke piyasasında yer alan şirketlerin $ÇEV_{it}$, SOS_{it} ve $KOMB_{it}$ skorları arttığında, akranı olan *j* şirketlerinin hisse fiyatlarının da artacağını ifade etmektedir. Pozitif mekânsal yayılma etkisi nedeniyle yatırımcılar, bir şirkete yatırım yapma kararlarını belirlerken sadece belirli bir ülke piyasasında faaliyet gösteren ilgili şirketin çevresel, sosyal ve kombine performans skorlarını değil, aynı zamanda o ülkedeki diğer şirketlerin çevresel, sosyal ve kombine performans skorlarını da dikkate almaktadır.

Hisse fiyatlarının akran şirketlerin finansal değişkenler ve ÇSY performansından etkilenip etkilenmediğini tespit etmek için sektör ağırlık matrisi kullanılarak oluşturulan doğrudan etkiler Tablo 4.12'de, dolaylı etkiler Tablo 4.13'te ve toplam etkiler Tablo 4.14'te raporlanmıştır.

Tablo 4. 12. Sektör Ağırlık Matrisi ile Doğrudan Etkiler

Değişken	Model-3	Model-4	Model-5	Model-6	Model-7
$HBDD_{it}$	0,0070*** (0,001)	0,0076*** (0,000)	0,0068*** (0,002)	0,0073*** (0,001)	0,0070*** (0,001)
HBK_{it}	0,0498*** (0,000)	0,0498*** (0,000)	0,0508*** (0,000)	0,0486*** (0,000)	0,0491*** (0,000)
$ÇEV_{it}$		0,0037*** (0,000)			
SOS_{it}			0,0017*** (0,009)		
$YÖN_{it}$				0,0008 (0,168)	
$KOMB_{it}$					0,0033*** (0,000)
KLD_{it}	-0,7356*** (0,000)	-0,7391*** (0,000)	-0,7384*** (0,000)	-0,7459*** (0,000)	-0,7335*** (0,000)
NEG_{it}	0,1602*** (0,000)	0,1618*** (0,000)	0,1608*** (0,000)	0,1613*** (0,000)	0,1641*** (0,000)

Not: Parantez içerisinde verilenler p-değerleridir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini belirtmektedir.

Tablo 4. 13. Sektör Ağırlık Matrisi ile Dolaylı Etkiler

Değişken	Model-3	Model-4	Model-5	Model-6	Model-7
$HBDD_{it}$	0,0364*** (0,003)	0,0306** (0,046)	0,0328* (0,063)	0, 0460*** (0,001)	0,0333** (0,049)
HBK_{it}	0,1976*** (0,003)	0,2022*** (0,002)	0,2001*** (0,002)	0,1581** (0,019)	0,2012*** (0,002)
$ÇEV_{it}$		-0,0027 (0,190)			
SOS_{it}			-0,0012 (0,578)		
$YÖN_{it}$				-0,0109** (0,021)	
$KOMB_{it}$					-0,0029 (0,307)
KLD_{it}	-1,5103 (0,127)	-1,3944 (0,134)	-1,3897 (0,137)	-1,4155 (0,121)	-1,4318 (0,125)
NEG_{it}	-0,5057** (0,036)	-0,4779** (0,036)	-0,4846** (0,034)	-0,4859** (0,029)	-0,4887** (0,032)

Not: Parantez içerisinde verilenler p-değerleridir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini belirtmektedir.

Tablo 4. 14. Sektör Ağırlık Matrisi ile Toplam Etkiler

Değişken	Model-3	Model-4	Model-5	Model-6	Model-7
$HBDD_{it}$	0,0434*** (0,001)	0,0382** (0,015)	0,0395** (0,029)	0,0533*** (0,000)	0,0403** (0,021)
HBK_{it}	0,2474*** (0,000)	0,2521*** (0,000)	0,2509*** (0,000)	0,2066*** (0,003)	0,2503*** (0,000)
$ÇEV_{it}$		0,001 (0,604)			
SOS_{it}			0,005 (0,828)		
$YÖN_{it}$				-0,0101** (0,038)	
$KOMB_{it}$					0,0005 0,865
KLD_{it}	-2,2459** (0,028)	-2,1336** (0,026)	-2,1281** (0,027)	-2,1614** (0,021)	-2,1653** (0,024)
NEG_{it}	-0,3454 (0,158)	-0,3160 (0,177)	-0,3238 (0,168)	-0,3246 (0,156)	0,3246 (0,166)

Not: Parantez içerisinde verilenler p-değerleridir. ***, **, * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerini belirtmektedir.

Tablo 4.12, W_2 dikkate alınarak hazırlanan açıklayıcı değişkenler için doğrudan etki katsayılarını vermektedir. Söz konusu tabloda verilen doğrudan etki katsayıları ile Tablo 4.8'de verilen açıklayıcı değişkenler için mekânsal panel veri modeli parametre tahmin sonuçları katsayıları ülke ağırlık matrisindeki (Tablo 4.7) sonuçlarda olduğu gibi geri besleme etkisi nedeniyle birbirinden farklılaşmaktadır. Tablo 4.9'daki sonuçlara benzer şekilde, W_2 dikkate alındığında finansal değişkenlerden $HBDD_{it}$ ve HBK_{it}'nin, finansal olmayan değişkenlerden ise $ÇEV_{it}$, SOS_{it} ve $KOMB_{it}$'nin pozitif ve %1 düzeyinde anlamlı doğrudan etkileri olduğu tespit edilmiştir. Doğrudan etki, ele alınan şirketin açıklayıcı değişkenindeki birim değişikliklerin yine ele alınan şirketin hisse fiyatı üzerindeki etkisidir. Bu durumda, bir şirketin $HBDD_{it}$ ile HBK_{it}'inin yanı sıra $ÇEV_{it}$, SOS_{it} ve $KOMB_{it}$'nin artışı hisse fiyatını da artırmaktadır. W_2 ile oluşturulan dolaylı etkiler Tablo 4.13'te yer almakta ve W_1 ile oluşturulan Tablo 4.10'dan farklılaştığı görülmektedir. Tablo 4.13'te, finansal değişkenlerden $HBDD_{it}$ ile HBK_{it} pozitif ve finansal olmayan değişkenlerden $YÖN_{it}$'nin ise negatif ve anlamlı dolaylı etkileri olduğu görülmektedir.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Kurumsal sürdürülebilirlik raporlarına verilen önemin özellikle Avrupa'da son yıllarda giderek arttığı görülmektedir. Bunun başlıca nedenleri arasında, artan hissedar baskısı, piyasa değerleri ile defter değerleri arasında artan farklılıklar ve finansal bilgilerin piyasa değerini tek başına açıklamakta yeterli olmaması bulunmaktadır. Günümüzde finansal tablo kullanıcıları, finansal tabloların yanı sıra kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarını da dikkate almaktadır. Bu nedenle değer ilgililiği literatüründe KSP'nin yatırımcılara değerle ilgili bilgi sağlayıp sağlamadığı sıklıkla araştırılmaktadır. Ancak KSP'nin gelişmekte olan piyasalarda listelenen şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisi hala belirsizliğini korumakta ve literatürün çoğu gelişmiş piyasalara odaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülke piyasalarında faaliyet gösteren şirketler, küreselleşmeye bağlı olarak uluslararası düzenleyiciler ve standartlarca belirlenen gerekliliklere uyum ve yatırımcı baskısı nedeniyle kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarını benimseme durumunda kalmaktadır. Bu nedenle gelişmekte olan piyasalarda, yatırımcıların KSP'ye değer verip vermediğinin araştırılması özellikle önemli hale gelmektedir. Ayrıca KSP'nin değer ilgililiğine yönelik literatür, akran şirketlerin hisse fiyatları üzerindeki etkisini göz ardı etmektedir. Söz konusu bu etki, mekânsal ekonometride yayılma etkileri (spillover effects) olarak adlandırılmakta ve genel olarak bir şirketin gerçekleştirdiği faaliyetin yalnızca bu faaliyetin amaçladığı etkiyi üretmekle kalmayıp, aynı zamanda söz konusu şirketin dışındaki şirketler, kişiler, kurumlar veya toplum üzerinde de bir etki yaratması olarak tanımlanmaktadır (U. Ali ve Hirshleifer, 2020). Bu tez çalışması özelinde yayılma etkileri, bir şirketin hisse fiyatlarının aynı sektör veya ülkedeki diğer şirketler üzerindeki etkisini ifade etmektedir. Ayrıca mekânsal panel veri modelleriyle yayılma etkileri de dahil olmak üzere hisse fiyatları ile KSP arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmaktadır. Bu amaçla sadece şirketlerin KSP'sinin kendi hisse fiyatları üzerindeki etkisi değil aynı zamanda akran şirketlerin KSP'sinin belirli bir şirketin hisse fiyatları üzerindeki etkisi de analiz edilmiştir.

Analiz için Barth ve Clinch (2009) tarafından geliştirilen Ohlson'un (1995) artık gelir muhasebe değerleme modelini temel alan fiyat modeli tercih edilmiştir. Bu

modele göre finansal olmayan değişken olarak, son zamanlarda araştırmacılar tarafından sıklıkla tercih edilen Refinitiv veri tabanından elde edilen çevresel, sosyal ve yönetişim skorlarının yanı sıra bu skorların ağırlıklı ortalamasından oluşan genel bir kurumsal sosyal performans skoru kullanılmıştır. MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi'nde yer alan ve 2296 şirket-yılı kapsayan örneklem 2013-2020 yılları itibarıyla analiz edilmiştir. Şirketler arasındaki karşılıklı mekânsal bağımlılığı ölçmek ve akran şirketleri temsil etmesi amacıyla literatürdeki çalışmalara ve kurumsal sürdürülebilirlik teorilerine uygun olarak ülke ve sektör baz alınarak iki ağırlık matrisi belirlenmiştir (W_1 ve W_2). Şirketlerin KSP'sinin hisse fiyatları üzerindeki mekânsal etkisinin şirketin faaliyet gösterdiği ülke piyasası ve sektöre özgü bağlamdan etkilendiği varsayılmış ve sonuçlar en uygun model olarak belirlenen SDM ile raporlanmıştır.

Tez çalışmasının ilk hipotezi kapsamında, ele alınan şirketin KSP'sindeki bir birimlik değişikliğin yine ele alınan şirketin hisse fiyatına etkisi (doğrudan etki) araştırılmıştır. Sonuçlar, KSP skorlarının gelişmekte olan piyasalardaki yatırımcılar için değerle ilgili olduğunu göstermektedir. Ayrıca her bir performans skorunun gelişmekte olan piyasalardaki şirketlerin hisse fiyatı üzerindeki bağımsız etkisi test edildiğinde, çevresel ve sosyal performans skorlarının hisse fiyatıyla pozitif ve anlamlı bir şekilde ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Çevresel bilginin, kombine skor da dahil olmak üzere KSP performans skorları arasında en yüksek doğrudan etki katsayısına ve yatırımcılar için daha değerli bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Yönetişim performans skoru hariç, H_1 hipotezi desteklenmiştir. Yönetişim performans skoru için yatırımcıların tepki vermemesi, yönetişim performans skorunun değerle ilgili olmadığı anlamına gelmemektedir. Yatırımcıların yönetişim bilgisini önceden tahmin ederek hisse fiyatına yansıtmış olmaları, yönetişim performans skorunun pozitif ancak anlamsız bir etkiye sahip olmasının nedeni olabilmektedir (Ball ve Brown, 2013; M. M. Miralles-Quirós ve diğer., 2018). Bu sonuç, gelişmekte olan piyasalarda listelenen şirketlerin KSP'sinin, yatırımcılara hisse fiyatlarını değerlemede yardımcı olacak değerle ilgili bilgiler sağladığını göstermektedir. Dolayısıyla KSP'nin, sadece bir maliyet unsuru olduğu pay sahibi teorisinden ziyade paydaş teorisine uygun olarak hem hissedarlar hem de şirket için değer artırıcı olduğu fikri desteklenmiştir. Gelişmekte olan piyasalarda listelenen şirketler için bu sonuçlar,

yönetişim performans skoru için herhangi anlamlı bir etki bulamayan Setyahuni ve Handayani'nin (2020) sonuçlarıyla örtüşmektedir. Ayrıca bu sonuçlar, KSS ve ÇSY açıklamalarının ya da KSP'nin değerle ilgili olduğu sonucuna ulaşan çalışmalardan; De Klerk ve De Villiers (2012), Baboukardos ve Rimmel (2016) ve çevresel performans skoru hariç kurumsal sürdürülebilirlik performansının değerle ilgili olduğu sonucuna ulaşan Al-Hıyari ve Kolsi'nin (2021) çalışmalarıyla kısmen benzerlik göstermektedir. Ancak, KSS bilgilerini açıklayan şirketlerin daha düşük şirket değerine sahip olduğu sonucuna ulaşan Rehman ve diğer. (2020), KSS açıklamalarının kalitesi veya miktarı ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşan A. Singh ve Chakraborty (2021)'den farklı sonuçlar üretilmiştir.

İkinci hipotezde ise mekânsal etkileşim etkisinin olup olmadığı ve ele alınan bir şirketin KSP'sindeki değişimin sadece ilgili şirketin hisse fiyatını değil aynı zamanda akran şirketlerin hisse fiyatlarını da etkileyip etkilemediği (dolaylı etki) incelenmiştir. Ampirik sonuçlar, iki ağırlık matrisi için de hisse fiyatlarının mekânsal etkileşim etkilerinin tüm modeller için %1 düzeyinde pozitif ve anlamlı olduğunu göstermiştir. Bu durum örneklemde yer alan şirketlerin açıklayıcı değişkenlerinin hisse fiyatı üzerindeki etkisinde mekânsal bağımlılık olduğunu, bir şirketin hisse fiyatının akran şirketlerin hisse fiyatlarından etkilendiğini göstermektedir. Sonuç olarak, aynı ülke piyasasında listelenen veya aynı sektörde faaliyet gösteren akran şirketlerin hisse fiyatlarındaki her bir birimlik artış, analiz edilen şirketin hisse fiyatında da artışa neden olmaktadır.

Ülke ağırlık matrisinin dikkate alındığı dolaylı etkiler çevresel, sosyal ve kombine performans skorları için %1 düzeyinde pozitif ve anlamlıdır. Pozitif mekânsal yayılma etkisi nedeniyle yatırımcılar, bir şirkete yatırım yapma kararlarını belirlerken sadece belirli bir ülke piyasasında faaliyet gösteren ilgili şirketin çevresel, sosyal ve kombine performans skorlarını değil, aynı zamanda o ülkedeki diğer şirketlerin de çevresel, sosyal ve kombine performans skorlarını da dikkate almaktadır. Yönetişim performans skoru için ise dolaylı etkiler pozitif ancak anlamsızdır. Bu durum, aynı ülke piyasasında işlem gören şirketlerin çevresel, sosyal ve kombine performans skorlarının dikkate alınması gereken akran etkilerinin varlığına işaret etmektedir. Dolayısıyla analiz edilen şirket, aynı ülke piyasasında işlem gören diğer

şirketlerin yüksek çevresel, sosyal ve kombine performans skorlarından yararlanarak hisse fiyatlarını artırabilmektedir. Bu sonuç, aynı ülke içerisinde faaliyet gösteren şirketlerin benzer yerel faktörlerden etkilenmeleri sonucunda benzer sürdürülebilirlik politikaları oluşturmalarıyla açıklanabilir. Yatırımcıların bir şirketin sürdürülebilirlik politikasını nasıl değerlendirdiği kısmen akran şirketlerin sürdürülebilirlik politikalarına bağlı olabilmektedir. Aynı ülkede faaliyet gösteren şirketler, rekabet avantajı elde edebilmek ve yatırımcı çekmek amacıyla akran şirketlere benzer sürdürülebilirlik politikaları uygulama potansiyeline sahiptir (P. Jiraporn, N. Jiraporn, Boeprasert, A. ve Chang, 2014). Bu durum, aynı ülke piyasasındaki şirketlerin benzer fayda elde etme olasılığını artırmaktadır.

Sektör ağırlık matrisinin dikkate alındığı dolaylı etkiler ise finansal olmayan değişkenlerden yönetişim performans skorunun negatif ve anlamlı dolaylı etkilerine işaret etmektedir. Finansal olmayan değişkenlerin akran etkisi bağlamında bu bulgular, *i* sektöründe yer alan şirketlerin yönetişim performans skorları arttığında, akranı olan *j* şirketlerinin hisse fiyatlarının düşeceğini ifade etmektedir. Yani, bir şirketin hisse fiyatının aynı sektördeki rakiplerinin yönetişim performans skorunun artmasından olumsuz etkilendiği görülmektedir. Finansal olmayan değişkenlerden çevresel, sosyal ve kombine performans skorunun ise sektörel bazda mekânsal akran etkisine ulaşılamamıştır. Bu sonuç, analiz edilen şirketin, aynı sektörde faaliyet gösteren diğer şirketlerin daha yüksek yönetişim skoruna sahip olması durumunda yatırımcılar tarafından cezalandırıldığını ve hisse fiyatlarının düştüğünü göstermektedir.

Tez çalışmasının sonuçları, gelişmekte olan piyasalar bağlamında; değer ilgililiği literatürüne, yatırımcılara, şirket yöneticilerine, muhasebe düzenleyicileri ile standart belirleyicilere yenilikçi ve değerli katkılar sağlamaktadır. İlk olarak, KSP'nin hisse fiyatları üzerindeki etkisini incelerken mekânsal bağımlılığın, ülke ve sektörel bağlamın dikkate alınması gerekmektedir. Dolayısıyla aynı ülke piyasasında listelenen veya aynı sektörde faaliyet gösteren akran şirketler için, açıklayıcı değişkenlerin hisse fiyatları üzerindeki mekânsal bağımlılığının göz ardı edilmesi yanıltıcı sonuçlara neden olacaktır. Bu sonuçların, mekânsal olmayan ekonometrik yöntemler kullanan KSS ve ÇSY açıklamalarının ya da KSP'nin hisse fiyatları üzerindeki etkisini araştıran ve karmaşık bulgular üreten değer ilgililiği literatürünün bir sonuca bağlanmasına

katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Şirket yöneticileri için sonuçlar, şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansını artırıcı yatırımlar yapmalarını desteklemektedir. Ayrıca, daha yüksek piyasa değerine sahip olabilmek için hangi ÇSY faktörünün geliştirilmesine odaklanılması gerektiğini sorgulayan yöneticiler için de önemli sonuçlara ulaşılmıştır. KSP'nin hisse fiyatları üzerindeki olumlu etkisi göz önüne alındığında KSP artırıcı yatırımlar, şirketlerin piyasa değerini artıran potansiyel bir avantaj yaratabilmektedir. Bu nedenle mevcut ve potansiyel yatırımcılar, finansal piyasalardaki getirilerini artırmak için KSP'si yüksek şirketlere yatırım yapma stratejisini benimseyebileceklerdir. Ayrıca bir şirket, aynı ülke piyasasında listelenen diğer şirketlerin yüksek KSP'sinden etkileşim etkileri vasıtasıyla yararlanabilmektedir. Son olarak bu sonuçların; muhasebe düzenleyicileri ve standart belirleyiciler için kurumsal sürdürülebilirliğin belirli bir şirket üzerindeki etkisinin yanı sıra belirli bir ülkedeki tüm şirketler üzerindeki etkisi hakkında çıkarım yapmasını sağlayarak, daha etkin politikalar ve düzenlemeler geliştirmesine ve kurumsal sürdürülebilirlik alanında daha kapsamlı bir etki sağlanmasına yardımcı olacağı düşünülmektedir. Dolaylı etkiler, sürdürülebilir kalkınmayı yönlendiren faktörlerin birbirine bağlı yapısının ve daha sürdürülebilir bir geleceğin sağlanması için kapsamlı politika ve stratejiler oluşturulması gerekliliğinin altını çizmektedir.

Bu tez çalışmasının bazı sınırlılıkları bulunmaktadır. İlk olarak çalışma kapsamında incelenen şirketler, MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi'ndeki büyük şirketlerden ve finansal olmayan bilgilere ulaşılma kısıtı nedeniyle nispeten kısa bir zaman aralığından oluşmaktadır. Bu durumun; elde edilen sonuçların daha küçük şirketlere ve farklı zaman dilimlerine genellenmesini sınırlayabileceği göz ardı edilmemelilidir.

Sonraki çalışmalarda, daha geniş bir örneklem ve zaman aralığı üzerinde çalışılarak sonuçlar gelişmekte olan piyasalar bağlamında genelleştirilebilir. Ayrıca, KSP'nin değer ilgililiğine ilişkin daha kapsamlı bir anlayış elde etmek için gelişmiş ve gelişmekte olan piyasa şirketleri arasında karşılaştırmalı bir analiz yapılması önerilmektedir. İkinci olarak, bu çalışmada kullanılan KSP ölçütü Refinitiv tarafından sağlanan ÇSY skorlarından oluşmaktadır. Araştırmacılar tarafından yapılacak çalışmalarda farklı değerleme yöntemlerine sahip diğer veri sağlayıcıları tarafından

sağlanan KSP verilerinin kullanımı, KSP'nin değer ilgililiğine yönelik daha güçlü kanıtlar ortaya koyabilir.

KAYNAKLAR

AA1000 Accountability Principles (2018). 23 Mayıs 2023, https://www.accountability.org/standards/aa1000-accountability-principles/

Abate, G. D. (2016). On the link between volatility and growth: A spatial econometrics approach. *Spatial Economic Analysis, 11*(1), 27-45. https://doi.org/10.1080/17421772.2015.1045021

Acar, M. ve Karacaer, S. (2017). Comparing the usefulness of net income versus comprehensive income in terms of firm performance: Borsa İstanbul case. *International Review of Economics and Management, 5*(4), 97-118. doi: 10.18825/iremjournal.328968

Akarçay, Ç. (2014). Sürdürülebilirlik muhasebesi standartları kurulu. *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, *11*(42), 1-11. https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/165858

Akdoğan, N. ve Tenker, N. (2007). *Finansal tablolar ve mali analiz teknikleri* (10. baskı). Ankara: Gazi Kitabevi (ISBN 978-975-7313-36-6).

Aktan, C. C. ve Börü, D. (2007). Kurumsal sosyal sorumluluk. C. Aktan (Ed.), *Kurumsal sosyal sorumluluk: İşletmeler ve sosyal sorumluluk* içinde (s. 7-25). İstanbul: İGİAD - İktisadi Girişim ve İş Ahlakı Derneği Yayınları. https://www.researchgate.net/profile/Coskun-Can-Aktan/publication/318682140_Kurumsal_Sosyal_Sorumluluk/links/5bb9f9cd299bf1049b70fd38/Kurumsal-Sosyal-Sorumluluk.pdf

Alfraih, M. M. (2017). The value relevance of intellectual capital disclosure: Empirical evidence from Kuwait. *Journal of Financial Regulation and Compliance, 25*(1), 22-38. doi: 10.1108/JFRC-06-2016-0053

Al-Hiyari, A. ve Kolsi, M. C. (2021). How do stock market participants value ESG performance? Evidence from Middle Eastern and North African Countries. *Global Business Review,* 1-23. doi: 10.1177/09721509211001511

Ali, U. ve Hirshleifer, D. (2020). Shared analyst coverage: Unifying momentum spillover effects. *Journal of Financial Economics, 136*(3), 649-675. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.10.007

Ali, W., Frynas, J. G. ve Mahmood, Z. (2017). Determinants of corporate social responsibility (CSR) disclosure in developed and developing countries: A literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 24*(4), 273-294. doi:10.1002/csr.1410

Almujamed, H. I. ve Alfraih, M. M. (2019). Value relevance of earnings and book values in the Qatari stock exchange. *EuroMed Journal of Business, 14*(1), 62-75. doi: 10.1108/EMJB-02-2018-0009

Amir, E., Harris, T. S. ve Venuti, E. K. (1993). A comparison of the value-relevance of U.S. versus non-U.S. GAAP accounting measures using form 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31, 230-264. https://www.jstor.org/stable/pdf/2491172.pdf

Amir, E. ve Lev, B. (1996). Value relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics, 22*(1). (3-30). https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00430-2

Anderson, R. C. (2002). Incentive-based policies for environmental management in developing countries. *Resources For the Future Issue Brief, Washington*, 2-10. https://media.rff.org/documents/RFF-IB-02-07.pdf

Anselin, L. (1988a). Lagrange multiplier test diagnostics for spatial dependence and spatial heterogeneity. *Geographical Analysis, 20*(1), 1-17. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1538-4632.1988.tb00159.x

Anselin, L. (1988b). *Spatial econometrics: Methods and models*. Dordrecht: Springer Science+Business Media (ISBN 978-90-481-8311-1).

Anselin, L. (2001). Spatial econometrics. B. H. Baltagi (Ed.), *A companion to theoretical econometrics* içinde (s. 310-330). Malden: Blackwell Publishing Ltd (ISBN 0–631–21254–X).

Anselin, L. (2019). A local indicator of multivariate spatial association: Extending Geary's C. *Geographical Analysis, 51*(2), 133-150. doi: 10.1111/gean.12164

Anselin, L. ve Bera, A. K. (1998). Spatial dependence in linear regression models with an introduction to spatial econometrics. A. Ullah ve D. E. A. Giles (Ed.), *Handbook of applied economic statistics* içinde (s, 237-289). New York: Marcel Dekker. http://www.econ.uiuc.edu/~hrtdmrt2/Teaching/SE_2016_19/References/Spatial_Dependence_in_Linear_Regression_Models_With_an_Introduction_to_Spatial_Econometrics_281_29.pdf

Anselin, L., Bera, A. K., Florax, R. ve Yoon, M. J. (1996). Simple diagnostic tests for spatial dependence. *Regional Science and Urban Economics, 26*(1), 77-104. https://doi.org/10.1016/0166-0462(95)02111-6

Anselin, L., Cohen, J., Cook, D., Gorr, W. ve Tita, G. (2000). Spatial analyses of crime. *Criminal Justice, 4*(2), 213-262. https://www.publicsafety.gc.ca/lbrr/archives/cnmcs-plcng/cn34984-v4-213-262-eng.pdf

Anselin, L. ve Florax, R. J. (1995). New directions in spatial econometrics: Introduction. *New directions in spatial econometrics* içinde (s. 3-18). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin. https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-642-79877-1_1

Anselin, L. ve Kelejian, H. H. (1997). Testing for spatial error autocorrelation in the presence of endogenous regressors. *International regional science review, 20*(1-2), 153-182. https://researchrepository.wvu.edu/rri_pubs/206

Aras, G. ve Sarıoğlu, G. U. (2015). *Kurumsal raporlamada yeni dönem: Entegre raporlama*. İstanbul: TÜSİAD Yayınları (ISBN 978-605-165-012-8).

Aren, S. ve Yıldırım, R. K. (2019). Yaşam tarzlarının sosyal sorumlu yatırım fon tercihi üzerindeki etkisi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (22), 1-16. doi: 10.18092/ulikidince.410986

Arvidsson, S. (2011). Disclosure of non-financial information in the annual report: A management-team perspective. *Journal of intellectual capital, 12*(2), 277-300. doi: 10.1108/14691931111123421

Arvidsson, S. ve Dumay, J. (2022). Corporate ESG reporting quantity, quality and performance: Where to now for environmental policy and practice?. *Business Strategy and the Environment, 31*(3), 1091-1110. doi: 10.1002/bse.2937

Asgharian, H., Hess, W. ve Liu, L. (2013). A spatial analysis of international stock market linkages. *Journal of Banking & Finance, 37*(12), 4738-4754. http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.08.015

Atalay, B. (2018). *Maddi olmayan duran varlıkların ihtiyaca uygun sunumunun şirket değerine etkisi: Türkiye örneği* (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitütü, Ankara.

Ataman, B. ve Cavlak, H. (2017). Büyük ve orta boy işletmeler için finansal raporlama standardı (BOBİ FRS) ile tam set Türkiye muhasebe ve Türkiye finansal raporlama standartlarının (TMS/TFRS) karşılaştırılması. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 2*(3), 153-168. doi: 10.29106/fesa.348486

Atan, R., Alam, M. M., Said, J. ve Zamri, M. (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. doi: 10.1108/MEQ-03-2017-0033

Ateş, S. (2018). Uluslararası finansal raporlama standartlarına zorunlu uyum, ulusal yapısal faktörler ve muhasebe bilgilerinin değer ilişkisi. *OPUS Uluslararası Toplum Araştırmaları Dergisi-International Journal of Society Researches, 9*(16), 1634-1659. doi: 10.26466/opus.479275

Ateş, S. (2020). Membership of sustainability index in an emerging market: Implications for sustainability. *Journal of Cleaner Production*, 250, 119465,1-11. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.119465

Ateş, S. (2021). Kurumsal sosyal performansa piyasa tepkisi: BIST örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi,* (90), 149-164. doi:10.25095/mufad.827626

Baboukardos, D. (2018). The valuation relevance of environmental performance revisited: The moderating role of environmental provisions. *The British Accounting Review*, *50*(1), 32-47. https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.002

Baboukardos, D. ve Rimmel, G. (2016). Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note. *Journal of Accounting and Public Policy*, *35*(4), 437-452. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.04.004

Ball, R. ve Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, *6*(2), 159-178. 13 Nisan 2024, http://ww.e-m-h.org/BallBrown1968.pdf

Ball, R. ve Brown, P. (2013). An empirical evaluation of accounting income numbers. P. Brown (Ed.), *Financial Accounting and Equity Markets* (1. baskı) içinde (s, 27-46). New York: Routledge. https://doi.org/10.4324/9780203067024

Ball, R., Kothari, S. P. ve Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties on accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, *29*(1), 1–51. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4

Barker, D. ve Loughran, T. (2007). The geography of S&P 500 stock returns. *Journal of Behavioral Finance*, *8*(4), 177-190. https://doi.org/10.1080/15427560701684884

Barnea, A. ve Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97, 71-86. doi: 10.1007/s10551-010-0496-z

Baron, D. P. (1993). *Business and its environment.* Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall'den aktaran Top, S. ve Öner, A. (2008). İşletme perspektifinden sosyal sorumluluk teorisinin incelenmesi. *Zonguldak Karaelmas Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, *4*(7), 97-110. https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/1145031

Barth, M. E. (2007). Research, standard setting, and global financial reporting. *Foundations and Trends in Accounting*, *1*(2), 71-165. http://dx.doi.org/10.1561/1400000002

Barth, M. E., Beaver, W. H., Hand, J. R. ve Landsman, W. R. (1999). Accruals, cash flows, and equity values. *Review of Accounting Studies*, 4, 205-229. https://link.springer.com/content/pdf/10.1023/A:1009630100586.pdf

Barth, M. E., Beaver, W. H. ve Landsman, W. R. (1998). Relative valuation roles of equity book value and net income as a function of financial health. *Journal of Accounting and Economics, 25*(1), 1-34. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00017-2

Barth, M. E., Beaver, W. H. ve Landsman, W.R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 77 - 104. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2

Barth, M. E. ve Clinch, G. (2009). Scale effects in capital markets-based accounting reseach. *Journal of Business Finance & Accounting*, *36*(3-4), 253-288. doi: 10.1111/j.1468-5957.2009.02133.x

Barth, M. E., Landsman, W. R. ve Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, *46*(3), 467-498. doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x

Baskin, J. ve Gordon, K. (2005). *Corporate responsibility practices of emerging market companies*. OECD working papers on international investment, 2005/03, OECD Publishing, 1-32. https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=b80e430ccb2afbf10cea095269f81294dfef7e2b

Baughn C. C., Bodie, N. L. D. ve McIntosh, J. C. (2007). Corporate social and environmental responsibility in Asian countries and other geographical regions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 14*(4), 189–205. doi: 10.1002/csr.160

Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92. https://www.jstor.org/stable/pdf/2490070.pdf

Beck, N., Gleditsch, K. S. ve Beardsley, K. (2006). Space is more than geography: Using spatial econometrics in the study of political economy. *International Studies Quarterly, 50*(1), 27-44. https://www.jstor.org/stable/pdf/3693550.pdf

Beisland, L. A. (2009). A review of the value relevance literature. *The Open Business Journal*, *2*(1), 7-27. https://benthamopen.com/contents/pdf/TOBJ/TOBJ-2-7.pdf

Bhimani, A. ve Langfield-Smith, K. (2007). Structure, formality and the importance of financial and non-financial information in strategy development and implementation. *Management Accounting Research*, *18*(1), 3-31. https://doi.org/10.1016/j.mar.2006.06.005

BIST Sürdürülebilirlik Endeksi (2023). 16 Ağustos 2023, https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler

BIST Şirketler İçin Sürdürülebilirlik Rehberi (2014). 21 Mayıs 2023, https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/surdurulebilirlik-rehberi.pdf

Bose, S. (2020). Evolution of ESG reporting frameworks. D. C. Esty & T. Cort (Ed.), *Values at Work* içinde (s. 13-33). Palgrave Macmillan, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-030-55613-6_2

Bowerman, S. ve Sharma, U. P. (2016). The effect of corporate social responsibility disclosures on share prices in Japan and the UK. *Corporate Ownership and Control, 13*(2), 202-216. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2722280

Brower, J. ve Mahajan, V. (2013). Driven to be good: A stakeholder theory perspective on the drivers of corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 117, 313-331. doi: 10.1007/s10551-012-1523-z

Burridge, P. (1980). On the Cliff-Ord test for spatial autocorrelation. *Journal of Royal Statistical Society, 42*(1), 107-108. https://rss.onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.2517-6161.1980.tb01108.x

Bushman, R. M. ve Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics, 32*(1-3), 237-333. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1

Cahan, S. F., De Villiers, C., Jeter, D. C., Naiker, V. ve Van Staden, C. J. (2016). Are CSR disclosures value relevant? Cross-country evidence. *European Accounting Review, 25*(3), 579-611. https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1064009

Callan, S. J. ve Thomas, J. M. (2009). Corporate financial performance and corporate social performance: an update and reinvestigation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 16*(2), 61-78. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1002/csr.182

Callen, J. L. ve Morel, M. (2001). Linear accounting valuation when abnormal earnings are AR (2). *Review of Quantitative Finance and Accounting,* 16, 191-204. https://link.springer.com/content/pdf/10.1023/A:1011255602608.pdf

Cardamone, P., Carnevale, C. ve Giunta, F. (2012). The value relevance of social reporting: evidence from listed Italian companies. *Journal of Applied Accounting Research, 13*(3), 255-269. https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/09675421211281326/full/html

Cardoni, A., Kiseleva, E. ve Terzani, S. (2019). Evaluating the intra-industry comparability of sustainability reports: the case of the oil and gas industry. *Sustainability, 11*(4), 1093. doi:10.3390/su11041093

Carnevale, C. ve Mazzuca, M. (2014). Sustainability report and bank valuation: evidence from European stock markets. *Business Ethics: A European Review, 23*(1), 69-90. doi: 10.1111/beer.12038

Carnevale, C., Mazzuca, M. ve Venturini, S. (2012). Corporate social reporting in European banks: The effects on a firm's market value. *Corporate social Responsibility and Environmental Management, 19*(3), 159-177. doi:10.1002/csr.262

Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review, 4*(4), 497-505. https://www.jstor.org/stable/pdf/257850

Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. *Business & Society, 38*(3), 268-295. doi: 10.1177/000765039903800303

Carroll, A. B. (2008). A history of corporate social responsibility: Concepts and practices. *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford: Oxford University Press, 1-33. https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199211593.003.0002

Carroll, A. B. ve Buchholtz, A. K. (2012). *Business & society: Ethics, sustainability, and stakeholder management* (8.baskı). Cincinnati, OH: South-Western Cengage Learning'den aktaran Vukić, N. M. (2017). Non-Financial reporting as a new trend in sustainability accounting. *Journal of Accounting and Management, 7*(2), 13 – 26. https://hrcak.srce.hr/file/448534

Case, A. C., Rosen, H. S. ve Hines Jr, J. R. (1993). Budget spillovers and fiscal policy interdependence: Evidence from the states. *Journal of Public Economics, 52*(3), 285-307. http://www.princeton.edu/~accase/downloads/Budget_Spillovers_and_Fiscal_Policy_Interdependence.pdf

Cavlak, H. ve Ataman, B. (2023). Türkiye'deki finansal raporlama standartlarının son parçası KÜMİ FRS (küçük ve mikro işletmeler için finansal raporlama standardı): Genel değerlendirme ve BOBİ FRS, TFRS ile karşılaştırma. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 8*(1), 225-260. doi: 10.29106/fesa.1245084

CDP (2021). *Disclosure insight action*. 22 Mayıs 2023, https://www.cdp.net/en/articles/media/cdp-reports-record-number-of-disclosures-and-unveils-new-strategy-to-help-further-tackle-climate-and-ecological-emergency

CDP, About Us. 22 Mayıs 2023, https://www.cdp.net/en/info/about-us

Chaffee, E. C. (2017). The origins of corporate social responsibility. *University of Cincinnati Law Review*, 85, 353–380. https://heinonline.org/HOL/Page?collection=journals&handle=hein.journals/ucinlr85&id=375&men_tab=srchresults

Chalmers, K., Clinch, G. ve Godfrey, J. M. (2011). Changes in value relevance of accounting information upon IFRS adoption: Evidence from Australia. *Australian journal of management, 36*(2), 151-173. https://doi.org/10.1177/0312896211404571

Chang, D. S., Kuo, L. C. R. ve Chen, Y. T. (2013). Industrial changes in corporate sustainability performance–an empirical overview using data envelopment analysis. *Journal of Cleaner Production*, 56, 147-155. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2011.09.015

Charlo, M. J., Moya, I. ve Muñoz, A. M. (2015). Sustainable development and corporate financial performance: A study based on the FTSE4Good IBEX index. *Business Strategy and the Environment, 24*(4), 277-288. doi:10.1002/bse.1824

Chen, Y. (2013). New approaches for calculating Moran's index of spatial autocorrelation. *PloS One, 8*(7), 1-14. doi:10.1371/journal.pone.0068336

Cheng, B., Ioannou, I. ve Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal, 35*(1), 1-23. https://doi.org/10.1002/smj.2131

Cheng, J., Xu, L., Wang, H., Geng, Z. ve Wang, Y. (2022). How does the marginal abatement cost of CO2 emissions evolve in Chinese cities? An analysis from the perspective of urban agglomerations. *Sustainable Production and Consumption,* 32, 147-159. https://doi.org/10.1016/j.spc.2022.04.013

Claessens, S. ve Yurtoğlu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging markets review*, 15, 1-33. doi:10.1016/j.ememar.2012.03.002

Clarkson, P., Hanna, J. D., Richardson, G. D. ve Thompson, R. (2011). The impact of IFRS adoption on the value relevance of book value and earnings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics, 7*(1), 1-17. https://doi.org/10.1016/j.jcae.2011.03.001

Clayton, A. F., Rogerson, J. M. ve Rampedi, I. (2015). Integrated reporting vs. sustainability reporting for corporate responsibility in South Africa. *Bulletin of Geography, Socio-economic Series*, 29, 7-17. doi:10.1515/bog-2015-0021

Cliff, A. ve Ord, K. (1972). Testing for spatial autocorrelation among regression residuals. *Geographical Analysis, 4*(3), 267-284. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1538-4632.1972.tb00475.x

Cliff, A. ve Ord, J. (1973). *Spatial autocorrelation*. London: Pion'dan aktaran Anselin, L. (1988). *Spatial econometrics: Methods and models* içinde (s. 19-20). Dordrecht: Springer Science+Business Media (ISBN 978-90-481-8311-1).

Cliff, A. ve Ord, J. (1981). *Spatial processes, model, and applications*. London: Pion'dan aktaran Anselin, L. (1988). *Spatial econometrics: Methods and models* içinde (s. 19-20). Dordrecht: Springer Science+Business Media (ISBN 978-90-481-8311-1).

Cohen, J., Krishnamoorthy, G. ve Wright, A. (2008). Waste is our business, inc.: The importance of non-financial information in the audit planning process. *Journal of Accounting Education, 26*(3), 166-178. https://doi.org/10.1016/j.jaccedu.2008.08.004

Collins, D. W. ve Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics, 11*(2-3), 143-181. https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90004-9

Collins, D. W., Maydew, E. L. ve Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics, 24*(1), 39-67. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3

Collins, D. W., Pincus, M. ve Xie, H. (1999). Equity valuation and negative earnings: The role of book value of equity. *The Accounting Review, 74*(1), 29-61. https://www.jstor.org/stable/pdf/248604.pdf

Cordazzo, M., Bini, L. ve Marzo, G. (2020). Does the EU Directive on non-financial information influence the value relevance of ESG disclosure? Italian evidence. *Business Strategy and the Environment, 29*(8), 3470-3483. doi: 10.1002/bse.2589

Cormier, D. ve Magnan, M. (2007). The revisited contribution of environmental reporting to investors' valuation of a firm's earnings: An international perspective. *Ecological economics, 62*(3-4), 613-626. doi:10.1016/j.ecolecon.2006.07.030

Cormier, D., Magnan, M. ve Van Velthoven, B. (2005). Environmental disclosure quality in large German companies: Economic incentives, public pressures or institutional conditions?. *European Accounting Review, 14*(1), 3-39. doi: 10.1080/0963818042000339617

Cortesi, A. ve Vena, L. (2019). Disclosure quality under integrated reporting: A value relevance approach. *Journal of Cleaner Production*, 220, 745-755. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.02.155

Costa, A. J., Curi, D., Bandeira, A. M., Ferreira, A., Tomé, B., Joaquim, C., Santos,C., Góis, C., Meira, D., Azevedo, G., Inácio, H., Jesus, M., Teixeria, M.G., Monteiro, P.,Duarte, R. ve Marques, R. P. (2022). Literature review and theoretical framework of the evolution and interconnectedness of corporate sustainability constructs. *Sustainability, 14*(8), 1-23. https://doi.org/10.3390/su14084413

ÇŞİDB (1990a). *Montreal Protokolü*. 05 Nisan 2023, https://webdosya.csb.gov.tr/db/iklim/editordosya/MONTREAL%20PROTOKOLU(2).pdf

ÇŞİDB (1990b). *Viyana Sözleşmesi*. 05 Nisan 2023, https://webdosya.csb.gov.tr/db/iklim/editordosya/VIYANA%20SOZLESMESI.pdf

ÇŞİDB (1998). *Kyoto Protokolü*. 05 Nisan 2023, https://webdosya.csb.gov.tr/db/iklim/editordosya/kyoto_protokol.pdf

ÇŞİDB (2002). *Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi*. 05 Nisan 2023, https://webdosya.csb.gov.tr/db/iklim/webmenu/webmenu12421_1.pdf

ÇŞİDB (2021). *Paris Anlaşması*. 05 Nisan 2023, https://iklim.gov.tr/paris-anlasmasi-i-34

De Klerk, M. ve De Villiers, C. (2012). The value relevance of corporate responsibility reporting: South African evidence. *Meditari Accountancy Research, 20*(1), 21-38. doi: 10.1108/10222521211234200

De Klerk, M., De Villiers, C. ve Van Staden, C. (2015). The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices: Evidence from the United Kingdom. *Pacific Accounting Review, 27*(2), 208-238. doi: 10.1108/PAR-05-2013-0047

De Villiers, C., Jia, J. ve Li, Z. (2022). Corporate social responsibility: A review of empirical research using Thomson Reuters Asset4 data. *Accounting & Finance*, 62, 4523–4568. doi: 10.1111/acfi.13004

Deari, F., Lakshina, V. ve Lapshina, K. (2020). Trade credits substitution during crisis period: spatial aspects within developing countries. *Journal of Economic Studies, 47*(2), 351-365. doi: 10.1108/JES-08-2018-0290

Dechow, P. M., Hutton, A. P., & Sloan, R. G. (1999). An empirical assessment of the residual income valuation model. Journal of Accounting and Economics, 26(1-3), 1-34. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00049-4

Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures–a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal, 15*(3), 282-311. doi: 10.1108/09513570210435852

Devalle, A., Onali, E. ve Magarini, R. (2010). Assessing the value relevance of accounting data after the introduction of IFRS in Europe. *Journal of International Financial Management & Accounting, 21*(2), 85-119. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1467-646X.2010.01037.x

Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A. ve Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The accounting review, 87*(3), 723-759. doi: 10.2308/accr-10218

DiMaggio, P. J. ve Powell W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, *48*(2), 147-160. https://doi.org/10.2307/2095101

Djaballah, A. (2019). Valuation-based accounting research: Predominance of the clean surplus valuation model. *International Journal of Economics and Financial Issues, 9*(2), 265. doi: https://doi.org/10.32479/ijefi.7548

Dobers, P. ve Halme, M. (2009). Corporate social responsibility and developing countries. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 16*(5), 237-249. https://doi.org/10.1002/csr.212

Drukker, D. M., Peng, H., Prucha, I. R. ve Raciborski, R. (2013). Creating and managing spatial-weighting matrices with the spmat command. *The Stata Journal, 13*(2), 242-286. https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/1536867X1301300202

Easton, P. D. ve Harris, T. S. (1991). Earnings as an explanatory variable for returns. *Journal of accounting research*, *29*(1), 19-36. https://www.jstor.org/stable/pdf/2491026.pdf

Easton, P. D. ve Sommers, G. A. (2003). Scale and the scale effect in market-based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting, 30*(1-2), 25-56. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/1468-5957.00482

Eccles, R. G. ve Krzus, M. P. (2010). *One report: Integrated reporting for a sustainable strategy*. New Jersey: John Wiley & Sons (ISBN 978-0-470-58751-5).

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review, 14*(1), 57-74. https://www.jstor.org/stable/pdf/258191.pdf

Elhorst, J. P. (2003). Specification and estimation of spatial panel data models. *International Regional Science Review, 26*(3), 244-268. doi: 10.1177/0160017603253791

Elhorst, J. P. (2010). Applied spatial econometrics: Raising the bar. *Spatial Economic Analysis, 5*(1), 9-28. https://doi.org/10.1080/17421770903541772

Elhorst, J. P. (2014). *Spatial econometrics: From cross-sectional data to spatial panels.* Heidelberg: Springer (ISBN 978-3-642-40339-2).

Elkington, J. (1997). *Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business.* Oxford: Capstone Publishing (ISBN 1-900961-27-X).

Elliott J. A. (2013). *An introduction to sustainable development* (4.baskı). Routledge, Taylor & Francis Group, London and New York. 1-361. 15 Mayıs 2023, http://students.aiu.edu/submissions/profiles/resources/onlineBook/N8V7w2_An_Introduction_to_Sustainable_Development_4.pdf

Ertugrul, M. (2019). Kapsamlı gelirin değer ilişkisine yönelik uluslararası literatür taraması. *İSMMMO Mali Çözüm, 29*(155), 55-80. https://acikerisim.istinye.edu.tr/xmlui/bitstream/handle/20.500.12713/1188/93.pdf?sequence=1&isAllowed=y

Ertur, C. ve Koch, W. (2011). A contribution to the theory and empirics of Schumpeterian growth with worldwide interactions. *Journal of Economic Growth, 16*, 215-255. doi: 10.1007/s10887-011-9067-0

Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M. ve Muñoz-Torres, M. J. (2019). Rating the raters: Evaluating how ESG rating agencies integrate sustainability principles. *Sustainability*, *11*(3), 915-938. doi:10.3390/su11030915

Esmeray, A. (2022). Küresel risk ortamında değişen raporlama anlayışı: Finansal olmayan raporlama. Y. Aslan ve Ö. Özkan (Ed.), *Muhasebe, Finans ve Denetim Alanlarında Yenilikçi Yaklaşımlar-2* içinde (s. 9-32). İstanbul: Efe Akademi Yayınları (ISBN: 9786258121186).

EUR-Lex. 2014/95/EU directive. 23 Mayıs 2023, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095

European Union (2017). *Guidelines on non-financial reporting (Methodology for reporting non-financial information) (2017/C 215/01).* 23 Temmuz 2023, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017XC0705(01)

EUROSIFT - Our Mission (2021). 04 Mayıs 2023, https://www.eurosif.org/about-us/our-mission/

EUROSIFT – Responsible Investment Strategies (2021). 04 Mayıs 2023, https://www.eurosif.org/responsible-investment-strategies/

Fazzini, M. ve Dal Maso, L. (2016). The value relevance of "assured" environmental disclosure: The Italian experience. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, *7*(2), 225-245. doi: 10.1108/SAMPJ-10-2014-0060

Fischer, M. M. ve Wang, J. (2011). *Spatial data analysis: Models, methods and techniques*. Dordrecht: Springer Science+Business Media (ISBN 978-3-642-21719-7).

Florax, R. J., Folmer, H. ve Rey, S. J. (2003). Specification searches in spatial econometrics: The relevance of Hendry's methodology. *Regional Science and Urban Economics, 33*(5), 557-579. doi:10.1016 / S0166-0462(03)00002-4

Folqué, M., Escrig-Olmedo, E. ve Santamaría, T. C. (2021). Sustainable development and financial system: Integrating ESG risks through sustainable investment strategies in a climate change context. *Sustainable Development*, 29, 876–890. doi: 10.1002/sd.2181

Forte, A. (2013). Corporate social responsibility in the united states and europe: How important is it? The future of corporate social responsibility. *International Business & Economics Research Journal*, *12*(7), 815-824. https://www.proquest.com/docview/1418721689?pq-origsite=gscholar&from openview=true&sourcetype=Scholarly%20Journals

Francis, J. ve Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Account Research, 37*(2): 319-352. https://www.jstor.org/stable/pdf/ 2491412.pdf

Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. London: Pitman Publishing (ISBN 0-273-01913-9).

Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. ve De Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. U.K.: Cambridge University Press (ISBN-13 978-0-511-67692-5).

Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*: University of Chicago Press'den aktaran Borgström, M. V. ve Johannessen, B. K. (2020). *The Nordic investors valuation of ESG: Is there a correlation between the ESG score and the stock price of companies listed in the Nordic markets?* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Oslo Metropolitan University, Norway.

Friedman, M. (1970). A Friedman doctrine. The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times,* 17. 14 Mayıs 2023, https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html

Friedman, M. (2007). Corporate ethics and corporate governance. W. Ch. Zimmerli, K. Richter ve M. Holzinger (Ed.), *Corporate Ethics and Corporate Governance* içinde (s. 173- 178). New York: Springer Berlin Heidelberg (ISBN 978-3-540-70817-9).

G20/OECD (2015). *Kurumsal yönetim ilkeleri.* 08 Nisan 2024, https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-TUR.pdf

Garriga, E. ve Melè, D. (2004). Corporate social responsibility theories: Mapping the territory. *Journal of Business Ethics*, 53, 51–71. https://link.springer.com/content/pdf/10.1023/B:BUSI.0000039399.90587.34.pdf

Geary, R. C. (1954). The contiguity ratio and statistical mapping. *The incorporated statistician, 5*(3), 115-146. https://www.jstor.org/stable/pdf/2986645.pdf

Gerard, B. (2019). ESG and socially responsible investment: A critical review. *Beta, 33*(1), 61-83(1-28). doi: 10.18261/issn.1504-3134-2019-01-05.

Ghodousi, M., Sadeghi-Niaraki, A., Rabiee, F. ve Choi, S. M. (2020). Spatial-temporal analysis of point distribution pattern of schools using spatial autocorrelation indices in Bojnourd city. *Sustainability, 12*(18), 7755. doi:10.3390/su12187755

Giese, G., Lee, L-E., Melas, D., Nagy, Z. ve Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portpolio Management, 45* (5), 1- 15. https://www.evidenceinvestor.com/wp-content/uploads/2021/11/Foundations-of-ESG-Investing-Part-1.pdf

Gillan, S. L., Koch, A. ve Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889, 1-15. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889

Gökten, S., Başer, F. ve Yalçın İ. S. (2017). F-Skor göstergelerinin hisse senedi değeri üzerindeki etkisinin defter değerinin aracılık rolü çerçevesinde incelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi, 9*(4), 837-857. https://www.isarder.org/2017/vol.9_issue.4_full_issue.pdf

Grassmann, M. (2021). The relationship between corporate social responsibility expenditures and firm value: The moderating role of integrated reporting. *Journal of Cleaner Production,* 285, 124840, 1-16. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124840

Gray, R. H. (1994). Corporate reporting for sustainable development: accounting for sustainability in 2000AD. *Environmental values, 3*(1), 17-45. https://www.jstor.org/stable/pdf/30301373.pdf

GRI 103. *Management Approach*. 07 Şubat 2023, https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/

GRI 307. *Environmental Compliance*. 07 Şubat 2023, https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/

GRI, Abouth GRI. 04 Mayıs 2023, https://www.globalreporting.org/about-gri/

GRI, Home. 22 Mayıs 2023, https://www.globalreporting.org/

GRI, News. 17 Eylül 2023, https://www.globalreporting.org/news/news-center/efrag-gri-joint-statement-of-interoperability/

GRI, Our Mission and History. 04 Mayıs 2023, https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/

GRI, Standards. 07 Şubat 2023, https://www.globalreporting.org/how-to-use-the-gri-standards/gri-standards-english-language/

Grinblatt, M. ve Keloharju, M. (2001). How distance, language, and culture influence stockholdings and trades. *The Journal of Finance*, *56*(3), 1053-1073. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/0022-1082.00355

Gu, J. (2023a). Firm Performance and corporate social responsibility: Spatial context and effect mechanism. *SAGE Open, 13*(1), 1-16. doi: 10.1177/21582440231152123

Gu, J. (2023b). Intra-industry or spatial spillovers: Empirical study on the impact of digital finance on green energy innovation. *Journal of Cleaner Production,* 433, 139797, 1-14. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.139797

Gu, J. (2024). Digitalization, spillover and environmental, social, and governance performance: Evidence from China. *The Journal of Environment & Development, 0*(0), 1-26. https://doi.org/10.1177/10704965231225781

Gumprecht, D., Müller, W. G. ve Rodríguez-Díaz, J. M. (2009). Designs for detecting spatial dependence. *Geographical Analysis, 41*(2), 127-143. https://onlinelibrary .wiley.com/doi/pdfdirect/10.1111/j.1538-4632.2009.00736.x

Gülenç. İ. (2023). Zorunlu sürdürülebilirlik raporlamasına ilk adım: Kurumsal sürdürülebilirlik raporlama direktifi. *Yeşil Büyüme*. 10 Eylül 2023, https://yesilbuyume.org/zorunlu-surdurulebilirlik-raporlamasina-ilk-adim-kurumsal-surdurulebilirlik-raporlama-direktifi/

Habib, A. ve Azim, I. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal, 21*(2), 167-194. doi: 10.1108/10309610810905944

Haftacı, V. ve Soylu, K. (2008). Çevresel bilgilerin muhasebesi ve raporlanması. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (15), 92-113. https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/251957

Hage, O., Sandberg, K., Söderholm, P. ve Berglund, C. (2018). The regional heterogeneity of household recycling: A spatial-econometric analysis of Swedish plastic packing waste. *Letters in Spatial and Resource Sciences,* 11, 245-267. https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s12076-017-0200-3.pdf

Haller, A., Link, M. ve Groß, T. (2017). The term 'non-financial information'–a semantic analysis of a key feature of current and future corporate reporting. *Accounting in Europe, 14*(3), 407-429. https://doi.org/10.1080/17449480.2017 .1374548

Hamad, S., Lai, F. W., Shad, M. K., Khatib, S. F. ve Ali, S. E. A. (2023). Assessing the implementation of sustainable development goals: Does integrated reporting matter?. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, *14*(1), 49-74. doi: 10.1108/SAMPJ-01-2022-0029

Hassel, L., Nilsson, H. ve Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review, 14*(1), 41-61. https://doi.org/10.1080/0963818042000279722

Haunschild, P. R. ve Miner, A. S. (1997). Modes of interorganizational imitation: The effects of outcome salience and uncertainty. *Administrative Science Quarterly, 42*(3), 472-500. https://www.jstor.org/stable/2393735

Healy, P. M. ve Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics, 31*(1-3), 405-440. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0

Herbohn, K., Walker, J. ve Loo, H. Y. M. (2014). Corporate social responsibility: The link between sustainability disclosure and sustainability performance. *Abacus, 50*(4), 422-459. doi: 10.1111/abac.12036

Hisrich, R. D., Peters, M. P. ve Shepherd, D. A. (2010). *Entrepreneurship* (8. baskı). New York: Mc Graw Hill Education (ISBN 978-0-07-353032-1).

Hisrich, R. D., Peters, M. P. ve Shepherd, D. A. (2017). *Entrepreneurship* (10. baskı). New York: Mc Graw Hill Education (ISBN 978-0-07-811284-3).

Holthausen, R. W. ve Watts, R. L. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of accounting and economics, 31*(1-3), 3-75. https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5

Hoeffler, S., Bloom, P. N. ve Keller, K. L. (2010). Understanding stakeholder responses to corporate citizenship initiatives: Managerial guidelines and research directions. *Journal of Public Policy & Marketing, 29*(1), 78-88. https://www.jstor.org/stable/pdf/20798397.pdf

Huang, Y., Bai, F., Shang, M. ve Ahmad, M. (2023). On the fast track: the benefits of ESG performance on the commercial credit financing. *Environmental Science and Pollution Research*, 30, 83961-83974. https://doi.org/10.1007/s11356-023-28172-x

Huber, B. M. ve Comstock, M. (2017). ESG reports and ratings: What they are, why they matter. *The Corporate Governance Advisor*, *25*(5), 1-12. 29 Aralık 2023, https://eds.p.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=f156fe9c-45c7-4c95-b8e2-b19fdd190fe8%40redis

Hummel, K. ve Schlick, C. (2016). The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure–Reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. *Journal of Accounting and Public Policy*, *35*(5), 455-476. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.06.001

Husted, B. W., Jamali, D. ve Saffar, W. (2016). Near and dear? The role of location in CSR engagement. *Strategic Management Journal*, *37*(10), 2050-2070. doi: 10.1002/smj.2437

IASB (2015). *Conceptual framework for financial reporting*. 08 Nisan 2024, https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/conceptual-framework/exposure-draft/published-documents/ed-conceptual-framework.pdf

IFAC, AICPA ve CIMA (2023). *The state of play: Sustainability disclosure & assurance 2019 - 2021 trends & analysis*. 15 Ağustos 2023, https://ifacweb.blob.core.windows.net/publicfiles/2023-02/IFAC-State-of-Play-Sustainability-Assurance-Disclosures_0.pdf

Igo Jr, R. P. (2010). Influential data points. N. J. Salkind (Ed.), *Encyclopedia of research design* (1. Cilt) içinde (s. 600-602). California: SAGE Publications (ISBN: 978-1-4129-6127-1).

Inderst, G. ve Stewart, F. (2018). *Incorporating environmental, social and governance (ESG) factors into fixed income investment*. World Bank Group publication. 10 Mayıs 2023, https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/c9a16bb1-aea2-5124-804f-bcf4621d1835/content

Ioannou, I. ve Serafeim, G. (2012). What drives corporate social performance? The role of nation-level institutions. *Journal of International Business Studies*, 43, 834-864. https://link.springer.com/content/pdf/10.1057/jibs.2012.26.pdf

Ionescu, G. H., Firoiu, D., Pirvu, R. ve Vilag, R. D. (2019). The impact of ESG factors on market value of companies from travel and tourism industry. *Technological and Economic Development of Economy*, *25*(5), 820-849. https://doi.org/10.3846/tede.2019.10294

IR, Abouth Us. 25 Mart 2023, https://www.integratedreporting.org/the-iirc-2/

IR, Integrated Reporting (2011). *Towards ıntegrated reportıng: Communicating Value in the 21st Century*. 25 Mayıs 2023, https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf

IR, Integrated Reporting Framework. 22 Mayıs 2023, https://www.integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/

Islam, T., Islam, R., Pitafi, A. H., Xiaobei, L., Rehmani, M., Irfan, M. ve Mubarak, M. S. (2021). The impact of corporate social responsibility on customer loyalty: The mediating role of corporate reputation, customer satisfaction, and trust. *Sustainable Production and Consumption*, 25, 123-135. https://doi.org/10.1016/j.spc.2020.07.019

ISO Social Responsibility. 22 Mayıs 2023, https://www.iso.org/iso-26000-social-responsibility.html

İMKB (2011). *Sürdürülebilirlikle İlgili Özet Bilgiler*. 16 Ağustos 2023, https://www.borsaistanbul.com/datum/surdurulebilirlik/SURDURULEBILIRLIK_OZET_BILGILER.pdf

Jensen, M. C. ve Meckling, W. F. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305-360. 29 Aralık 2023, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043

Jiang, Z. (2018). A survey on spatial prediction methods. *IEEE Transactions on Knowledge and Data Engineering, 31*(9), 1645-1664. doi: 10.1109/TKDE.2018.2866809

Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A. ve Chang, K. (2014). Does corporate social responsibility (CSR) improve credit ratings? Evidence from geographic identification. *Financial Management, 43*(3), 505-531. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/fima.12044

Johnson Jr, E. C., Stout, J. H. ve Walter, A. C. (2020). Profound change: The evolution of ESG. *Business Lawyer, 75*(4). 04 Mayıs 2023, https://eds.p.ebscohost.com/eds/detail/detail?vid=0&sid=85622a83-694d-4042-9b96-1ffcacca7685%40redis&bdata=JnNpdGU9ZWRzLWxpdmU%3d#db=bsu&AN=147135623

Karaçayır, E. ve Afşar, A. (2024). Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim performansının finansal performans üzerine etkisi: Borsa İstanbul örneği. *Trends in Business and Economics, 38*(1), 48-55. doi: 10.5152/TBE.2024.23227

Kargın, S. (2013). The impact of IFRS on the value relevance of accounting information: Evidence from Turkish firms. *International Journal of Economics and Finance, 5*(4), 71-80. http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v5n4p71

Kargın, S., Aracı, H. ve Aktaş, H. (2013). Entegre raporlama: Yeni bir raporlama perspektifi. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, *6*(1), 27-46. https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/1525854

Károly K. (2011). Rise and fall of the concept sustainability. *Journal of Environmental Sustainability, 1*(1), 1-12. doi: 10.14448/jes.01.0001.

Kaspereit, T. ve Lopatta, K. (2016). The value relevance of SAM's corporate sustainability ranking and GRI sustainability reporting in the European stock markets. *Business Ethics, A European Review, 25*(1), 1-24. doi: 10.1111/beer.12079.

Kazmi, A. (2020). CSR in emerging markets. S. Idowu, R. Schmidpeter, N. Capaldi, L. Zu, M. Del Baldo ve R. Abreu (Ed.), *Encyclopedia of Sustainable Management* içinde (s. 1-6). Cham: Springer International Publishing. 12 Temmuz 2023, https://doi.org/10.1007/978-3-030-02006-4_87-1

KGK (Tarihsiz). *BOBİ için FRS*. 12 Nisan 2024. https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/BOB%C4%B0_FRS/BOBI_FRS_Mod%C3%BCl1_Kavramsal_Cerceve_ve_Finansal_Tablolar.pdf

KGK (2017a). *Bağımsız denetime tabi her işletme TFRS'leri uygulamak zorunda mıdır?* 08 Nisan 2024, https://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6657/Bağımsız-denetime-tabi-her-işletme-TFRSleri-uygulamak-zorunda-mıdır?

KGK (2017b). *Bağımsız denetimde uygulanacak yeni standartlar-BOBİ FRS*. 08 Nisan 2024, https://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6791/Bag%CC%86%C4%B1ms%C4%B1z-Denetimde-Uygulanacak-Yeni-Standartlar-BOBI%CC%87-FRS-.

KGK (2018). Finansal Raporlamaya İlişkin Kavramsal Çerçeve (2018 Sürümü). 08 Nisan 2024, https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS/Finansal%20Raporlamaya%20İlişkin%20Kavramsal%20Çerçeve%20(2018%20Sürümü).pdf

KGK (2022). *Küçük ve Mikro İşletmeler için Finansal Raporlama Standardının Yayımlanması*. 08 Nisan 2024, https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/KUMI/KU%CC%88MI%CC%87%20FRS%20(Web%20Kurul%20Karar%C4%B1%20enf%20adj).pdf

KGK (2024). *UMS/UFRS nedir?*. 08 Nisan 2024, https://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6649/UMS/UFRS-nedir

Kerkman, K., Martens, K. ve Meurs, H. (2018). Predicting travel flows with spatially explicit aggregate models: On the benefits of including spatial dependence in travel demand modeling. *Transportation Research Part A: Policy and Practice*, 118, 68-88. https://doi.org/10.1016/j.tra.2018.08.029

Khan, M., Serafeim, G. ve Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review, 91*(6), 1697-1724. https://www.jstor.org/stable/pdf/24907173.pdf

Kimbrough, M. D., Wang, X., Wei, S. ve Zhang, J. (2022). Does voluntary ESG reporting resolve disagreement among ESG rating agencies?. *European Accounting Review*, 1-33. doi: 10.1080/09638180.2022.2088588.

Kissling, W. D. ve Carl, G. (2008). Spatial autocorrelation and the selection of simultaneous autoregressive models. *Global Ecology and Biogeography, 17*(1), 59-71. doi: 10.1111/j.1466-8238.2007.00334.x

Kitzmueller, M. ve Shimshack, J. (2012). Economic perspectives on corporate social responsibility. *Journal of Economic Literature, 50*(1), 51-84. https://www.jstor.org/stable/pdf/23269969.pdf

Kocamaz, H. (2012). Uluslararası muhasebe standartlarının dünyada ve Türkiye'de oluşum ve gelişim süreci. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2*(2), 105-120. http://iibfdergisi.ksu.edu.tr/en/download/article-file/107660

Kolk, A. (2003). Trends in sustainability reporting by the Fortune Global 250. *Business Strategy and The Environment, 12*(5), 279-291. doi: 10.1002/bse.370

Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics, 115*(2), 304-329. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008

Kulalı, G. (2022). Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) performansının piyasa değeri üzerindeki etkisi: Firma büyüklüğünün rolü. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 17*(3), 787-809. doi: 10.17153/oguiibf.1098419

Küçüksözen, C. ve Küçükkocaoğlu, G. (2004). Finansal bilgi manipülasyonu: İMKB şirketleri üzerine ampirik bir çalışma. *1st International Accounting Conference on the Way to Convergence* içinde (s. 1-58). İstanbul: MÖDAV. 15 Mayıs 2023, http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/kisiselearningmanipulation2.pdf

Kwilinski, A., Lyulyov, O. ve Pimonenko, T. (2023). Unlocking sustainable value through digital transformation: An examination of ESG performance. *Information, 14*(8), 444, 1-18. https://doi.org/10.3390/info14080444

Landau, A., Rochell, J., Klein, C. ve Zwergel, B. (2020). Integrated reporting of environmental, social, and governance and financial data: Does the market value integrated reports?. *Business Strategy and the Environment, 29*(4), 1750-1763. doi: 10.1002/bse.2467

Latapí Agudelo, M. A., Jóhannsdóttir, L. ve Davídsdóttir, B. (2019). A literature review of the history and evolution of corporate social responsibility. *International Journal of Corporate Social Responsibility, 4*(1), 1-23. https://jcsr.springeropen.com/articles/10.1186/s40991-018-0039-y?uc=racialjustice

Lavin, J. F. ve Montecinos-Pearce, A. A. (2022). Heterogeneous firms and benefits of ESG disclosure: Cost of debt financing in an emerging market. *Sustainability, 14*(23), 1-21. https://doi.org/10.3390/su142315760

Leccadito, A. ve Veltri, S. (2015). A regime switching Ohlson model. *Quality & Quantity*, 49, 2015-2035. doi: 10.1007/s11135-014-0088-6

Lee, H. L. ve Lee, H. (2013). Do Big 4 audit firms improve the value relevance of earnings and equity?. *Managerial Auditing Journal, 28*(7), 628-646. doi: 10.1108/MAJ-07-2012-0728

Lee, K. W. ve Yeo, G. H. H. (2016). The association between integrated reporting and firm valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47, 1221-1250. doi: 10.1007/s11156-015-0536-y

Leenders, R. T. A. J. 2002. Modeling social influence through network autocorrelation: Constructing the weight matrix. *Social Networks* 24: 21–47. https://doi.org/10.1016/S0378-8733(01)00049-1

LeSage, J. P. (1999). *The theory and practice of spatial econometrics.* Ohio: University of Toledo. https://www.researchgate.net/publication/266218273_The_Theory_and_Practice_of_Spatial_Econometrics

LeSage, J. P. ve Pace, R. K. (2009). *Introduction to spatial econometrics*. Florida: Chapman and Hall/CRC (ISBN 978-1-4200-6424-7).

Li, F. ve Polychronopoulos, A. (2020). What a difference an ESG ratings provider makes. *Research Affiliates*, 1-15. 12 Mayıs 2023, https://www.researchaffiliates.com/content/dam/ra/publications/pdf/770-what-a-difference-an-esg-ratings-provider-makes.pdf

Li, H., Guo, H., Hao, X. ve Zhang, X. (2023). The ESG rating, spillover of ESG ratings, and stock return: Evidence from Chinese listed firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 80, 102091. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102091

Li, Q., Song, J., Wang, E., Hu, H., Zhang, J. ve Wang, Y. (2014). Economic growth and pollutant emissions in China: A spatial econometric analysis. *Stochastic Environmental Research and Risk Assessment*, 28, 429-442. doi: 10.1007/s00477-013-0762-6

Li, T. T., Wang, K., Sueyoshi, T. ve Wang, D. D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. *Sustainability, 13*(21), 11663, 1-28. https://doi.org/10.3390/su132111663

Lieberman, M. B. ve Asaba, S. (2006). Why do firms imitate each other?. *Academy of Management Review, 31*(2), 366-385. https://www.jstor.org/stable/pdf/20159207.pdf

Liu, S. ve Wu, D. (2016). Competing by conducting good deeds: The peer effect of corporate social responsibility. *Finance Research Letters*, 16, 47-54. https://doi.org/10.1016/j.frl.2015.10.013

Lourenço, I. C., Branco, M. C., Curto, J. D. ve Eugénio, T. (2012). How does the market value corporate sustainability performance?. *Journal of Business Ethics*, 108, 417-428. doi: 10.1007/s10551-011-1102-8

Lourenço, I. C., Callen, J. L., Branco, M. C. ve Curto, J. D. (2014). The value relevance of reputation for sustainability leadership. *Journal of Business Ethics*, 119, 17-28. doi: 10.1007/s10551-012-1617-7

LSEG, About us. 22 Aralık 2023, https://www.lseg.com/en/about-us

LSEG, Data & Analitics. 22 Aralık 2023, https://www.lseg.com/en/data-analytics

LSEG, Media Centre. 22 Aralık 2023, https://www.lseg.com/en/media-centre/refinitiv-acquisition

LSEG, The History of LSEG. 22 Aralık 2023, https://www.lseg.com/en/about-us/history

Lv, Z. ve Li, S. (2021). How financial development affects CO2 emissions: a spatial econometric analysis. *Journal of Environmental Management,* 277, 111397, 1-10. https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2020.111397

Malik, M. (2015). Value-Enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, 127, 419–438. doi: 10.100 7/s10551-014-2051-9

Manes-Rossi, F., Tiron-Tudor, A., Nicolò, G. ve Zanellato, G. (2018). Ensuring more sustainable reporting in Europe using non-financial disclosure—De facto and de jure evidence. *Sustainability, 10*(4), 1162. doi:10.3390/su10041162

McGuire, J., Dow, S. ve Argheyd, K. (2003). CEO incentives and corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 45, 341-359. doi:10.1023/A:1024119604363

Melé, D. (2009). Editorial introduction: Towards a more humanistic management. *Journal of Business Ethics, 88*(3), 413-416. doi: 10.1007A10551-009-0129-6

Mengi, A. ve Algan, N. (2003). *Küreselleşme ve yerelleşme çağında bölgesel sürdürülebilir gelişme: AB ve Türkiye örneği*. Ankara: Siyasal Kitabevi (ISBN 9789757351924).

Mervelskemper, L. ve Streit, D. (2017). Enhancing market valuation of ESG performance: is integrated reporting keeping its promise?. *Business Strategy and the Environment, 26*(4), 536-549. https://doi.org/10.1002/bse.1935

Miller, H. J. (2004). Tobler's first law and spatial analysis. *Annals of the Association of American Geographers, 94*(2), 284-289. doi: 10.1111/j.1467-8306.2004.09402005.x

Miralles-Quiros, M. M., Miralles-Quiros, J. L. ve Arraiano, I. G. (2017). Sustainable development, sustainability leadership and firm valuation: Differences across Europe. *Business Strategy and the Environment, 26*(7), 1014-1028. doi:10.1002/bse.1964

Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L. ve Redondo-Hernández, J. (2019). The impact of environmental, social, and governance performance on stock prices: Evidence from the banking industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 26*(6), 1446-1456. https://doi.org/10.1002/csr.1759

Miralles-Quirós, M. M., Miralles-Quirós, J. L. ve Valente Gonçalves, L. M. (2018). The value relevance of environmental, social, and governance performance: The Brazilian case. *Sustainability, 10*(3), 574-588. https://doi.org/10.3390/su10030574

Mittelbach-Hörmanseder, S., Hummel, K. ve Rammerstorfer, M. (2021). The information content of corporate social responsibility disclosure in Europe: An institutional perspective. *European Accounting Review, 30*(2), 309-348. https://doi.org/10.1080/09638180.2020.1763818

Mohr, L. A., Webb, D. J. ve Harris, K. E. (2001). Do consumers expect companies to be socially responsible? The impact of corporate social responsibility on buying behavior. *Journal of Consumer affairs, 35*(1), 45-72. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1745-6606.2001.tb00102.x

Moneva, J. M. ve Cuellar, B. (2009). The value relevance of financial and non-financial environmental reporting. *Environmental and Resource Economics*, 44, 441-456. doi: 10.1007/s10640-009-9294-4

Montiel, I. (2008). Corporate social responsibility and corporate sustainability: Separate pasts, common futures. *Organization & Environment, 21*(3), 245-269. doi: 10.1177/1086026608321329

Moore, G. (1999). Tinged shareholder theory: or what's so special about stakeholders?. *Business Ethics: A European Review, 8*(2), 117-127. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/1467-8608.00136

Moran, P. A. (1948). The interpretation of statistical maps. *Journal of the Royal Statistical Society. Series B (Methodological), 10*(2), 243-251. https://www.jstor.org/stable/pdf/2983777.pdf

Moran, P. A. (1950). A test for the serial independence of residuals. *Biometrika, 37*(1/2), 178-181. https://doi.org/10.2307/2332162

Morsulu, E. (2022). *Ertelenmiş vergilerin ihtiyaca uygun bir şekilde sunulmasının firma değerine etkisi* (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Balıkesir.

Moser, D. V. ve Martin, P. R. (2012). A broader perspective on corporate social responsibility research in accounting. *American Accounting Association: The Accounting Review*, *87*(3), 797-806. https://www.jstor.org/stable/pdf/23245630.pdf

MSCI (2012). *Emerging vs. developed markets classification*. 17 Ocak 2022, https://www.msci.com/documents/10199/7424d920-cdcb-462c-9e16-4c450ed70e2a

MSCI Emerging Markets Indexes. 30 Ocak 2022, https://www.msci.com/documents/1296102/38312924/MSCI+Emerging+Markets+Indexes.pdf

MSCI Indexes. 30 Ocak 2022, https://www.msci.com/our-solutions/indexes

MSCI World Index. 30 Ocak 2022, https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb

Muthuri, J. N. ve Gilbert, V. (2011). An institutional analysis of corporate social responsibility in Kenya. *Journal of Business Ethics*, 98, 467-483. doi: 10.1007/s10551-010-0588-9

Narbel, F. ve Muff, K. (2017). Should the evolution of stakeholder theory be discontinued given its limitations?. *Theoretical Economics Letters, 7*(5), 1357-1381. https://doi.org/10.4236/tel.2017.75092

Nechita, E. (2021). The value relevance of non-financial reporting in determining the market value of equity. *The Audit Financiar Journal, 19*(162), 320-320. https://ideas.repec.org/a/aud/audfin/v19y2021i162p320.html

Neely, A., Mike, G. ve Platts, K. (1995). Performance measurement system design: a literature review and research agenda. *International Journal of Operations & Production Management, 15*(4), 80-116. https://pessoas.feb.unesp.br/vagner/files/2009/02/Aula-4_Neely-Gregory-Platts-1995.pdf

O'Donovan, G. (2002). Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal, 15*(3), 344-371. https://doi.org/10.1108/09513570210435870

Odell, J. ve Ali, U. (2016). ESG investing in emerging and frontier markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, *28*(2), 96-101. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/jacf.12181

OECD (2020). OECD Business and finance outlook 2020: Sustainable and resilient finance. *OECD Publishing.* 23 Temmuz 2023, https://www.oecd-ilibrary.org/sites/b854a453-en/index.html?itemId=/content/component/b854a453-en

OECD, Guidelines for Multinational Enterprises. 22 Mayıs 2023, http://mneguidelines.oecd.org/guidelines/

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, *11*(2), 661-687. https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x

Okafor, O. N., Anderson, M. ve Warsame, H. (2016). IFRS and value relevance: evidence based on Canadian adoption. *International Journal of Managerial Finance*, *12*(2), 136-160. doi: 10.1108/IJMF-02-2015-0033

Orlitzky, M., Schmidt, F. L. ve Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, *24*(3), 403-441. https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=6407b46b6a71f1e4b7f94ea5daebfa3e56a8a2b8

Ota, K. (2001). The impact of valuation models on value-relevance studies in accounting: A review of theory and evidence. *SSRN 280873*. 08 Haziran 2023, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=280873

Özer, G., Aktaş, N. ve Çam, İ. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) scores and financial performance of publicly listed companies in Turkey. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 18*(2), 337-353. doi: 10.17153/oguiibf.1239759

Öztürk, E., Gökçen, G. ve Güleç, Ö. F. (2019). KÜMİ FRS seti taslağı, BOBİ FRS seti ve tam set TMS/TFRS'nin temel konular açısından karşılaştırılması. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 4*(3), 413-430. doi: 10.29106/fesa.616662

Pamukçu, F. (2011). Finansal raporlama ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflıkta kurumsal yönetimin önemi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi,* (50), 133-148. https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/426886

Pan, X., Guo, S., Li, M. ve Song, J. (2021). The effect of technology infrastructure investment on technological innovation - A study based on spatial durbin model. *Technovation*, 107, 102315, 1-9. https://doi.org/10.1016/j.technovation.2021.102315

Paolone, F. (2020). *Accounting, cash flow and value relevance*. Cham: Springer International Publishing (ISBN 978-3-030-50687-2).

Permatasari, I. ve Narsa, I. M. (2022). Sustainability reporting or integrated reporting: Which one is valuable for investors?. *Journal of Accounting & Organizational Change, 18*(5), 666-684. doi: 10.1108/JAOC-12-2020-0204

Post, J. E., Frederick, W. C., Lawrence, A. T. ve Weber, J. (1996). *Business and Society* (8.baskı). New York: McGraw-Hill Inc.'den aktaran Dalyan, F. (2007). Sosyal sorumluluğun temelleri. C. Aktan (Ed.), *Kurumsal Sosyal Sorumluluk: İşletmeler ve Sosyal Sorumluluk* içinde (s. 32-42). İGİAD - İktisadi Girişim ve İş Ahlakı Derneği Yayınları. https://www.researchgate.net/publication/318682140

Preston, L. E. ve Windsor, D. (1988). Corporate governance and social performance in the multinational corporation. L. E. Preston (Ed.), *Research in Corporate Social Performance and Policy* (10. Cilt) içinde (s. 45-58). Greenwich: JAI Press (ISBN 978-0892329151).

Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K. ve Ahsan, T. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment, 29*(3), 1199-1214. doi: 10.1002/bse.2427

Radley, Y. (2012). The value of extrafinancial disclosure: What investors and analysts said. *Global Reporting Initiative*, 1-60. 11 Ağustos 2023, https://www.accountingforsustainability.org/content/dam/a4s/corporate/home/KnowledgeHub/The%20value%20of%20extra%20financial%20disclosure.pdf.downloadasset.pdf

Rahman, M., Rasid, S. Z. A. ve Basiruddin, R. (2020). Corporate social responsibility reporting and value relevance of the banking sector in Bangladesh. *Journal of Sustainability Science and Management, 15*(5), 192-214. http://doi.org/10.46754/jssm.2020.07.016

Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F. ve Mariani, M. (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. doi: 10.1002/csr.2134

Rajan, R. ve Zingales, L. (1996). Financial dependence and growth. *The American Economic Review, 88*(3), 559-586. 12 Temmuz 2023, https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5758/w5758.pdf

Ramchander, S., Schwebach, R. G. ve Staking, K. I. M. (2012). The informational relevance of corporate social responsibility: Evidence from DS400 index reconstitutions. *Strategic Management Journal, 33*(3), 303-314. doi: 10.1002/smj.952

Refinitiv, About Us. 12 Mayıs 2023, https://www.refinitiv.com/en/about-us

Refinitiv, ESG Company Scores. 12 Mayıs 2023, https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores

Refinitiv, Overview. 12 Mayıs 2023, https://www.refinitiv.com/en/financial-data/company-data/esg-data

Refinitiv, Scoring Methodology. 12 Mayıs 2023, https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores#t-terms-of-use

Rehman, R. U., Riaz, Z., Cullinan, C., Zhang, J. ve Wang, F. (2020). Institutional ownership and value relevance of corporate social responsibility disclosure: Empirical evidence from China. *Sustainability*, *12*(6), 2311. doi: 10.3390/su12062311

R.G. (1999). 12.04.2024, https://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/23910.pdf

R.G. (2006). 12.04.2024, https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2006/03/20060331-12.htm

R.G. (2011a). 12.04.2024, https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/02/20110214-1-1.htm

R.G. (2011b). 12.04.2024, https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2011/11/20111102-5.htm

R.G. (2021). 12.04.2024, https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2021/03/20210330M1-1.pdf

R.G. (2022). 12.04.2024, https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2022/11/20221130-14.pdf

Ribando, J. M. ve Bonne, G. (2010). A new qualıity factor: Finding alpha with asset4 esg data. *Starmine Research Note.* 29 Aralık 2023, https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=fa50931eb6aeae0009411588e10cb9f240c1016b

Rio Declaration (1992). Rio declaration on environment and development. *Report of The United Nations Conference On Environment And Development.* 10 Mayıs 2023, https://www.un.org/en/development/desa/population/migration/generalassembly/docs/globalcompact/A_CONF.151_26_Vol.I_Declaration.pdf

Rouen, E., Sachdeva, K. ve Yoon, A. (2022). The evolution of ESG reports and the role of voluntary standards. *Harvard Business School,* Working Paper 23-024, 1-87. http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4227934

Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J. ve Paul, K. (2001). An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics*, 32, 143-156. https://link.springer.com/content/pdf/10.1023/a:1010786912118.pdf

Saka, C. ve Oshika, T. (2014). Disclosure effects, carbon emissions and corporate value. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 5*(1), 22-45. doi: 10.1108/SAMPJ-09-2012-0030

SASB, Standards. *Standards Overview*. 22 Mayıs 2023, https://www.sasb.org/standards/

Schadewitz, H. ve Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 17*(2), 96-106. doi: 10.1002/csr.234

Semenova, N., Hassel, L. G. ve Nilsson, H. (2010). The value relevance of environmental and social performance: Evidence from Swedish SIX 300 Companies. *Liiketaloudellinen Aikakauskirja*, *3*(10), 265-292. https://eds.p.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=e83eb386-ccc1-4dca-a36e-26a2ee763268%40redis

Setyahuni, S. W. ve Handayani, R. S. (2020). On the value relevance of information on environmental, social, and governance (ESG): An evidence from Indonesia. *Journal of Critical Reviews*, *7*(12), 50-58. doi: http://dx.doi.org/10.31838/jcr.07.12.09

Sevilengül, O. (2020). *Genel muhasebe* (19. baskı). Ankara: Gazi Kitabevi (ISBN 978-625-7855-42-6).

Sezer, Ö. (2007). Küresel konferanslar ve çevre sorunları: çevre kalkınma ve etik açısından eleştirel bir değerlendirme. *Uluslararası Asya ve Kuzey Afrika Çalışmaları Kongresi (ICANAS 38)* sunulan bildiri, 761-780. https://www.ayk.gov.tr/wp-content/uploads/2015/01/SEZER-Özcan-KÜRESEL-KONFERANSLAR-VE-ÇEVRE-SORUNLARI-ÇEVRE-KALKINMA-VE-ETİK-AÇISINDAN-ELEŞTİREL-BİR-DEĞERLENDİRME.pdf

Signitzer, B. ve Prexl, A. (2008). Corporate sustainability communications: Aspects of theory and professionalization. *Journal of Public Relations Research, 20* (1),1-19. https://doi.org/10.1080/10627260701726996

Singh, A. ve Chakraborty, M. (2021). Does CSR disclosure influence financial performance of firms? Evidence from an emerging economy. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 12*(4), 788-810. doi: 10.1108/SAMPJ-02-2018-0042

Singh, S., Khare, A., Pandey, S. K. ve Sharma, D. P. (2021). Industry and community peers as drivers of corporate social responsibility in India: The contingent role of institutional investors. *Journal of Cleaner Production*, 295, 126316, 1-15. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126316

Smaoui, H., Grandes, M. ve Akindele, A. (2017). The determinants of bond market development: Further evidence from emerging and developed countries. *Emerging Markets Review*, 32, 148-167. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.06.003

Smith, H. J. (2003). The shareholders vs. stakeholders debate. *MIT Sloan Management Review*, 85-90. 29 Aralık 2023, https://www.proquest.com/docview/2309258214?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true&sourcetype=Scholarly%20Journals

Society & Organizations (2018). *How to report on CSR? HEC Paris*. 23 Mayıs 2023, https://www.hec.edu/en/faculty-research/centers/society-organizations-institute/think/so-institute-executive-factsheets/how-report-csr

Solomon, A., Solomon, J. ve Suto, M. (2004). Can the UK experience provide lessons for the evolution of SRI in Japan?. *Corporate Governance: An International Review, 12*(4), 552-566. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1467-8683.2004.00393.x

Srivastava, A. ve Muharam, H. (2022). Value relevance of accounting information during IFRS convergence period: Comparative evidence between India and Indonesia. *Accounting Research Journal, 35*(2), 276-291. doi: 10.1108/ARJ-04-2020-0070

Suryowati, K., Bekti, R. D. ve Faradila, A. (2018). A comparison of weights matrices on computation of dengue spatial autocorrelation. *IOP Conference Series: Materials Science and Engineering, 335*(1), 1-9. doi:10.1088/1757-899X/335/1/012052

Swartz, G. E., Swartz, N. P. ve Firer, S. (2006). An empirical examination of the value relevance of intellectual capital using the Ohlson (1995) valuation model. *Meditari: Research Journal of the School of Accounting Sciences, 14*(2), 67-81. https://journals.co.za/doi/pdf/10.10520/EJC72519

Tai, F. M. ve Chuang, S. H. (2014). Corporate social responsibility. *Scientific Research, 6*(3), 117-130. doi: 10.4236/ib.2014.63013

Tarquinio, L. ve Posadas, S. C. (2020). Exploring the term "non-financial information": an academics' view. *Meditari Accountancy Research, 28*(5), 727-749. doi: 10.1108/MEDAR-11-2019-0602

Tatoğlu, F. Y. (2022). *Mekânsal ekonometri. Stata uygulamalı*. İstanbul: Beta (ISBN 978-625-436-116-6).

TFRS (2023). 03 Ocak 2024, https://www.kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/10438/TFRS-2023-Seti-(Mavi_Kitap).pdf

The EU in The World (2014). A statistical portrait. *Eurostat Statitical Books, European Union.* 15 Mayıs 2023, https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/5786625/KS-EX-14-001-EN.PDF

Theriou, N. G. (2015). Strategic management process and the importance of structured formality, financial and non-financial information. *European Research Studies, XVIII*(2), 3-28. https://www.um.edu.mt/library/oar/bitstream/123456789/29663/1/ERSJ%2C_18%282%29_-_A1.pdf

Ticaret Bakanlığı (2023). 10 Eylül 2023, https://ticaret.gov.tr/dis-iliskiler/yesil-mutabakat/duyurular/avrupa-surdurulebilirlik-raporlama-standartlari-belirlenmesi

TMS 1, Finansal Tabloların Sunuluşu. 11 Nisan 2024, https://www.kgk.gov.tr/Portalv2Uploads/files/Duyurular/v2/TMS_TFRS_Setleri/2024/Mavi_Kitap/TMS/TMS%201.pdf

Tobler, W. R. (1970). A computer movie simulating urban growth in the Detroit region. *Economic Geography, 46*(1), 234–240. 17 Temmuz 2023, https://www.jstor.org/stable/pdf/143141.pdf

Transition to integrated reporting (2021). 26 Mayıs 2023, http://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2022/08/Transition-to-integrated-reporting_A-Getting-Started-Guide.pdf?_x_tr_sch=http&_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=tr&_x_tr_hl=tr&_x_tr_pto=sc

Turzo, T., Marzi, G., Favino, C. ve Terzani, S. (2022). Non-financial reporting research and practice: Lessons from the last decade. *Journal of Cleaner Production*, 345, 1-13. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2022.131154

Tüylüoğlu, Ş. ve Saraç, Ş. (2012). Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde inovasyonun belirleyicileri: Ampirik bir analiz. *Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, 7*(1), 39-74. https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/65493

U. N. Brundtland Report (1987). *Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future*. 26 Şubat 2023, https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf

U. N. Country Classification (2014). *Country classification: Data sources, country classifications and aggregation methodology*. 04 Mayıs 2023, https://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2014wesp_country_classification.pdf

U. N. Development Programme (2015). *Sustainable Development Goals*. 26 Şubat 2023, https://www.undp.org/sustainable-development-goals?gclid=CjwKCAjw9J2iB%20hBPEiwAErwpef130KZqsr3yZqK0lkLw2elR8EDb8I83stgSIHUTmWw3nm-ovnncxoCR3UQAvD_BwE

U. N. Global Compact-Accenture CEO Study (2010). *A New Era of Sustainability*. 16 Ağustos 2023, https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/news_events%2F8.1%2FUNGC_Accenture_CEO_Study_2010.pdf

Ulusan, H. (2013). Kapsamlı kâr (zarar): Raporlama yöntemi tercihleri ve finansal performansın raporlanmasına etkisi üzerine bir araştırma. *Cumhuriyet Üniversitesi İİBF Dergisi*, *14*(2), 45-72. http://esjournal.cumhuriyet.edu.tr/en/download/article-file/48503

UNEP (1998). *The non-reporting report*. London'dan aktaran Kolk, A. (2005). Sustainability reporting. *VBA Journaal, 21*(3), 34-42. https://www.researchgate.net/profile/Ans-Kolk/publication/277876384_Sustainability_reporting/links/59919caeaca272cd4bcf9d17/Sustainability-reporting.pdf

UNEP (2016). *Section A-Handbook. Background to sustainability reporting*. 27 Mayıs 2023, https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/30663/CSRHdb.pdf?sequence=1&isAllowed=y

UNGC Communication on Progress. 22 Mayıs 2023, https://unglobalcompact.org/participation/report/cop

Varga, A. (1998). *University research and regional innovation: A spatial econometric analysis of academic technology transfers* (13. Cilt). New York: Springer Science & Business Media (ISBN 978-1-4613-7556-2).

Vega, S. H. ve Elhorst, J. P. (2015). The SLX model. *Journal of Regional Science, 55*(3), 339-363. doi: 10.1111/jors.12188

Vega-Redondo, F. (1997). The evolution of walrasian behavior. *Econometrica, Journal of the Econometric Society*, *65*(2), 375-384. https://www.jstor.org/stable/pdf/2171898.pdf

Veltri, S. ve Silvestri, A. (2020). The value relevance of corporate financial and nonfinancial information provided by the integrated report: A systematic review. *Business Strategy and The Environment, 29*(8), 3038-3054. doi: 10.1002/bse.2556

Verbeeten, F. H., Gamerschlag, R. ve Möller, K. (2016). Are CSR disclosures relevant for investors? Empirical evidence from Germany. *Management Decision, 54*(6), 1359-1382. doi: 10.1108/MD-08-2015-0345.

Wang, J. C. (2008). Investigating market value and intellectual capital for S&P 500. *Journal of Intellectual Capital, 9*(4), 546-563. https://doi.org/10.1108/14691930810913159

Wang, H., Cui, H. ve Zhao, Q. (2021). Effect of green technology innovation on green total factor productivity in China: Evidence from spatial durbin model analysis. *Journal of Cleaner Production*, 288, 125624. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.125624

Weber, O., Scholz, R. W. ve Michalik, G. (2010). Incorporating sustainability criteria into credit risk management. *Business Strategy and The Environment, 19*(1), 39-50. doi: 10.1002/bse.636

Whitelock, V. G. (2015). Environmental social governance management: A theoretical perspective for the role of disclosure in the supply chain. *International Journal of Business Information Systems, 18*(4), 390-405. https://doi.org/10.1504/IJBIS.2015.068477

Wilson, M. (2003). Corporate sustainability: What is it and where does it come from?. *Ivey Business Journal*, *67*(6), 1-5. https://iveybusinessjournal.com/publication/corporate-sustainability-what-is-it-and-where-does-it-come-from/

Windsor, D. (2001). The future of corporate social responsibility. *The International Journal of Organizational Analysis, 9*(3), 225-256. https://doi.org/10.1108/eb028934

Windsor, D. (2006). Corporate social responsibility: Three key approaches. *Journal of Management Studies*, *43*(1), 93-114. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/j.1467-6486.2006.00584.x

Wood, D. J. (1991). Corporate Social Performance Revisited. *Academy of Management, 16*(4), 691–718. https://www.jstor.org/stable/pdf/258977.pdf

Worldbank (2024). *World Bank Country and Lending Groups*. 30 Nisan 2024, https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519

Worldbank, The World by Income and Region. 07 Haziran 2023, https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/the-world-by-income-and-region.html

Wu, X., Li, Y. ve Feng, C. (2023). Green innovation peer effects in common institutional ownership networks. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management,* 30, 641–660. doi: 10.1002/csr.2379

Wyatt, A. (2008). What financial and non-financial information on intangibles is value-relevant? A review of the evidence. *Accounting and Business Research, 38*(3), 217-256. doi: 10.1080/00014788.2008.9663336.

Xue, X. ve Hu, N. (2023). Economic policy uncertainty and imitation behaviors of corporate social responsibility practices: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 89, 102753. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102753

Yamak, S. ve Süer, Ö. (2005). State as a stakeholder. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 5*(2), 111 - 120. doi: 10.1108/14720700510562695.

You, W. ve Lv, Z. (2018). Spillover effects of economic globalization on CO2 emissions: a spatial panel approach. *Energy Economics, 73*, 248-257. https://doi.org/10.1016/j.eneco.2018.05.016

Yu, Y., Zhang, L., Li, F. ve Zheng, X. (2013). Strategic interaction and the determinants of public health expenditures in China: a spatial panel perspective. *The Annals of Regional Science,* 50, 203-221. doi: 10.1007/s00168-011-0488-7

Yükçü, S. ve Kaplanoğlu, E. (2016). Sürdürülebilir kalkınmada finansal olmayan raporlamanın önemi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 18*(Özel Sayı-1), 63-101. https://www.researchgate.net/publication/344015059

Zhang, T. ve Lin, G. (2007). A decomposition of Moran's I for clustering detection. *Computational Statistics & Data Analysis, 51*(12), 6123-6137. https://doi.org/10.1016/j.csda.2006.12.032

Zhao, H., Lei, A., Li, Y. ve Hong, D. (2023). The sectoral and regional peer influences on heavy-pollution corporate environmental, social, and governance performance. *Sustainability, 15*(17), 12925. https://doi.org/10.3390/su151712925

Zhao, J., Zhao, Z. ve Zhang, H. (2021). The impact of growth, energy and financial development on environmental pollution in China: New evidence from a spatial econometric analysis. *Energy Economics*, 93, 104506. https://doi.org/10.1016/j.eneco.2019.104506

Zheng, H. ve Ye, A. (2023). Direct imitation or indirect reference?—Research on peer effects of enterprises' green innovation. *Environmental Science and Pollution Research*, *30*(14), 41028-41044. https://doi.org/10.1007/s11356-023-25184-5