

T.C.
BOLU ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI



ŞİRKETLERİN KURUMSAL YÖNETİM VE
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK PERFORMANSLARININ FİNANSAL
PERFORMANSLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

İŞLETME DOKTORA TEZİ

HAKAN BİLEN

TEZ DANIŞMANI

Doç. Dr. Murat ÖZCAN

BOLU, ARALIK - 2025

KABUL VE ONAY SAYFASI

Hakan BİLEN tarafından hazırlanan “**ŞİRKETLERİN KURUMSAL YÖNETİM VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK PERFORMANSLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**” adlı tez çalışması jürimiz tarafından İşletme Ana Bilim Dalı İşletme Doktora Programında Doktora tezi olarak **oy birliği** ile kabul edilmiştir. **30/12/2025**

Jüri Üyeleri

İmza

Danışman
Doç. Dr. Murat ÖZCAN
Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi

.....

Üye
Prof. Dr. Rahmi YÜCEL
Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi

.....

Üye
Dr. Öğr. Üyesi Serdar ŞAHİN
Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi

.....

Üye
Doç. Dr. Mehmet GÜNLÜK
Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi

.....

Üye
Dr. Öğr. Üyesi Meltem Ece ÇOKMUTLU
Karabük Üniversitesi

.....

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Onayı

Prof. Dr. İbrahim KÜRTÜL

Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Müdürü

ETİK BEYAN

Bolu Abant İzzet Baysal Üniversitesi, Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Tez Yazım Kılavuzu ve Şablonuna uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmada;

- Tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi,
 - Tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu,
 - Tez çalışmada yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi,
 - Kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı,
 - Bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu bildirir
- aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

Teze ilişkin Turnitin adlı programında enstitü müdürlüğünce belirlenen filtrelemeler uygulanarak alınmış olan benzerlik raporuna göre, tezin benzerlik oranı %30'u geçmemektedir.

.....
HAKAN BİLEN

ÖZET

**ŞİRKETLERİN KURUMSAL YÖNETİM VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK
PERFORMANSLARININ FİNANSAL PERFORMANSLARI
ÜZERİNDEKİ ETKİSİ
DOKTORA TEZİ
HAKAN BİLEN
BOLU ABANT İZZET BAYSAL ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
İŞLETME DOKTORA PROGRAMI
(TEZ DANIŞMANI: DOÇ. DR. MURAT ÖZCAN)
BOLU, ARALIK - 2025
XIII + 227 SAYFA**

Bu çalışmanın temel amacı, Borsa İstanbul'da (BİST) 2013-2023 yılları arasında işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini muhasebe ve piyasa temelli performans göstergeleri aracılığıyla ampirik olarak analiz etmektir. Nicel araştırma yöntemiyle tasarlanan çalışmaya ait verilerin analizinde nedensellik ilişkilerinin testinde panel veri analizi; kurumsal sürdürülebilirlik ve kurumsal yönetim bileşenlerine ait her bir değişkenin performans göstergeleri üzerindeki gerçek ve göreceli katkısının belirlenmesinde ise dominant analizi kullanılmıştır.

Panel veri analizinin bulguları; çevresel, sosyal ve yönetim sürdürülebilirlik skorlarının muhasebe (ROA, ROE) ve piyasa (HBK, PD/DD) temelli performans göstergeleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Benzer şekilde, pay sahipleri ilkesi dışındaki diğer kurumsal yönetim bileşenlerine (kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, menfaat sahipleri ilkesi ve yönetim kurulu ilkesi) ait derecelendirme notlarının da muhasebe (ROA, ROE) ve piyasa (HBK, PD/DD) temelli performans göstergeleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilere sahip olduğu tespit edilmiştir. Dominant analizi bulguları sosyal sürdürülebilirlik skorunun muhasebe temelli performans göstergeleri üzerinde; yönetim sürdürülebilirlik skorunun piyasa temelli göstergeler üzerinde en yüksek katkıyı sağlayan değişken olduğunu; yönetim kurulu ilkesi notunun da ROA dışındaki tüm performans göstergeleri üzerinde en yüksek katkıyı sağlayan değişken olduğunu ortaya koymuştur.

Çalışma Türkiye özelinde hem uluslararası geçerliliğe sahip kurumsal sürdürülebilirlik skorlarını hem de ulusal düzeyde uygulanan BİST Kurumsal Yönetim Endeksi derecelendirmelerini eş zamanlı ve karşılaştırmalı bir bakış açısıyla ele alan sınırlı sayıda araştırma birini oluşturmaktadır. Elde edilen bulgularla literatüre katkıda bulunmakta; yöneticilere, yatırımcılara ve politika yapıcılara kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik uygulamalarının etkinliğine yönelik öneriler sunmaktadır.

ANAHTAR KELİMELER: Kurumsal yönetim, Kurumsal sürdürülebilirlik, Finansal performans, Panel veri analizi

ABSTRACT

THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE AND SUSTAINABILITY PERFORMANCES OF COMPANIES ON THEIR FINANCIAL PERFORMANCE

PHD THESIS

HAKAN BİLEN

BOLU ABANT İZZET BAYSAL UNIVERSITY

INSTITUTE OF GRADUATE STUDIES

DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION

(SUPERVISOR: ASSOC. PROF. DR. MURAT ÖZCAN)

BOLU, DECEMBER 2025

XIII + 227 PAGES

The main purpose of this study is to empirically analyze the effect of corporate governance and sustainability performance on the financial performance of companies traded on the Istanbul Stock Exchange (ISE) between 2013 and 2023 through accounting and market-based performance indicators. Panel data analysis was used to test causality relationships in the analysis of data from this study, which was designed using quantitative research methods. Dominant analysis was used to determine the actual and relative contribution of each variable related to corporate sustainability and corporate governance components to performance indicators.

The findings of the panel data analysis show that environmental, social, and governance sustainability scores have statistically significant effects on accounting (ROA, ROE) and market (HBK, PD/DD) based performance indicators. Similarly, it was found that the ratings of other corporate governance components (public disclosure and transparency principle, stakeholder principle, and board of directors principle) other than the shareholder principle also have statistically significant effects on accounting (ROA, ROE) and market (HBK, PD/DD) based performance indicators. The findings of the dominant analysis revealed that the social sustainability score is the variable that contributes highest to accounting-based performance indicators, the governance sustainability score is the variable that contributes highest to market-based indicators, and the board of directors principle rating is the variable that contributes highest to all performance indicators except ROA. This study is one of the few that simultaneously and comparatively examines both internationally valid corporate sustainability scores and nationally applied BIST Corporate Governance Index ratings in the context of Turkey. The findings contribute to the literature and offer recommendations to managers, investors, and policymakers regarding the effectiveness of corporate governance and sustainability practices.

KEYWORDS: Corporate Governance, Corporate Sustainability, Financial Performance, Panel Data Analysis.

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET.....	v
ABSTRACT	vi
İÇİNDEKİLER	vii
ŞEKİL LİSTESİ.....	ix
TABLO LİSTESİ	x
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xi
TEŞEKKÜR	xiii
1. GİRİŞ	1
2. BİRİNCİ BÖLÜM: KURAMSAL ÇERÇEVE	5
2.1 Kurumsal Yönetim Kavramı	5
2.1.1 Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişmesinin ve Önem Kazanmasının Nedenleri	7
2.1.2 Kurumsal Yönetimin Amacı ve Yararları.....	11
2.1.3 Kurumsal Yönetime İlişkin Teoriler.....	16
2.1.3.1 Vekâlet Teorisi.....	16
2.1.3.2 Temsil Teorisi	18
2.1.3.3 Paydaş Teorisi.....	20
2.1.3.4 Kaynak Bağımlılığı Teorisi.....	21
2.1.3.5 İşlem Maliyeti Teorisi.....	23
2.1.4 Kurumsal Yönetim İlkeleri	25
2.1.4.1. Adillik	25
2.1.4.2. Şeffaflık.....	26
2.1.4.3. Hesap Verebilirlik.....	28
2.1.4.4. Sorumluluk.....	30
2.1.5 Kurumsal Yönetim Alanında Yapılabilen Uluslararası Düzenlemeler	31
2.1.5.1 Cadbury Raporu	31
2.1.5.2. Greenbury Raporu.....	33
2.1.5.3. Hampel Raporu	34
2.1.5.4 Sarbanes-Oxley Yasası	36
2.1.5.5 OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri	38
2.1.6 Türkiye’de Kurumsal Yönetim Alanında Yapılan Düzenlemeler	43
2.1.6.1 Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Tarafından Yapılan Düzenlemeler	43
2.1.6.1.1 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri	43
2.1.6.1.2 Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi	45
2.1.6.1.3 BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY).....	50

2.1.6.2 Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği (TÜSİAD) Tarafından Yapılan Düzenlemeler	51
2.1.6.3 Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) Tarafından Yapılan Düzenlemeler.....	52
2.1.6.4 Türk Ticaret Kanunu (TTK)’nda Yapılan Düzenlemeler	54
2.1.6.5 Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)	57
2.1.6.6 Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)	58
2.1.7 Kurumsal Yönetim Performansı ile Finansal Performans Arasındaki İlişki	59
2.2 Sürdürülebilirlik ve Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramları	74
2.2.1 Kurumsal Sürdürülebilirliğin Temelinde Yer Alan Kavramlar	79
2.2.1.1 Sürdürülebilir Kalkınma	79
2.2.1.2 Kurumsal Sosyal Sorumluluk	81
2.2.1.3 Paydaş Teorisi	84
2.2.1.4 Kurumsal Hesap Verebilirlik	87
2.2.1.5 Meşruiyet Teorisi	88
2.2.2 Kurumsal Sürdürülebilirliğin Boyutları	90
2.2.2.1 Ekonomik Sürdürülebilirlik	91
2.2.2.2 Çevresel Sürdürülebilirlik.....	93
2.2.2.3 Sosyal Sürdürülebilirlik	95
2.2.3 Kurumsal Sürdürülebilirliğin Önemi ve Faydaları	96
2.2.4 Sürdürülebilirlik Raporlaması	99
2.2.5 ESG	104
2.2.6 Türkiye’de Sürdürülebilirlik Alanında Yapılan Düzenlemeler	108
2.2.6.1 Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi (XUSRD).....	108
2.2.6.2 Sürdürülebilirlik İlkeleri Uyum Çerçevesi.....	109
2.2.6.3 Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları	111
2.2.7 Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı ile Finansal Performans Arasındaki İlişki	112
3. İKİNCİ BÖLÜM: MATERYAL VE YÖNTEM.....	123
3.1 Araştırmanın Amacı ve Önemi	123
3.2 Araştırma Hipotezleri	124
3.3 Araştırma Yöntemi	126
3.4 Araştırma Evreni ve Örneklem.....	127
3.5 Veri Toplama Süreci	129
3.6 Araştırmada Kullanılan Modeller	132
3.7 Araştırmada Kullanılan Değişkenler	135
3.7.1 Bağımlı Değişkenler	135
3.7.2 Bağımsız Değişkenler	138
3.7.3 Kontrol Değişkenleri.....	140
4. ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: BULGULAR	147
4.1 Tanımlayıcı İstatistikler	147
4.2 Korelasyon Analizi Sonuçları.....	150

4.3. Panel Veri Analizi Sonuçları.....	158
4.3.1 Uygun Tahmincilerin Belirlenmesi	159
4.3.2 Varsayımlardan Sapma Testleri	161
4.3.3 Regresyon Analizi Sonuçları ve Hipotez Testleri	164
4.3.3.1 ESG Bileşenlerinin Finansal Performans Üzerindeki Etkileri: Panel Regresyon Sonuçları.....	164
4.3.3.2 Kurumsal Yönetim Bileşenlerinin Finansal Performans Üzerindeki Etkileri: Panel Regresyon Sonuçları.....	169
4.4 Dominant Analizi	173
4.4.1 ESG Bileşenlerinin Finansal Performans Üzerindeki Göreceli Katkıları: Dominant Analizi Sonuçları	174
4.4.2 Kurumsal Yönetim Bileşenlerinin Finansal Performans Üzerindeki Göreceli Katkıları: Dominant Analizi Sonuçları	176
5. SONUÇ VE ÖNERİLER.....	180
KAYNAKLAR	198
EKLER.....	223

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa

Şekil 2.1. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Piramidi	83
---	----



TABLO LİSTESİ

Sayfa

Tablo 2.1. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kriterleri	44
Tablo 3.1. ESG ve Kurumsal Yönetim Analizlerinde Kullanılan Örneklemelerin Sektörel Dağılımının Karşılaştırması	131
Tablo 4.1. Tanımlayıcı İstatistikler	147
Tablo 4.2. ESG Modeli Değişkenleri Arası Korelasyon Matrisi	153
Tablo 4.3. Kurumsal Yönetim Modeli Değişkenleri Arası Korelasyon Matrisi..	155
Tablo 4.4. Çoklu Doğrusal Bağlantı Test Sonuçları: VIF ve Tolerans Değerleri	158
Tablo 4.5. ESG Değişkenleri için Panel Veri Model Seçim Test Sonuçları	160
Tablo 4.6. Kurumsal Yönetim Değişkenleri için Panel Veri Model Seçim Test Sonuçları	161
Tablo 4.7. ESG Modelleri için Varsayımlardan Sapma Test Sonuçları.....	162
Tablo 4.8. Kurumsal Yönetim Modelleri için Varsayımlardan Sapma Test Sonuçları	164
Tablo 4.9. ESG Bileşenlerinin Skorlarının Finansal Performans Üzerindeki Etkileri: Panel Regresyon Sonuçları.....	168
Tablo 4.10. ESG Genel Skorunun Finansal Performans Üzerindeki Etkileri: Panel Regresyon Sonuçları	169
Tablo 4.11. Kurumsal Yönetim Bileşenlerinin Notlarının Finansal Performans Üzerindeki Etkileri: Panel Regresyon Sonuçları	172
Tablo 4.12. Toplam Kurumsal Yönetim Notunun Finansal Performans Üzerindeki Etkileri: Panel Regresyon Sonuçları.....	173
Tablo 4.13. ESG Bileşenlerinin Finansal Performans Üzerindeki Göreceli Katkıları: Dominant Analizi Sonuçları	176
Tablo 4.14. Kurumsal Yönetim Bileşenlerinin Finansal Performans Üzerindeki Göreceli Katkıları: Dominant Analizi Sonuçları	177
Tablo 4.15. Araştırma Hipotezlerinin Sonuçları	178

KISALTMA VE SEMBOLLER LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİST	: Borsa İstanbul
BM	: Birleşmiş Milletler
BÜYÜK	: Firma Büyüklüğü
CARİ	: Borç Ödeme Gücü
CEO	: İcra Kurulu Başkanı
ES	: Çevresel Sürdürülebilirlik Skoru
ESG	: Çevresel, Sosyal, Yönetişim
ESGS	: Kurumsal Sürdürülebilirlik Genel Skoru
GRI	: Küresel Raporlama Girişimi
GS	: Yönetişim Sürdürülebilirlik Skoru
HBK	: Hisse Başına Kâr
İKİLİK	: Yönetim İkiliği
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAL	: Kaldıraç
KAR	: Firma Karmaşıklığı
KASN	: Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi Notu
MSN	: Menfaat Sahipleri İlkesi Notu
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
PD/ DD	: Piyasa Değeri / Defter Değeri
PSN	: Pay Sahipleri İlkesi Notu
ROA	: Aktif Kârlılık Oranı
ROE	: Özkaynak Kârlılık Oranı
SKD TÜRKİYE	: İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği
SOX	: Sarbanes- Oxley Yasası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SS	: Sosyal Sürdürülebilirlik Skoru
TKYD	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TKYN	: Toplam Kurumsal Yönetim Notu
TRBC	: Thomson Reuters Business Classification
TSRS 1	: Sürdürülebilirlikle İlgili Finansal Bilgilerin Açıklanmasına İlişkin Genel Hükümler
TSRS 2	: İklimle İlgili Açıklamalar
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği
ULUS	: Çokulusluluk
vb.	: ve benzeri
vd.	: ve diğerleri
XKURY	: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi

XSD25	: Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik 25 Endeksi
XUSR	: Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi
YAŞ	: Firma Yaşı
YBAĞ	: Yönetim Kurulu Bağımsızlığı
YCİN	: Yönetim Kurulu Cinsiyet Çeşitliliği
YKN	: Yönetim Kurulu İlkesi Notu
YKÜL	: Yönetim Kurulu Kültürel Çeşitliliği
YÜYE	: Yönetim Kurulu Büyüklüğü



TEŞEKKÜR

Bu tezin yazım sürecinde, bilgi ve tecrübeleriyle bana yol gösteren, desteğini ve sabrını hiçbir zaman esirgemeyen değerli danışman hocam Doç. Dr. Murat ÖZCAN'a en içten şükranlarımı sunarım. Kendisinin akademik vizyonu, yapıcı eleştirileri ve teşvikleri, bu çalışmanın her aşamasında benim için en önemli motivasyon kaynağı olmuştur.

Tez izleme komitesinde yer alan değerli hocalarım Prof. Dr. Rahmi YÜCEL ve Dr. Öğr. Üyesi Serdar ŞAHİN'e sundukları değerli geri bildirimler ve yol gösterici önerileri için teşekkür ederim. Ayrıca, tez savunma sınav jürimde yer alarak bu çalışmaya son şeklini vermemde önemli katkıları bulunan saygıdeğer hocalarım Doç. Dr. Mehmet GÜNLÜK ve Dr. Öğr. Üyesi Meltem Ece ÇOKMUTLU'ya da minnettarım. Bu uzun süreçte akademik bilgi alışverişinde bulunduğum, birlikte çalışmaktan keyif aldığım Dr. Abdullah Kürşat MERTER'e de desteklerinden dolayı teşekkürlerimi sunarım.

Son olarak, hayatım boyunca desteklerini her zaman yanımda hissettiğim, sabırları, sevgileri ve fedakârlıklarıyla bana güç veren kıymetli aileme de sonsuz teşekkürlerimi sunarım. Onların varlığı bu uzun ve zorlu süreci kolay ve keyifli kılmıştır.

1. GİRİŞ

Küreselleşme ve teknolojik dönüşümün etkisiyle şirketler arası rekabet ulusal sınırları aşarak uluslararası bir boyut kazanmıştır. Bu ortamda şirketlerin sürdürülebilir rekabet avantajı elde etmeleri önemli hale gelmiştir. Bu doğrultuda, 1980'li yıllardan itibaren özellikle Anglo-Sakson ülkelerinde gelişen ve küresel bir norm haline dönüşen kurumsal yönetim anlayışı, şirketlerin yönetsel ve denetimsel çerçevesini belirleyen temel bir sistem olarak ön plana çıkmıştır. Kurumsal yönetim kavramı ilk kez 1992 tarihli Cadbury Raporu'nda sistematik biçimde tanımlanmış (Cadbury, 1992), ardından OECD (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü) tarafından şirket yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer paydaşlar arasındaki ilişkileri kapsayan daha geniş bir çerçevede ele alınmıştır (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü [OECD], 2016). Kavram, şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adillik ilkelerini temel almış olup şirketlerin uzun vadeli değer yaratma kapasitesini güçlendirmeyi ve paydaş haklarını güvence altına almayı amaçlamaktadır (Aktan, 2013).

Kurumsal yönetimin teorik altyapısı birden fazla bakış açısıyla açıklanmaktadır. Vekâlet teorisi, mülkiyet ve yönetimin ayrıştığı modern şirket yapısında ortaya çıkan asil-vekil çatışmalarına odaklanmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Bu teoriye göre, profesyonel yöneticilerin pay sahiplerinin servetini maksimize etmek yerine kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmesi, vekâlet maliyetlerini doğurmakta; bağımsız yönetim kurulları ve performansa dayalı ücretlendirme sistemleri bu maliyetleri azaltmaya yönelik mekanizmalar olarak işlev görmektedir. Freeman'ın (1984) ortaya koyduğu paydaş teorisi ise şirketlerin yalnızca hissedarlara değil; çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, toplum ve çevre gibi daha geniş bir paydaş kitlesine karşı sorumluluk taşıdığını ileri sürmektedir. Bu yaklaşım, tüm paydaşların çıkarlarını dengeleyen bir yönetim anlayışının şirketin meşruiyetini, itibarını ve uzun vadeli sürdürülebilirliğini güvence altına aldığını savunmaktadır. Temsil teorisi, yöneticilerin doğası gereği fırsatçı olmadığını, aksine şirketin başarısı için içsel motivasyona sahip güvenilir temsilciler olduğunu varsaymaktadır (Abdullah ve Valentine, 2009). Kaynak bağımlılığı teorisi, yönetim kurulunu şirketin dış çevreden kritik kaynakları temin etmesini sağlayan stratejik bir araç olarak tanımlamaktadır (Hillman ve Dalziel, 2003). Kurumsal yönetimin küresel ölçekte önem kazanmasının nedenleri

arasında 2000’li yılların başında yaşanan kurumsal skandallar belirleyici bir rol oynamıştır. Enron, WorldCom ve Parmalat gibi şirketlerde yaşanan muhasebe manipölasyonları, mevcut denetim mekanizmalarının yetersizliğini ortaya koymuş (Agrawal ve Chadha, 2005) ve 2002 yılında ABD’de Sarbanes-Oxley Yasası (SOX) gibi kapsamlı düzenlemelerin yürürlüğe girmesine zemin hazırlamıştır. Bu düzenleme; yönetim kurulu sorumluluklarını genişletmiş, iç kontrol sistemlerinin güçlendirilmesini zorunlu kılmış ve bağımsız denetimin kapsamını artırmıştır (Asare vd., 2007).

Günümüzde kurumsal yönetim tartışmaları ESG kriterlerini de kapsayacak biçimde genişlemiştir. Artan toplumsal farkındalık, sorumlu yatırımcılık hareketinin yükselişi ve iklim değişikliği gibi küresel sorunlar, şirketlerin finansal performanslarının yanı sıra çevresel ve toplumsal etkilerini de dikkate almalarını zorunlu kılmaktadır (Drempetic vd., 2020). Elkington’un kavramsallaştırdığı “üçlü sorumluluk” yaklaşımı, ekonomik, çevresel ve sosyal performansı bütünsel biçimde değerlendiren bir yapı sunmaktadır (Elkington, 2006). ESG kriterleri bu çerçeveyi somut ve ölçülebilir göstergelere dönüştürerek şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarının objektif değerlendirmelere tabi tutulmasına olanak tanımaktadır (Artiach vd., 2010).

Türkiye’de kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik alanındaki gelişmeler, küresel eğilimlerle uyumlu bir şekilde ilerlemiştir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni ilk kez 2003 yılında yayınlamıştır. 2005 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin revize edilmesinin ardından SPK, ilkelerde belirli değişiklikler yaparak yeniden yayınlamıştır. Sonraki dönemlerde ilkeler güncellenerek “uy ya da açıkla” prensibi benimsenmiştir. Bu ilkeler, Türkiye’deki halka açık şirketler açısından şeffaflık, adillik, sorumluluk ve hesap verebilirlik ilkelerinin uygulanmasında önemli bir rol oynamıştır (Pamukçu, 2011; Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 2019). Şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini benimseme ve bu ilkelere uyum sağlama düzeyi, kurumsal yönetim derecelendirme mekanizmalarının geliştirilmesini zorunlu kılmıştır (Toraman ve Abdioğlu, 2008). Türkiye’de yürütülen kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetlerinde SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri dikkate alınmaktadır. Bu kapsamda kurumsal yönetim derecelendirmesi, ilkelerin bütününe uyumu temsil eden genel uyum notu ile birlikte pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört

temel kategori bazında değerlendirilmektedir (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 2014).

Kurumsal yönetim derecelendirme uygulamalarının sonucu olarak Türkiye’de kurumsal yönetim kültürünün yaygınlaştırılması, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin etkin biçimde hayata geçirilmesinin teşvik edilmesi ve sermaye piyasalarının derinleşmesine katkı sağlanması amacıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur. Söz konusu endeks, İMKB’de işlem gören ve SPK kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notuna sahip şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının izlenmesi amacıyla tasarlanmıştır. Bununla birlikte, sürdürülebilirlik alanındaki en önemli adımlardan biri ise, Borsa İstanbul (BİST) tarafından 4 Kasım 2014 tarihinde BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’nin (XUSRD) hesaplanmaya başlanmasıdır. Bu endeks, kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst seviyede olan ve Borsa İstanbul’da işlem gören şirketleri bir araya getirerek, hem bu şirketlerin görünürlüğünü artırmayı hem de sürdürülebilir yatırımlara yönelik bir gösterge oluşturmayı amaçlamaktadır (Özdemir ve Pamukçu, 2016).

Bu çalışma, kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik gibi iki önemli kavramın kesişim noktasında yer alarak, kurumsal yönetim performansının ve günümüz iş dünyasının en önemli konularından biri haline gelen kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkisini incelemeyi amaçlamaktadır. Bu çalışma, Türkiye özelinde hem uluslararası geçerliliğe sahip ESG skorlarını hem de ulusal düzeyde uygulanan BİST Kurumsal Yönetim Endeksi derecelendirmelerini eş zamanlı ve karşılaştırmalı bir çerçevede ele alan sınırlı sayıdaki araştırmalardan birini oluşturmaktadır. Bu çift boyutlu yaklaşım, farklı değişkenlerin finansal performans üzerinde birbirinden farklılaşan etkilerini ortaya koymuştur. Bu çalışma, akademik açıdan kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik performansının finansal performans üzerindeki etkisini Türkiye özelinde ampirik olarak sınamayı ve bu yolla mevcut literatüre özgün bir katkı sunmayı amaçlamaktadır. Gelişmiş ekonomilere odaklanan çalışmaların aksine, Türkiye gibi kendine özgü kurumsal özelliklere sahip bir piyasada bu ilişkinin incelenmesi, teorik çerçevelerin farklı uygulama alanlarındaki geçerliliğini test etme olanağı sunmaktadır. Uygulamaya dönük açıdan ise araştırma bulgularının paydaş gruplarına yönelik çıkarımlar sunması beklenmektedir. Şirket yöneticileri

için sürdürülebilirlik performansını güçlendirecek etkin kurumsal yönetim yapılarının tasarımına ilişkin bulgular ortaya koymaktadır. Yatırımcılar açısından, ESG entegrasyonu yüksek ve dolayısıyla risk profili daha düşük, uzun vadeli getiri potansiyeli daha yüksek şirketlerin belirlenmesine yönelik kriterler sunmaktadır. Politika yapıcılar için ise kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin Türkiye’deki uygulamalarının etkinliğine yönelik öneriler sunmaktadır.

Bu doğrultuda çalışmanın birinci bölümünde, kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirlik kavramlarına yönelik teorilere ve kuramsal açıklamalara yer verilmiştir. İkinci bölümünde çalışmanın hipotezleri, metodolojisi, kullanılan analitik modeller ve değişkenler sunulmuştur. nc bölümünde, çalışmanın amacı doğrultusunda uygulanan istatistiksel analiz yöntemleri sonucunda elde edilen bulgular aktarılmıştır. Sonuç ve öneriler bölümünde ise ulaşılan sonuçlara, bu sonuçların teorik altyapıya ve mevcut literatüre sağladığı katkılara, çalışmanın sınırlılıklarına ve gelecek çalışmalara yönelik önerilere, ayrıca şirketlere, yatırımcılara ve politika belirleyicilere sunulan tavsiyelere değinilmiştir.

2. BİRİNCİ BÖLÜM: KURAMSAL ÇERÇEVE

2.1 Kurumsal Yönetim Kavramı

Tarihsel süreç içerisinde teknolojik gelişmeler ve küreselleşme, günümüz iş dünyasındaki rekabet dinamiklerini derinden etkilemiştir. Teknolojik yenilikler ve küreselleşme, ulusal sınırların ticari anlamda ortadan kalktığı bütünleşik bir dünya pazarının oluşumuna zemin hazırlamıştır. Günümüzde dijital pazarlar aracılığıyla herhangi bir ülkede faaliyet gösteren bir işletme, coğrafi engelleri aşarak farklı kıtalardaki tüketicilere ulaşabilmekte ve marka bilinirliğini küresel ölçekte artırabilmektedir. Bu dönüşüm, rekabet kavramını ulusal boyuttan uluslararası bir boyuta taşıırken aynı zamanda rekabetin işletme, sektör ve ülke düzeyinde stratejik bir öncelik kazanmasına da katkıda bulunmuştur (Erdem ve Köseoğlu, 2014). Nitekim ulusal sınırların ekonomik anlamda işlevini yitirdiği ve sermayenin küresel bir güç olarak sürekli hareket halinde olduğu günümüz koşullarında, işletmeler varlıklarını sürdürebilmek ve rekabet üstünlüğü elde edebilmek için kendilerini dinamik pazar koşullarına uyarlamak ve sürekli bir gelişim süreci içinde olmak zorundadırlar. Bu değişim ve gelişim sürecine yönelik gereklilikler, işletmeleri yönetsel yapılarını yeniden düzenlemeye ve kurumsallaşma süreçlerini sistematik biçimde hayata geçirmeye yöneltmiştir (Yazıcıoğlu ve Koç, 2009).

Kurumsal yönetim kavramının 1980'li yıllarda Amerika Birleşik Devletleri (ABD) ve İngiltere'de ön plana çıkmasında kurumsal yatırımcılar belirleyici bir rol üstlenmiştir. Kurumsal yatırımcılar, sermaye piyasalarındaki artan etkinliklerinin de etkisiyle portföylerindeki yatırımcıların haklarını güvence altına almak, getirilerini maksimize etmek ve şirket yönetimlerinde söz sahibi olabilmek amacıyla kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkışında ve gelişiminde öncü bir işlev görmüşlerdir. Amerika'da borsada işlem gören şirketlerin yüksek halka açıklık oranları ve geniş yatırımcı tabanı, hisse sahipliğinin dağınık bir yapıda olmasına yol açmış ve bu durum bireysel yatırımcıların şirketler üzerinde doğrudan kontrol sağlamasını güçleştirmiştir. Bu durum, yatırımcıların şirketlerle olan ilişkilerini kurumsal yatırımcılar aracılığıyla sürdürmelerini zorunlu kılmıştır. Bireysel yatırımcılara kıyasla piyasada daha fazla etki gücüne sahip olan kurumsal yatırımcılar, bu konumlarıyla kurumsal yönetim anlayışının önem kazanmasında ve yaygınlaşmasında belirleyici bir etken olmuşlardır (Koç, 2015).

Kurumsal yönetim literatürü incelendiğinde, kurumsal yönetim kavramının tek bir tanımla sınırlı kalmadığı, araştırmacılar, akademisyenler ve uluslararası kuruluşlar tarafından çeşitli yönleriyle ele alındığı görülmektedir. Kurumsal yönetim kavramı ilk kez 1992 tarihli Cadbury Raporu'nda sistematik biçimde tanımlanmıştır. Söz konusu rapor, kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi ve etkinliğinin artırılması açısından uluslararası düzeyde bir milat olarak kabul edilmektedir (Cadbury, 1992). Raporda kurumsal yönetim, şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği bir sistem olarak ifade edilmektedir (Parum, 2006). OECD kurumsal yönetimi; şirket yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer paydaşlar arasındaki ilişkileri düzenleyen bir sistem olarak tanımlamıştır. OECD ayrıca kurumsal yönetimin, şirket hedeflerinin belirlenmesi, bu hedeflere ulaşmak için kullanılan araçların tespit edilmesi ve şirket performansının izlenmesine ilişkin yapısal bir çerçeve sunduğunu vurgulamıştır (OECD, 2016). Dünya Bankası ve TÜSİAD (Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği) ise kurumsal yönetimi iki farklı kapsamda ele almıştır. Geniş anlamda kurumsal yönetim, belirli amaçlara ulaşmak üzere oluşturulan kurumların yönetim yapılarının düzenlenmesi olarak ifade edilmektedir. Dar anlamda ise kurumsal yönetim, kurum ve kuruluşların beşeri ve finansal sermayeyi çekmelerini, etkin ve verimli biçimde faaliyet göstermelerini sağlayan, aynı zamanda toplumsal değerlere saygı göstererek ortaklarına uzun vadede ekonomik değer yaratmalarına olanak tanıyan kanun, yönetmelik, kod ve uygulamalar bütünü olarak tanımlanmaktadır (Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği [TÜSİAD], 2002).

John ve Senbet (1998) kurumsal yönetimi, şirket hissedarlarının yanı sıra kredi kuruluşları, çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler ve hükümet gibi şirkete kaynak sağlayan diğer paydaş gruplarının, şirket yöneticilerine karşı çıkarlarını korumak amacıyla uyguladıkları denetim ve kontrol faaliyetleri olarak tanımlamışlardır. Luo (2005) ise kurumsal yönetimi, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler, hissedarlar ve diğer paydaşların şirket üzerindeki hak ve sorumluluklarını belirleyen, kurumsal ilişkilere dair karar alma süreçlerini düzenleyen kural ve prosedürler bütünü olarak ifade etmiştir.

Aysan (2007), kurumsal yönetimi karar alma yetkisinin şirket sahipleri tarafından yöneticilere devredildiği, şirket varlık ve kaynaklarının şirket değerini artırmaya yönelik faaliyetler doğrultusunda kullanılmasını ve bu faaliyetlere ilişkin süreçlerin ve elde edilen sonuçların tüm paydaş gruplarına karşı hesap

verilmesini sağlayan bir sistem olarak tanımlamıştır. Marioara ve Cristina-Petrina (2013), kurumsal yönetimin şirket değerini artırmaya ve katma değer yaratmaya yönelik etkin finansman politikalarının yanı sıra şirketin yönetim ve kontrolüne ilişkin plan, politika ve prosedürleri kapsadığını belirtmiştir. Bir diğer tanıma göre ise kurumsal yönetim, şirketlerin faaliyetlerini etkin ve verimli biçimde sürdürebilmesi, paydaşların çıkarlarını gözetebilmesi ve sosyal normlara uygunluğunu sağlamasına yönelik denetim mekanizmaları olarak ifade edilmektedir (Hsiang, 2017).

Hsiang (2017), kurumsal yönetimin kavramsal temelini sermaye sahipleri ve hissedarların yatırımlarının karşılığı olarak hak ettikleri getiriyi nasıl elde edecekleri sorusu üzerinden açıklamıştır. Benzer bir bakış açısıyla Shleifer ve Vishny (1997), kurumsal yönetimi şirketlere yatırım yapan bireysel veya kurumsal yatırımcılara, gerçekleştirdikleri yatırımların karşılığında belirli bir getiri elde edeceklerine dair güvence sağlayan bir mekanizma olarak tanımlamışlardır.

Ulusal ve uluslararası çeşitli kurumlar ile araştırmacılar tarafından yapılan kurumsal yönetim tanımlamaları büyük ölçüde birbirleriyle örtüşmekle birlikte, yönetim alanında elde edilecek yeni deneyimler ve gelişmeler doğrultusunda bu tanımlamaların gelecekte de evrilmeye devam edeceği ve kavramın yapılacak araştırmalarla zamanla daha da şekilleneceği öngörülmektedir (Gürbüz ve Ergincan, 2004).

2.1.1 Kurumsal Yönetim Anlayışının Gelişmesinin ve Önem Kazanmasının Nedenleri

Kurumsal yönetim uygulamalarının önem kazanmasında ulusal ve uluslararası piyasalarda yaşanan finansal krizler ile şirketlerdeki muhasebe skandalları ve yolsuzluk iddialarının belirleyici bir etkisi olduğu vurgulanmaktadır. 1998 yılında Rusya Federasyonu, Asya ve Brezilya'da ortaya çıkan finansal krizlerin ardından (Claessens, 2006), 2000'li yıllarda Enron, WorldCom, Vivendi, Parmalat, Xerox, Tyco, Adelphia ve AOL Time Warner gibi uluslararası piyasalarda faaliyet gösteren büyük ölçekli şirketlerde ortaya çıkan muhasebe skandalları, başta ABD ve Avrupa olmak üzere küresel finansal piyasalarını derinden etkilemiştir. Bu gelişmeler, finansal bilgi kullanıcılarının

şirketlere, finansal piyasalara ve denetleyici kurumlara olan güvenini ciddi biçimde sarsmıştır (Agrawal ve Chadha, 2005).

Yaşanan skandallar ve krizlerin tetiklediği iflaslar ile kitlesel işten çıkarmaların önlenememesi, kapsamlı düzenlemelerin yapılması gerekliliğini gündeme getirmiştir. Bu süreçte kurumsal yönetim kavramı finansal krizler, muhasebe skandalları, suiistimaller ve şirket yönetimindeki başarısızlıklar gibi nedenlerle uluslararası düzeyde önem kazanmış ve en çok tartışılan konulardan biri haline gelmiştir (Beltratti ve Stulz, 2012; Türedi vd., 2015).

Finansal krizler ve muhasebe skandalları sonucunda şirketlerin politika ve faaliyetlerine ilişkin bilgi ve belgelerin şeffaf biçimde kamuoyu ile paylaşılmadığı gerçeği, finansal bilgi kullanıcılarının karar alma süreçlerini olumsuz etkilemiş, şirketlerin ve finansal piyasaların güvenilirliğini sorgulanır hale getirmiştir. Sarsılan güvenin yeniden tesis edilmesinde kurumsal yönetim kavramı kritik bir önem kazanmış ve ülkeler kendi değerleri, kültürleri ve ilkeleri doğrultusunda kurumsal yönetim uygulama rehberleri geliştirmişlerdir. Doğru, zamanında, dürüst ve güvenilir bilgi sunumunun yanı sıra raporlamada şeffaflık ve hesap verebilirlik, ülkeler tarafından hazırlanan kurumsal yönetim rehberlerinin ortak vurgusunu oluşturmaktadır (Dinç ve Abdioğlu, 2009).

Ülkelerin finansal piyasaların güvenilirliğini sağlamaya yönelik kurumsal yönetim odaklı girişimleri hayata geçirmeleri şirketlerin çalışanlar, müşteriler, devlet, rakipler, tedarikçiler, toplum ve kredi kuruluşları gibi paydaşlarında kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin farklı beklentiler oluşmasına yol açmıştır. Bazı şirketler kurumsal kültürlerini yönetim kurulunun yapısını güçlendirerek desteklemiş ve geliştirmişlerdir. Bu doğrultuda gerçekleştirilen başlıca uygulamalar şunlardır (Ulucan Özkul ve Almalı Özdemir, 2011):

- Kurumsal yönetim anlayışı, yönetim kurullarının gündemine ve bilgi akış süreçlerine dâhil edilerek odak noktası haline getirilmiştir.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelikleri için adaylık süreçleri oluşturulmuştur.
- Üst düzey yöneticilerden oluşan şirket yönetiminin performans değerlendirme ve ücret planlama süreçleri belirlenmiştir.
- Üst yönetim ile şirket içi iletişim ve davranış süreçleri yapılandırılmıştır.
- Yönetim kurulunun bağımsızlığı, üst yönetim toplantıları, kurumsal verimlilik amacıyla risk azaltıcı faaliyetler ve stratejik denetim süreçlerine aktif katılım sağlanmıştır.

Türel (2011)'e göre WorldCom'da yaşanan muhasebe skandalının ortaya çıkmasında kurumsal yönetim eksikliği belirleyici bir rol oynamıştır. Şirketin gerekli inceleme ve prosedürleri uygulamaksızın, zaman zaman yönetim kurulunun dahi bilgisi dışında gerçekleştirilen satın almalar aracılığıyla agresif bir büyüme stratejisi izlemesi, insan kaynakları ve organizasyon yapısının karmaşıklaşmasına ve mevcut kurum kültürünün aşınmasına yol açmıştır. Bir şirket çalışanı bu durumu “yerini bile bilmediğimiz yerlerde ofislerimiz vardı, daha önce varlığından haberdar olmadığımız kişilerden telefonlar geliyordu” söylemiyle vurgulamıştır. Benzer şekilde Leung ve Horwitz (2010), hissedarların yatırım yaptıkları şirketlerin Enron, Parmalat ve WorldCom örneklerinde olduğu gibi beklenmedik finansal krizlerle karşılaştığında özellikle yönetim kurulunun yapısı, kalitesi ve şeffaflığı konularında ciddi endişeler taşıdıklarını ortaya koymuşlardır. Grove ve Basilico (2011) Enron, WorldCom, Global Crossing, Parmalat, Lehman Brothers ve Tyco gibi şirketlerde meydana gelen muhasebe skandallarını inceledikleri çalışmalarında, kurumsal yönetime aykırı uygulamaları aşağıdaki şekilde sıralamışlardır:

- Yönetim kurulu başkanı ve icra kurulu başkanı (CEO) pozisyonlarının aynı kişi tarafından üstlenilmesi.
- İç kontrol sisteminin yetersizliği,
- Uzun vadeli değer maksimizasyonu yerine kısa vadeli performans hedeflerine odaklanması.
- Etik kuralların bulunmaması veya mevcut etik ilkelere gereken önemin verilmemesi.
- Şirket faaliyetleri ve iş stratejileri gibi kamuoyuyla paylaşılması gereken bilgilerde şeffaf davranılmaması.
- İcra kurulu başkanlarının şirketlerin finansal durumuna yönelik eleştirilerden rahatsızlık duyması.
- Üst düzey yöneticilerin şirketlerin finansal durumları ve iş ilişkileri hakkında yanıltıcı açıklamalarla piyasayı yönlendirmesi ve eş zamanlı olarak hisse satışı gerçekleştirmeleri.
- Hileli işlemlerin açığa çıkmasından önce üst yönetim kadrosunda beklenmedik değişikliklerin yaşanması,
- Bağımsız denetim firmalarıyla kurulan uzun süreli iş ilişkileri sonucunda denetim bağımsızlığının sorgulanır hale gelmesi.

- Yüksek ücretler karşılığında yatırım bankalarının finansal analistleriyle yapılan anlaşmalar aracılığıyla yatırımcılara gerçeğe aykırı al-sat-tut tavsiyeleri verilmesi ve yatırımcı kararlarının manipüle edilmesi.

Nitekim hem Avrupa Birliği (AB) hem de ABD’de yönetim kurulunun kalitesini artırmaya yönelik bir takım uygulamalar yürürlüğü konulmuştur. Bağımsız yönetim kurulu üye sayısının artırılması, yönetim kurulu başkanı ve icra kurulu başkanının farklı kişiler tarafından temsil edilmesi bu uygulamalara örnek olarak verilebilir (Leung ve Horwitz, 2010).

Geleneksel yönetim anlayışının kurumlardaki belirli yönetsel gereksinimleri karşılayamaması kurumsal yönetim anlayışının zaman içinde artan bir öneme sahip yönetim anlayışına dönüşmesine zemin hazırlamıştır. Geleneksel yönetim anlayışının karşılayamadığı şirket ihtiyaçları şu şekilde sıralanabilir (Türedi vd., 2015):

- Paydaş sayısının artmasına bağlı olarak karmaşıklaşan işletme çevresi.
- Paydaşların hem kendi hakları hem de menfaat sahibi oldukları şirketler hakkında daha kapsamlı bilgiye erişim talepleri.
- Şirketlerin finansal varlıklarının yanı sıra fiziksel ve entelektüel varlıklarının stratejik önemini kavramaları ve bütünleşik varlık yönetiminde etkinlik sağlama gereksinimleri,
- Geleneksel yönetim anlayışında yeterince önemsenmeyen denetim unsuru,

Kurumsal yönetim anlayışı ile geleneksel yönetim anlayışı arasında birtakım farklılıklar bulunmaktadır. Bu farklılıklar aşağıdaki gibi özetlenebilir (Aktan, 2013):

- Kurumsal yönetim, şirket yönetiminde kuvvetler ayrılığı ilkesini benimsemektedir. Sahiplik, yönetim ve denetim işlevleri birbirinden ayrılmıştır. Geleneksel yönetimde ise şirket sahibinin hem yönetici hem de denetleyici konumunda bulunması, kuvvetler birliği ilkesinin benimsendiğini göstermektedir.
- Kurumsal yönetimde şirket yönetimi belirli kural ve ilkelere tabidir. Geleneksel yönetimde ise şirket sahipleri ve yöneticileri kendi irade ve inisiyatifleri doğrultusunda kararlar alabilmektedir.
- Kurumsal yönetimde şirket sahipleri ve yöneticileri, şirkete ilişkin kararlarında paydaşlara karşı sorumluluk ve hesap verme yükümlülüğü taşımaktadır. Geleneksel yönetim anlayışında ise sorumluluk unsurunun

hukuki çerçevesi yeterince tanımlanmamıştır. Şirket sahibinin hesap verme yükümlülüğü bulunmamaktadır

- Kurumsal yönetimde şirketler şeffaflık ilkesi çerçevesinde yönetilmektedir. Geleneksel yönetimde ise şeffaflık kavramı gözetilmemekte, şirket yönetimi yalnızca uygun gördüğü bilgileri kamuoyu ile paylaşmaktadır.
- Kurumsal yönetimde yönetim kurulu üyeliği belirli şartlara, kurallara ve ilkelere bağlıdır; bilgi birikimi ve liyakat ön planda tutulmaktadır. Geleneksel yönetimde ise şirket sahibi dilediği kişiyi yönetim kurulu üyesi olarak atayabilmektedir.
- Kurumsal yönetimde şirket yönetimi ve denetiminde bağımsızlık ilkesi esastır; yönetim kurulu üyelerinin bir kısmının şirketle herhangi bir çıkar ilişkisi bulunmayan kişilerden seçilmesine özen gösterilmektedir. Geleneksel yönetimde ise atamalar şirket sahibi tarafından gerçekleştirildiğinden bağımsızlıktan söz etmek mümkün değildir.

2.1.2 Kurumsal Yönetimin Amacı ve Yararları

Kurumsal yönetim kavramının finansal krizler ve şirket skandalları gibi küresel piyasaları derinden etkileyen olumsuz gelişmeler sonucunda gündeme gelmesi, önem kazanması ve farklı disiplinler tarafından tartışılması, kamuoyunun kurumsal yönetim anlayışından beklentilerini de yükseltmiştir. Kurumsal yönetim uygulamaları ülkeden ülkeye farklılıklar gösterebilmektedir. Ülkelerin sosyal, ekonomik ve kültürel değerlerinin yanı sıra gelişmişlik düzeyleri bu farklılıkların ortaya çıkmasında belirleyici bir rol oynamaktadır. Gelişmiş ülkelerde yasal düzenlemelerin önemli bir kısmı kurumsal yönetim ilkelerine dayalı uygulamaları bünyesinde barındırmakta ve başta yatırımcılar olmak üzere paydaş haklarını büyük ölçüde güvence altına almaktadır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetimin şirketler üzerindeki etkisinin görece daha belirgin olması beklenmektedir (Arı, 2008).

Her ne kadar kurumsal yönetim anlayışının uygulanmasında ülkeler arasında çeşitli farklılıklar olsa da bu anlayışın değişmez iki temel amacı bulunmaktadır: Şirketlerin kurumsal performansını artırmak ve şirket ile paydaşları arasındaki ilişkileri düzenlemek. Şirketlerin kurumsal performanslarının yükseltilmesi, faaliyetlerin etkin ve verimli biçimde

sürdürülmesini sağlayacak uygun iş ortamının oluşturulmasıyla mümkün olacaktır. Şirket ile paydaşlar arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi ise kişisel beklenti ve çıkarların önlenerek gücün kötüye kullanımının engellenmesi, yönetim kararlarında şeffaflığın sağlanması ve şirket içi ile şirket dışı çıkar grupları arasındaki ilişkilerin etkin biçimde yönetilmesiyle gerçekleştirilebilir (Çıtak, 2006). Madhani (2017)'ye göre kurumsal yönetimin amacı: Müşteriler, tedarikçiler, çalışanlar, hissedarlar ve genel olarak toplum dâhil olmak üzere tüm paydaş gruplarının çıkarlarını gözetmek ve iletişimde şeffaflığı ön planda tutarak kamuoyuna eksiksiz, doğru ve anlaşılır bilgiler sunmaktır. Bushman ve Smith (2003) ise kurumsal yönetim uygulamalarının iki temel amaç etrafında şekillendiğini ileri sürmüştür. Birincisi, şirket yöneticileri ve büyük pay sahiplerinin küçük pay sahiplerini yatırımların değeri ve şirkete ilişkin konularda yanıltmalarını önleyerek güvenilir bilgiye erişimlerini güvence altına almaktır. İkincisi ise şirket yöneticilerinin kişisel amaçlarını gerçekleştirmek yerine şirketin amaç ve hedeflerine odaklanmalarını sağlayarak şirket değerini maksimize etme yönünde motive etmektir. Aluchna (2009) ise kurumsal yönetim anlayışının amaçlarını aşağıdaki şekilde sıralamıştır:

- Şirkette ortaya çıkabilecek olası çatışmaları minimize etmek ve kurumsal verimliliği sağlamak,
- Şirket faaliyetlerinin şeffaflığını ve meşruiyetini güvence altına almak,
- Hissedarların düşük risk düzeyinde daha yüksek getiri elde etmelerini sağlamak,
- Yönetim kurulunun yönetsel alanlarda hesap verebilirliğini sağlamak.

Yukarıda örnekleri sunulan kurumsal yönetim anlayışının amaçları, literatürde pek çok yazar ve akademisyen tarafından ele alınarak kapsamlı biçimde incelenmiştir. Genel itibarıyla kurumsal yönetim anlayışının amaçları aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Aktan, 2013; Doğan, 2018; Sönmez ve Toksoy, 2011):

- Üst yönetimin sahip olduğu güç ve yetkilerin kötüye kullanımını engelleyerek kurum menfaatleriyle çelişen bireysel çıkar elde etmelerini önlemek,
- Yatırımcı haklarını koruyarak yatırımcıların refahını maksimize etmek,

- Hissedarlar arasında büyük ve küçük hissedar ayrımının önüne geçilerek tüm pay sahiplerine adil ve eşit muamele sağlamak ve küçük hissedarlara yönelik olası hak ihlallerini engellemek,
- Şirketle doğrudan ilişki içinde bulunan tüm paydaşların haklarını gözetmek,
- Şirketlerin ilgili döneme ait faaliyetleri ve finansal durumlarına ilişkin ticari sır niteliği taşımayan bilgilerin kamuoyuyla paylaşılmasını sağlayarak şeffaflığı tesis etmek; özellikle borsada işlem gören halka açık şirketlerin yatırımcılar, paydaşlar ve diğer finansal bilgi kullanıcıları için gerekli bilgileri eksiksiz ve zamanında açıklamalarını güvence altına almak,
- Yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını açık ve net biçimde tanımlamak,
- Şirket üst yönetiminin aldığı kararlardan dolayı tüm paydaş gruplarına karşı hesap verme sorumluluğunu sağlamak,
- Vekâlet maliyetlerini minimize etmek,
- Tüm paydaş gruplarının şirket kazancından hakları oranında pay almalarını güvence altına almak,
- Uzun vadeli yatırım perspektifine sahip kurumsal yatırımcılar için güvenli ve yatırım yapılabilir bir ortam oluşturmak,
- Finansman kaynaklarına erişimi kolaylaştırmak,
- Sermaye sahipleri ile karar vericiler arasındaki olası çıkar çatışmalarını uygun düzenlemeler aracılığıyla kontrol altına almak,

Temelde bir yönetim anlayışı olarak kabul gören kurumsal yönetim, yukarıda sıralanan amaç ve beklentilerinden de anlaşılacağı üzere özellikle kurumların yönetim ve kontrolünü paydaşların hesap verebilirliğine ve kurumların paydaşlarıyla olan ilişkilerine odaklanmaktadır. Kurumsal yönetim kavramıyla vurgulanmak istenen esas olgu iyi yönetim ilkesidir. İyi yönetim, şirket yöneticilerinin kurumsal menfaatleri bireysel çıkarlarının önünde tuttuğu, aldıkları kararlarda şirket çıkarlarını gözettiği ve bu kararların sonuçlarından başta hissedarlar olmak üzere tüm paydaşlara karşı sorumluluk taşıdıkları bir yönetim anlayışını ifade etmektedir (Baskıcı, 2015).

Tüm dünyada daha iyi bir şirket yönetimi amacıyla benimsenen kurumsal yönetim anlayışı, her ne kadar ülkelerin içinde bulundukları koşullardan,

piyasaların gelişmişlik düzeylerinden ve şirketlerin uygulamalarından kaynaklanan farklılıklardan etkilense de iyi kurgulanmış ve etkin biçimde uygulanan bir kurumsal yönetim sistemi şirketlere önemli faydalar sağlayacaktır. Bu faydalar aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Aktan, 2013; Koç, 2015; Sönmez ve Toksoy, 2011):

- Yönetimde hâkim olan şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri, muhasebe uygulamalarında gerçekleştirilebilecek olası usulsüzlükler nedeniyle ortaya çıkabilecek şirket skandallarının önlenmesine katkı sağlayacaktır.
- Kurumsal yönetim uygulamaları kısa vadede şirketlere belirli maliyetler getirmekle birlikte, orta ve uzun vadede şirketlerin hem sermaye piyasalarından hem de finansal kuruluşlardan daha kolay ve uygun koşullarda finansman temin etmelerini kolaylaştıracaktır.
- Kurumsal yönetim uygulamaları hem yerli hem de yabancı yatırımcıların ilgisini çekmektedir. Sermaye piyasalarında yatırım yapan yatırımcılar, şirketin yatırımcı haklarını koruyup korumadığına, belirli yönetim ilkelerine sahip olup olmadığına ve dolayısıyla kurumsal yönetim sisteminin etkin biçimde uygulanıp uygulanmadığına dikkat etmektedirler,
- Küreselleşmeyle birlikte birçok yabancı şirket, başka ülke pazarlarına o ülkede faaliyet gösteren şirketlere ortak olarak veya şirketi devralarak girmektedir. Bu nedenle ulusal pazarlarda faaliyet gösteren şirketlerin hem yönetim hem de muhasebe uygulamaları açısından şeffaf ve hesap verebilir bir anlayışla yönetilmesi yabancı şirketlerin ilgisini çekerek şirket birleşmelerinin önünü açacaktır. Bu tür birleşmeler şirketler için önemli bir finansman kaynağı oluşturmaktadır.
- Etkin bir kurumsal yönetim yapısının uygulandığı şirketlerde kaynakları yönetenler aldıkları her türlü karar ve eylemlerden sorumlu oldukları için şirket kaynakları tüm paydaş gruplarının menfaati gözetilerek daha etkin ve verimli biçimde kullanılacaktır.
- Kurumsal yönetim, karşılaşılabilecek olası ekonomik krizlerin daha az zararlarla atlatılmasına katkı sağlamaktadır.
- Kurumsal yönetim şirketlere etkin bir yönetim anlayışı sunmakta olup bu anlayış beraberinde şirket aktiflerinin getirisini de artıracaktır. Dolayısıyla kurumsal yönetim değer maksimizasyonuna katkıda bulunmaktadır.

- Kurumsal yönetim, keyfi ve kötü yönetim uygulamalarına son vererek yetki ve güç istismarının önüne geçmektedir,
- Kurumsal yönetim, şirket ile başta hissedarlar olmak üzere tüm paydaş grupları arasındaki ilişkileri düzenlemeye yönelik uygulamalar içerdiğinden ilgili taraflar arasındaki iletişimin daha etkin ve verimli biçimde yürütülmesine olanak tanımaktadır,
- Kurumsal yönetim, şirketin rekabet gücü, karlılığı ve dolayısıyla genel performansı üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir.

Kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen şirketler, bilgi asimetrisini minimize etmek amacıyla hissedarlarına ve diğer paydaş gruplarına şirkete ilişkin ticari sır niteliği taşımayan finansal ve finansal olmayan bilgileri kapsamlı, zamanında, doğru ve anlaşılır biçimde sunmak durumundadırlar. Kurumsal yönetim çalışanlar, müşteriler, rakipler, kredi kuruluşları, devlet ve pay sahipleri nezdinde işletmelerin mümkün olduğunca doğru ve güvenilir bilgi sunmasını ve şeffaf davranmasını hedeflemektedir (Koçel, 2020). Kurumsal yönetim, şirkete ilişkin bilgilerin paydaşlara ve potansiyel yatırımcılara zamanında, eksiksiz, doğru ve güvenilir biçimde iletilmesini güvence altına almaktadır. Kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen ve bu ilkeleri etkin biçimde hayata geçiren şirketlerin piyasa değeri ile güvenilirlikleri arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Nitekim evrensel düzeyde kabul gören kurumsal yönetim ilkeleri ve uygulamaları, şirketlerin paydaşları açısından önemli bir güven göstergesi niteliği taşımaktadır (Yılmaz ve Kaya, 2014).

Kurumsal yönetim uygulamaları, şirketler tarafından dikkate alınıp benimsendiği ölçüde çeşitli faydalar sağlayacaktır. Açık sistem olarak değerlendirilen şirketler, çevrelerini etkileyen ve çevrelerinden etkilenen bir yapıya sahiptirler. Bu nedenle kurumsal yönetim yalnızca şirketlere değil, şirketlerin ilişki içinde bulunduğu tüm kesimlere de çeşitli yararlar sunmaktadır. Kurumsal yönetimin devlete ve topluma sağladığı faydalar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Aktan, 2013):

- Ülke ekonomisine ve ekonominin temel yapı taşı olan şirketlere uluslararası düzeyde rekabet avantajı kazandırır,
- Ekonomik krizlerin en az hasarla atlatılmasına katkı sağlar,
- Kurumsal yönetim anlayışının hissedar haklarını korumaya yönelik yaklaşımı, sermaye piyasalarının gelişimini ve finansal derinliği

beraberinde getirecektir. Bu durum bankacılık ve finans sektörünün güçlenmesine ve borsa kapitalizasyonunun artmasına da katkıda bulunacaktır,

- Hisse senedi yatırımlarının değer kazanmasını ve tasarrufların borsada işlem gören şirketlere yönelmesini teşvik eder.

Love (2011) yaptığı çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin performansları üzerinde birtakım olumlu etkilere sahip olduğunu tespit etmiştir. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanmaktadır:

- Kurumsal yönetim anlayışını benimseyen şirketlerde yöneticilerin şirket değerini artıran projelere yatırım yapma ve şirket faaliyetlerinde verimlilik sağlama olasılıkları daha yüksektir.
- Kurumsal yönetim anlayışını benimseyen şirketlerde değer yaratmayan proje ve faaliyetlere kaynak ayrılmayacağından şirket kaynaklarının etkin kullanımı güvence altına alınmış olur.
- Kurumsal yönetim anlayışı, şirket varlıklarının ve şirkete sağlanan nakit akışlarının sermaye sahipleri aracılığıyla farklı alanlara aktarılma riskini azaltır.
- Kurumsal yönetim anlayışıyla haklarının korunduğunun farkında olan şirket yatırımcıları görece daha düşük getiri oranlarını kabul edebilirler. Bu durum şirketler açısından daha düşük sermaye maliyeti ve daha yüksek gelir anlamına gelmektedir.
- Kurumsal yönetim anlayışını benimseyen şirketler dış finansman temini konusunda avantajlı konumdadırlar; bu durum şirketlerin yüksek karlılık potansiyeline sahip projelere yatırım yapmalarının önünü açmaktadır.

Daha iyi yönetim anlayışını ifade eden kurumsal yönetim anlayışının sağladığı yukarıda yer alan durumlar uzun vadede şirketlere daha güçlü nakit akışı olarak geri dönecek ve şirketlerin performansları üzerinde olumlu etkiye sahip olacaktır.

2.1.3 Kurumsal Yönetime İlişkin Teoriler

2.1.3.1 Vekâlet Teorisi

Vekalet teorisi, amaç ve menfaatleri farklılaşan iki tarafın mülkiyet ayrımı ve yönetsel kontrol ile ilgili sorunlarını inceleyen bir yaklaşımdır (Al Mamun vd., 2013). Tarihsel süreç içinde işletmelerin yönetim yapılarında meydana gelen

dönüşümler, sahiplik ile işletmenin yönetsel kontrolü arasında bir ayrışmaya yol açmıştır. Şirket yöneticilerinin ekonomik ve yönetsel alanlarda artan sorumluluklarını, şirket sahiplerinin hedef ve beklentilerinin ötesinde yönetebilme yetkinlikleri, kurumlarda yönetsel yetki devrini kritik bir mesele haline getirmiştir (Akın, 2004).

Bu yaklaşım, şirket sahipleri ile yöneticilerin çıkarları arasında denge gözeterek uyum sağlamayı amaçlamakta ve her iki tarafın çıkarları arasında potansiyel bir çatışma bulunduğu varsayımına dayanmaktadır (Nicholson ve Kiel, 2007). Teoriye göre vekiller yönetici, asiller mal sahibi ve yönetim kurulları ise izleme mekanizması olarak konumlandırılmaktadır (Yusoff ve Alhaji, 2012). Van Osnabrugge (2000) ve Gaur vd. (2015)'a göre şirket yöneticilerinin kendi çıkar ve menfaatleri doğrultusunda hareket etmeleri, mal sahiplerinin geleceğe yönelik beklentileriyle örtüşmemekte ve bu durum taraflar arasındaki ilişkilerde çeşitli sorunların ortaya çıkmasına neden olmaktadır.

Vekâlet sorunları, yöneticiler ile pay sahiplerinin menfaat ve beklentilerinin çatıştığı ve pay sahiplerinin yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda hareket edip etmediklerini denetleyemediği durumlarda ortaya çıkmakta olup ahlaki tehlike ve ters seçim olmak üzere iki biçimde ele alınmaktadır. Ahlaki tehlike, yöneticinin kendisinden beklenen performansı sergilememesi, gerekli çabayı göstermemesi veya sözleşme hükümlerine aykırı davranması durumunda ortaya çıkmaktadır. Ters seçim ise yöneticinin işe alım sürecinde sahip olduğu bilgi ve becerileri gerçeğe aykırı biçimde beyan etmesi veya şirket sahibinin bu yetkinlikleri işe alım sonrasında gözlemleyememesi ve doğrulayamaması halinde meydana gelmektedir (Eisenhardt, 1989). Menfaatleri çatışan ve kişisel çıkarları doğrultusunda hareket eden yöneticiler ile şirket sahipleri arasındaki vekâlet sorunları çeşitli maliyetlerin artmasına yol açmaktadır. Bu maliyetlere, vekil konumundaki yöneticinin şirket adına optimal kararlar almaması da eklenmekte ve bu durum şirketler için önemli bir maliyet unsuru oluşturmaktadır (Gaur vd., 2015). Söz konusu maliyetler aşağıdaki şekilde sınıflandırılmaktadır (Arslan ve Çetin, 2021):

- İzleme maliyetleri: Şirket sahibinin vekilin hareket ve davranışlarını denetlemek, değerlendirmek ve ölçmek amacıyla katlandığı maliyetlerdir.
- Bağlanma maliyetleri: Vekilin asile karşı sorumluluklarını yerine getirdiğinin bir güvencesi olarak ortaya çıkan maliyetlerdir.

- Güvence sağlayıcı sözleşme maliyetleri: Asillerin, vekillerin kendi yararlarına hareket etmelerini sağlamak amacıyla oluşturulan yapılar nedeniyle katlandıkları maliyetlerdir.
- Artık maliyetler: İzleme ve bağlanma maliyetlerine katlanılmasına rağmen ortaya çıkabilecek kayıplardır.

Vekâlet teorisinde şirket sahibinin haklarını korumak, asil-vekil ilişkisinde denge sağlamak ve vekâlet maliyetlerini minimize etmek amacıyla finansal teşvik planları ve çeşitli yönetim mekanizmaları geliştirilmiştir. Birinci mekanizmada şirket yöneticileri, vekil sıfatıyla şirket sahiplerinin örgütsel hedeflerini ve beklentilerini karşılamalarının bir karşılığı olarak belirli bir ücret almaktadırlar. Bu durum, mülkiyet sahibiyle aynı tutumu sergileyen yönetici için motive edici bir unsur oluşturmaktadır. İkinci mekanizma ise şirket sahiplerinin yöneticileri kontrol altında tutmasıdır. Bu çerçevede yönetim kurulları, şirket sahiplerinin hedef ve beklentilerini şirket yöneticilerine ileterek vekâlet maliyetlerini kontrol altına almak amacıyla onları izlemektedirler. Kontrol odaklı bir yönetim mekanizmasının benimsenmesinin temel gerekçesi, yöneticilerin kendilerine fırsat verildiğinde sahip oldukları bilgi ve deneyimi kullanarak kendi çıkarlarını şirket sahiplerinin çıkarlarının önünde tutacakları ve bu durumun çıkar çatışmasına zemin hazırlayacağı varsayımdır (Davis vd., 1997).

Vekâlet teorisine göre şirket; çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler, rakipler, pay sahipleri, finansörler, toplum ve devlet gibi farklı kesimlerin aralarındaki sözleşmeler bütününden oluşmaktadır. Bu yapının doğal bir sonucu olarak sözleşmeye taraf olan her kesim öncelikli olarak kendi çıkarlarını gözetme eğilimindedir. Dolayısıyla kurumsal yönetim, sözleşmeye taraf olan tüm paydaşların çıkarları arasında ortaya çıkabilecek çatışmaları dengeleyici ve uyumu gözetken mekanizmalar bütünü olarak tanımlanmaktadır (Ülgen ve Mirze, 2018). Bu çerçevede, şirket sahipleri ile yöneticiler arasında veya şirket paydaşları arasında meydana gelebilecek vekâlet sorunlarının giderilmesine yönelik etkin ve verimli ilişki yapıları oluşturmak kurumsal yönetimin temel amaçları arasında yer almaktadır (Dinçer, 2013).

2.1.3.2 Temsil Teorisi

Psikoloji ve sosyoloji disiplinlerine dayanan temsil teorisi, vekâlet teorisinin yöneticilere ilişkin varsayımlarını yetersiz bulan akademisyenler

tarafından yönetici davranışlarını açıklamak amacıyla geliştirilmiş bir yaklaşımdır. Vekâlet teorisi, yöneticilerin bireysel çıkarlarını örgütsel çıkarların önünde tuttuğunu, fırsatçı ve bencil davranışlar sergileyerek şirket menfaatleri yerine kişisel çıkarlarını gerçekleştirme eğiliminde olabileceğini ileri sürmektedir (Abdullah ve Valantine, 2009). Temsil teorisi ise vekâlet teorisiyle temelden farklı bir bakış açısı benimseyerek yöneticilerin işletmelerin menfaatlerini kendi menfaatlerinin üstünde tuttuğu varsayımına dayanmaktadır (Davis vd., 1997; Doğan, 2018; Gaur vd., 2015). Bu teoriye göre şirket yöneticileri; şirket menfaatleri doğrultusunda hareket eden, şirket varlık ve kaynaklarını optimal biçimde yönetme gayreti içinde olan ve karar alma süreçlerinde rasyonelliği ilke edinmiş bireyler olarak kabul edilmektedir (Donaldson ve Davis, 1991). Temsil teorisi, organizasyon yanlısı kolektivist davranışların, kişisel çıkarlara hizmet eden bireysel davranışlara kıyasla daha yüksek fayda sağlayacağını benimseyen bir insan modeline dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre bireysel çıkarlar ile örgütsel çıkarlar arasında tercih yapması gereken birey, örgüt menfaatlerinden ayrılmayacaktır (Davis vd., 1997).

Şirketlerin icra kurullarında görev alan yöneticilerin; şirketlerin politika, faaliyet ve stratejileri hakkında icra kurulunda görev almayan yöneticilere kıyasla daha kapsamlı bilgi birikimine sahip olmaları, aldıkları kararları daha nitelikli, akılcı, gerçekçi ve kabul edilebilir kılmaktadır (Nicholson ve Kiel, 2007). Bu durum, icra kurulunda görev almayan yöneticilerin yer aldığı yönetim kurullarının aldıkları kararların bağlayıcılığını tartışmalı hale getirmektedir. Donaldson ve Davis (1991)'e göre görev ve yetkileri açık ve tartışmasız biçimde belirlenen ve şirkete ilişkin konularda geniş yetkilerle donatılan CEO'ların şirket performansı üzerinde olumlu bir etkisi bulunmaktadır. Bu durum, literatürde CEO ikiliği olarak adlandırılan, icra kurulu başkanlığı ve yönetim kurulu başkanlığı görevlerinin aynı kişi tarafından üstlenildiği yapılarda mümkün olmaktadır. Zira bu durumda yetki ve sorumluluğun kime ait olduğu konusunda belirsizlik bulunmamakta ve güç ile otorite tek bir kişide toplanmaktadır. Dolayısıyla temsil teorisi yalnızca CEO'yu motive edici unsurlarla ilgilenmemekte, aynı zamanda etkinliğini artırıcı faaliyetlere de odaklanmaktadır. Bu yaklaşım, CEO ve yönetim kurulu başkanlığı görevlerinin birleştirilmesinin uzun vadede şirkete stratejik rekabet avantajı sağlayacağını ve hissedar refahını maksimize edeceğini savunmaktadır.

2.1.3.3 Paydaş Teorisi

Paydaş kavramına ilişkin literatür taraması yapıldığında, kavramı bütünsel bir biçimde açıklayan evrensel bir tanımın bulunmadığı, bunun yerine farklı görüşleri yansıtan çok sayıda tanımlamanın mevcut olduğu görülmektedir. Bu durumun temel nedeni, paydaş kavramının 1960'ların sonlarına kadar Stanford Araştırma Enstitüsü haricinde akademik ve pratik düzeyde yeterli ilgiyi görmemesi ve dolayısıyla kavramsal gelişiminin 1970'li yılların başına kadar sınırlı kalmasıdır. Stanford Araştırma Enstitüsü tarafından 1963 yılında yapılan tanımlamaya göre paydaşlar, “destekleri olmaksızın organizasyonların varlığını sürdüremeyeceği gruplar” olarak kavramsallaştırılmıştır (Al Mamun vd., 2013). Freeman (1984), paydaş kavramını organizasyonların amaçlarının gerçekleştirilmesini etkileyen ya da bu amaçlardan etkilenen birey ve gruplar şeklinde tanımlamaktadır. Bu tanım, paydaşların organizasyonların sürekliliği ve başarısı açısından kritik bir role sahip olduğunu vurgulamakta ve kavramın geniş bir bakış açısıyla ele alınması gerektiğine işaret etmektedir (Ahsan ve Pedersen, 2018). Hill ve Jones (1992) ise paydaş kavramını daha dar bir çerçevede ele alarak, şirket üzerinde yasal bir hak iddiasında bulunabilme yetkisine sahip birey ve gruplar olarak tanımlamışlardır. Donaldson ve Preston (1995) tarafından yapılan sınıflandırmaya göre ise organizasyonlarla ilişkili paydaş grupları; yöneticiler, müşteriler, tedarikçiler, çalışanlar, hissedarlar, finans kuruluşları ile politik ve yasal yapılar gibi organizasyonel faaliyetlere doğrudan veya dolaylı biçimde katılım gösteren çok sayıda aktörden oluşmaktadır.

Paydaş teorisinin ortaya çıkmasında vekâlet teorisine getirilen eleştiriler etkili olmuştur. Nitekim vekâlet teorisinde yöneticilerin sadece pay sahiplerine karşı sorumlu olması ve pay sahiplerinin menfaatlerini dikkate alması, şirketin doğrudan ya da dolaylı olarak iletişim halinde olduğu paydaşlarının da menfaatlerinin olması vekâlet teorisini eleştirilerin odak noktası haline getirmiştir. Vekâlet teorisinin aksine paydaş teorisi sadece şirket hissedarlarına karşı değil, şirket ile ilişki içerisinde olan tüm kişi ve gruplara karşı eşit derecede sorumludur (Abid vd., 2014; Donaldson ve Preston, 1995; Driscoll ve Starik, 2004).

Paydaş teorisi sadece hissedarların değil tüm paydaş gruplarının çıkarlarının gözetilmesini savunmaktadır. Teoriye göre paydaş gruplarının tamamının çıkarları önemli ve anlamlıdır. Dolayısıyla paydaş çıkarları arasında öncelik sonralık sıralaması savunmak da yersizdir. Nitekim tek başına hiçbir

paydaşın çıkarı diğerine göre baskın değildir. Fakat paydaş teorisi organizasyonun paydaş çıkarları arasında nasıl bir denge politikası izlemesi gerektiği hakkında bir yol haritası sunmamaktadır. Bu durum teoriye bir takım eleştiriler gelmesine neden olmaktadır. Zira organizasyonun menfaatleri birbirinden farklı, zaman zaman rekabet içerisinde olan toplumun çeşitli kesimleri arasında denge politikası izlemesi uygulamada kolay olmamaktadır (Doğan, 2018). Her bir paydaş grubu, şirkete çeşitli katkılar sunmakta ve bu katkıların karşılığında kendi beklenti ve çıkarlarının karşılanmasını talep etmektedir. Hissedarlar, şirkete sağladıkları sermaye karşılığında belirli bir risk düzeyi dâhilinde yatırım getirilerinin maksimize edilmesini beklemektedir. Finans kuruluşları, şirkete temin ettikleri fonların kararlaştırılan koşullar çerçevesinde geri ödenmesini; yönetici ve çalışanlar ise organizasyona sundukları zaman, yetenek ve beşeri sermaye karşılığında adil bir ücretlendirme sisteminin yanı sıra uygun çalışma koşullarının sağlanmasını talep etmektedir. Devlet ise şirkete sunduğu teşvik mekanizmaları ve altyapı hizmetleri karşılığında yaşam kalitesinin yükseltilmesi ve toplumsal refahın artırılmasına yönelik kurumsal vatandaşlık sorumluluğunun yerine getirilmesini beklemektedir (Hill ve Jones, 1992). Buna göre, şirketin sınırlı kaynakları dikkate alındığında paydaşların beklentilerini en etkin bir şekilde karşılayabilmek için paydaşlar arasında etkili iletişim stratejileri geliştirilmeli ve uygulamaya konulmalıdır (Reinig ve Tilt, 2009).

Paydaş teorisi, yalnızca pay sahiplerinin değil, tüm paydaş gruplarının talep ve beklentilerinin karşılanmasını esas almakta olup, bu yaklaşımın temel unsurlarından biri bilgi paylaşımıdır. Günümüzde şirketlerin faaliyetlerine ilişkin bilgiye erişim, hissedarların yanı sıra finans kuruluşları, tedarikçiler, müşteriler, kamu otoriteleri ve toplum gibi diğer paydaş grupları açısından da kritik bir önem taşımaktadır. Dolayısıyla şirketler, paydaşlarının farklılaşan bilgi ihtiyaçlarını ve beklentilerini dikkate alarak raporlama uygulamalarını çeşitlendirmeli, finansal raporların yanı sıra sosyal ve çevresel performanslarına ilişkin açıklamaları içeren raporları da paydaşlarının erişimine sunmalıdır (Kazak ve Erdemir, 2022).

2.1.3.4 Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Günümüzün yoğun rekabet koşullarında şirketler, operasyonel süreçlerini sürdürebilmek için gereksinim duydukları kaynaklar bakımından dış çevrelerine artan bir bağımlılık geliştirmektedir. Kaynak bağımlılığı kavramı, şirketlerin

faaliyetlerini kesintisiz biçimde yürütebilmeleri için ihtiyaç duydukları kaynaklara olan bağımlılık düzeyini ifade etmektedir (Doğan vd., 2008). Kaynak bağımlılığı teorisi, şirketlerin stratejik öneme sahip kaynakları temin edebilmek amacıyla dış paydaşlarla ilişki kurma sürecinde yönetim kurulunun üstlendiği işlevi merkeze almaktadır. Bu açıdan değerlendirildiğinde, yönetim kurulunun temel işlevi, şirketin gereksinim duyduğu kaynaklara erişim sağlama kapasitesi olarak tanımlanmaktadır (Madhani, 2017).

Kaynak bağımlılığı teorisi, şirketleri dış çevreyle sürekli etkileşim halinde bulunan açık sistemler olarak ele almakta ve şirketlerin varlıklarını sürdürebilmeleri, büyüme sağlayabilmeleri için gerekli olan tüm kaynakları kendi bünyelerinde kontrol etme imkânına sahip olmadığını öne sürmektedir (Yeager vd., 2015). Şirketlerin kaynak gereksinimlerini karşılama zorunluluğu, örgütler arası ilişkilerin derinleşmesine zemin hazırlamaktadır. Bununla birlikte, söz konusu kaynakların dağılımındaki asimetrik yapı, taraflar arasındaki ilişkilerde bağımlılık dinamiklerinin ortaya çıkmasına yol açmaktadır. Bu doğrultuda her şirket, kaynak ihtiyaçlarını giderebilmek adına belirli bir düzeyde dış çevreye bağımlılık göstermektedir. Kaynakların şirket açısından taşıdığı stratejik önem ve bu kaynaklara erişim olanakları, bağımlılığın karakteristik özelliklerini belirleyen temel faktörler olarak değerlendirilmektedir (Yusoff ve Alhaji, 2012). Kaynak bağımlılığı teorisi çerçevesinde, şirketlerin faaliyet gösterdiği çevrede mevcut olan istikrarsızlık ve belirsizlik koşulları şirketlerin kaynak tedariki sürecinde çeşitli risklerle karşı karşıya kalmasına neden olmaktadır. (Yeager vd., 2015). Zira belirsizlik, örgütlerin kaynakları üzerindeki yetkinliğini, yönetme becerisini ve karar alma sürecini aksatmakta ve örgütlerin günlük faaliyetlerini yerine getirmelerini engellemektedir (Madhani, 2017). Bu durumda, örgüt adına karar vericiler örgütün çevreye olan bağımlılığını ve çevrede var olan belirsizliği azaltmak adına birtakım stratejiler uygulamaktadırlar (Yeager vd., 2015).

Kaynak bağımlılığı teorisine göre yönetim kurulu tarafından temin edilen kaynaklar, yöneticilerin resmi ve gayri resmi ilişkilerinin toplamını ifade eden ilişki sermayenin bir ürünü olarak kabul edilmektedir. Güçlü ilişkilere sahip bir yönetici şirketin stratejik karar alma süreçlerine yardımcı olabilecek bilgilere daha kolay ulaşarak şirket genelinde bilginin daha hızlı ilerlemesine katkı sağlayabilmektedir. Yöneticilerin sosyal ve ticari ilişkileri aracılığıyla şirketlerin dış çevre ile ilişkisini artırarak kaynak temin etmesi benzer menşei sahip şirketlerde

işbirliğine dönük rekabet davranışını güçlendirmektedir (Madhani, 2017). Nitekim bu teori, bilgi elde etme ve güçlü ilişkiler kurma varsayımları nedeniyle yöneticilerin birden fazla şirketin yönetim kurullarında yer almasına olumlu yaklaşmaktadır (Yusoff ve Alhaji, 2012). Nitekim birçok Hint şirketinde yöneticilerin birden fazla şirketin yönetim kurulunda yer alması şirketlerin ar-ge yatırımlarının ve patent sayılarının artmasına katkı sağlamıştır (Madhani, 2017).

Kaynak bağımlılığı teorisine göre şirketlerin uzun vadeli sürdürülebilir rekabet üstünlüğü elde etmeleri sahip oldukları kaynakların etkin biçimde değerlendirilmesiyle doğrudan ilişkilidir. Kaynakların etkili ve verimli yönetimi ise nitelikli bir yönetim anlayışının benimsenmesiyle mümkün olmaktadır. Şirket performansının ve sürdürülebilirliğinin değerlendirilmesinde belirleyici unsurlardan biri haline gelen etkin yönetim anlayışı, şirketin kurumsal yönetim ilkelerini benimsemesiyle yakından bağlantılıdır. Kurumsal yönetimin literatürde en yaygın kabul gören tanımlaması “en iyi uygulama” şeklinde ifade edilmekle birlikte, bu yaklaşım sürdürülebilir rekabet avantajının sağlanmasında tek başına yeterli bir gerekçe olarak kabul görmemektedir (James ve Joseph, 2015). Dolayısıyla kaynak bağımlılığı teorisi, şirket performansının maksimize edilmesinde örgütsel kaynaklar ile yönetim kurulu arasında güçlü bir ilişkinin varlığını savunmaktadır (Nicholson ve Kiel, 2007). Dolayısıyla yönetim kurulu, kurumsal yönetim mekanizmaları aracılığıyla şirketlerin sürdürülebilir rekabet üstünlüğü kazanmasında kritik bir işlev üstlenmektedir. Nitekim kaynak bağımlılığı teorisine göre, bağımsız yönetim kurulu üyeleri vasıtasıyla elde edilen nadir ve değerli kaynakların, üst yönetim tarafından sürdürülebilir rekabet avantajı yaratmak amacıyla stratejik amaçlar doğrultusunda kullanılması gerekmektedir. Dinamik ve sürekli dönüşüm halindeki rekabet ortamında şirketlerin rekabet kapasitelerini ve büyüme potansiyellerini koruyabilmeleri, kaynak ve yetkinliklerini kesintisiz olarak geliştirmeleri ve iyileştirmelerine bağlıdır (James ve Joseph, 2015).

2.1.3.5 İşlem Maliyeti Teorisi

İşlem maliyeti teorisi; hukuk, iktisat ve örgüt teorilerinin bir arada ele alındığı disiplinler arası bir bakış açısı sunmaktadır. Bu teori, şirketleri farklı bakış açıları ve çıkarlara sahip bireylerin bir araya gelmesiyle oluşan örgütsel yapılar olarak tanımlamaktadır (Abdullah ve Valentine, 2009). İşlem maliyeti

teorisi, şirketleri bir dizi mübadele ilişkisi çerçevesinde değerlendirmektedir. Piyasa koşullarında fiyat mekanizması arz ve talep dengesi tarafından belirlenmekte olup, işlemin tamamlanmasıyla birlikte taraflar arasındaki ilişki son bulmaktadır. Şirketler ise tedarikçiler, çalışanlar ve müşterilerle süregelen bir mübadele süreci içerisinde. Bu mübadelelerin bir bölümü şirket sınırları dâhilinde, diğer bölümü ise şirket dışında gerçekleşmektedir. Teoriye göre, şirketlerin asıl kritik faaliyeti üretim sürecinin kendisi değil, üretilen mal ve hizmetlerin mübadelesidir. Şirketler söz konusu mübadele işlemlerini minimum maliyetle gerçekleştirmeye yönelmektedir (Doğan, 2018). Teorinin temel varsayımı, şirketlerin belirli bir ölçeğe ulaştıklarında piyasa mekanizmasının kaynak dağıtım işlevini kendi bünyelerinde benimsedikleridir. Başka bir deyişle, şirketin örgütsel yapılanması ve kurumsal mimarisi, fiyatlandırma ve üretim kararlarını etkileme gücüne sahip bulunmaktadır. İşlem maliyeti analizinde temel inceleme birimi işlemin kendisidir. Dolayısıyla, işlemlerin aktörleri bir araya getiren yapısı, kurumsal çerçevede yöneticilerin fırsatçı davranışlar sergileyebileceğini ve şirketlerin işlem düzenlemelerini kendi çıkarları doğrultusunda biçimlendirebileceğini ortaya koymaktadır. (Abdullah ve Valentine 2009).

İşlem maliyeti teorisi, özünde üretim maliyetlerinden ziyade işlem maliyetlerini ön plana çıkaran bir kurumsal yönetim teorisidir. Teori, yöneticilerin sınırlı rasyonalite koşulları altında faaliyet gösterdiğini öne sürmektedir. Diğer bir ifadeyle, yöneticiler eksiksiz bilgiye erişim imkânından yoksun oldukları için her koşulda rasyonel kararlar alamamaktadırlar. Bunun yanı sıra, yöneticilerin hissedarların çıkarlarını gözetmek yerine kendi bireysel menfaatlerini öncelikle eğiliminde oldukları varsayılmaktadır. Dolayısıyla üst düzey yöneticiler ve yönetim kurulu üyeleri, şirket değerini maksimize etmek yerine kişisel kazanımlarını artırmaya yönelebilmektedirler (Abid vd., 2014). Kurumsal yönetim anlayışı için bu teori önemli bir konuma sahiptir. Zira kurumsal yönetim, şirketin hissedarlar, tedarikçiler ve müşteriler gibi paydaşlarıyla kurduğu ilişkileri düzenleyen bir sistemdir. Bu ilişkiler içerisinde hammadde temini, ürün satışı ve hisse senedi ihracı gibi sürekli karşılıklı işlemler gerçekleşmektedir. İşlem maliyeti teorisi, söz konusu paydaş ilişkilerini ve bu ilişkilerden kaynaklanan maliyetleri analiz etmesi nedeniyle kurumsal yönetim anlayışının kuramsal temellerinden birini oluşturmaktadır (Doğan, 2018).

2.1.4 Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetim ilkeleri, şirket yöneticilerinin kurumsal faaliyetlere ilişkin karar alma süreçlerini düzenleyen kapsamlı kurallar bütünüdür. Bu sistem, yöneticilerin karar alma aşamasında hangi unsurları dikkate alması gerektiğini, bu kararların hangi mekanizmalar ve yapısal çerçeveler dâhilinde oluşturulacağını ve alınan kararların hangi paydaşlara, ne zaman ve hangi yöntemlerle iletileceğini belirlemektedir. Kurumsal yönetim, dört temel ilke üzerine inşa edilmiştir: Adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk. Söz konusu ilkeler, etkin ve sürdürülebilir bir kurumsal yönetim anlayışının temelini oluşturmaktadır (Bekçi ve Gör, 2015).

2.1.4.1. Adillik

Kurumsal yönetim açısından adillik ilkesi, şirket yönetiminin tüm hak sahiplerine ve paydaşlara eşit muamele göstermesi gerektiğini vurgulamaktadır (Pamukçu, 2011). Bu ilke, farklı menfaat sahiplerinin çeşitli çıkarları ve beklentileri arasında bir denge kurulmasını öngörmektedir. Adillik ilkesi; yönetsel kararlardan etkilenen tüm paydaşlara eşit uzaklıkta konumlanmayı, paydaş grupları arasında herhangi bir ayrımcılık yapılmamasını ve şirketin uzun vadeli başarısının güvence altına alınabilmesi için tüm paydaş kesimlerinin haklarının korunmasını gerektirmektedir (Doğan, 2007a). Bu doğrultuda, şirkete ilişkin herhangi bir bilginin paydaş grupları arasında farklılık yaratmayacak biçimde paylaşılması, adillik anlayışının zorunlu bir gereği olarak kabul edilmektedir. (Demirbaş ve Uyar, 2006).

Bu ilke, hissedar haklarını ve hissedarların eşit muameleye tabi tutulması gereken alanları da kapsamaktadır. Diğer bir deyişle, adillik ilkesi çerçevesinde hissedarlık statüsünden kaynaklanan temettü hakkı, genel kurul toplantılarına iştirak hakkı, bilgi edinme ve inceleme hakkı ile oy kullanma hakkı gibi temel haklar ayrıntılı biçimde ele alınmaktadır. Bunun yanı sıra hissedarlığa ilişkin kayıtların güvence altına alınması, hisse devri ve satış işlemlerinin düzenlenmesi ile hissedarlara yönelik eşit muamele politikası da adillik ilkesinin kapsamında değerlendirilmektedir (Dinç ve Abdioğlu, 2009).

Bununla birlikte adillik ilkesi, özellikle azınlık hissedarlar ve yabancı ortaklar olmak üzere tüm hissedarların haklarının güvence altına alınmasını ve hissedarların yanı sıra tedarikçilerle akdedilen sözleşmelerin uygulanabilirliğinin

temin edilmesini hedeflemektedir (Akın ve Aslanoğlu, 2007). Şirket çalışanlarının iş güvenliği, kariyer ilerlemesi ve ücretlendirme gibi sözleşmeden doğan haklarında mevcut farklılıkların giderilerek ayrıcalıklı uygulamaların ortadan kaldırılması da bu ilkenin kapsamında değerlendirilmektedir (Sönmez ve Toksoy, 2011).

2.1.4.2. Şeffaflık

Şeffaflık ilkesi, açıklık ve dürüstlük temelli bir iletişim anlayışı üzerine inşa edilmektedir. İletişimde açıklık ve dürüstlüğün sağlanması güven ortamının oluşmasına zemin hazırlamaktadır. Şirketlerde şeffaflık kültürünün yerleştirilmesi, güven inşa etmenin ön koşulunu oluşturmaktadır. Şeffaflık kültürü, farklı görüş ve düşüncelerin hoşgörüyle karşılandığı ve çoğulculuğun teşvik edildiği ortamlarda gelişme imkânı bulmaktadır. Paydaşların yönetim kuruluna veya üst yönetime şirkete ilişkin görüşlerini serbestçe ifade edebildiği, yöneticilerin bu görüşleri dinlemeye açık olduğu ve her bir önermeyi şirket çıkarları doğrultusunda değerlendirdiği şirketlerde şeffaflık kültürü olgunlaşma fırsatı bulmaktadır (Fung, 2014).

Kurumsal yönetim çerçevesinde şeffaflık, şirketlerin finansal durumu, performansı, yönetim yapısı ve ortaklık yapılanması dâhil olmak üzere şirkete ilişkin kritik bilgilerin doğru, yeterli ve karşılaştırılabilir nitelikte kamuoyuyla zamanında paylaşılması olarak tanımlanmaktadır (TÜSİAD, 2002). Başka bir tanımda ise şeffaflık, halka açık şirketlerin ilgili döneme ait performansları, güncel mali durumları, yönetim anlayışları, şirkete yönelik yatırım olanakları ve şirketin taşıdığı risk faktörleri hakkında güvenilir bilgilere erişimin sağlanması şeklinde ifade edilmektedir (Bushman ve Smith, 2003).

Şeffaflık, kamunun bilgi edinme hakkı ile şirketin bilgiyi koruma hakkının ortasında yer almaktadır. Bilgi edinme hakkı, paydaşların şirketin yönetimi, faaliyetleri, mali durumu ve geleceğe yönelik iş stratejileri hakkında makul ve yeterli düzeyde bilgiye sahip olma hakkını ifade etmektedir. Bilgiyi koruma hakkı ise şirkete ilişkin bilgilerin toplanması, kullanımı ve kamuoyuyla paylaşımı üzerindeki kontrol yetkisini elinde bulundurma hakkını kapsamaktadır (Arsoy, 2008). Şeffaflık ilkesi, bilgi kullanıcılarının şirket, sektör ve piyasa hakkında bilgilendirilmesinin önemini vurgulayarak özellikle belirsizliğin yoğun olduğu dönemlerde piyasa istikrarının sağlanmasına katkı sağlamaktadır. Bu ilkenin

gereği olarak şirketler; paydaşları bilgilendirmeye yönelik politikalar geliştirmeli, küresel ve ulusal ekonomik koşulları göz önünde bulundurarak gerekli değerlendirmeleri yapmalı, finansal tablolarını paydaşları bilgilendirme amacıyla hazırlanan raporlarda düzenli olarak sunmalı ve bu raporlardaki açıklamaları bilgi kullanıcılarının kolaylıkla anlayabileceği biçimde standartlaştırmalıdır. Başka bir deyişle bu ilke, bilgiye erişilebilirliğe ilişkin düzenlemeleri içermektedir (Dinç ve Abdioğlu, 2009).

Şeffaflığın şirketler tarafından benimsenerek kurumsal bir politikaya dönüştürülmesi, paydaş haklarının korunması ve toplumsal güvenin tesis edilmesi açısından kritik bir öneme sahiptir. Şirketlerin uluslararası düzeyde kabul görmüş ilke ve standartları rehber edinmesi, kurumsal şeffaflık anlayışlarında önemli ilerlemeler kaydetmelerine katkı sağlayacaktır (Arsoy, 2008). Şeffaflık, şirketlerin faaliyetleri ve finansal performansları hakkında bilgi edinilmesi ile bu faaliyetlerin ve performansın başta hissedarlar ve kredi kuruluşları olmak üzere tüm paydaş grupları ve potansiyel yatırımcılar tarafından izlenebilmesi bakımından büyük önem taşımaktadır. Nitekim şeffaflığın potansiyel yatırımcıların ve ilgili tarafların bilinçli yatırım kararları alabilmelerinde belirleyici bir etken olması, etkin bir kurumsal yönetim anlayışının temelini oluşturmaktadır (Fung, 2014). Şeffaflık yalnızca şirketin mevcut durumunu kapsayan bir kavram değildir. Bu nedenle şirketin geçmiş dönem performansına ilişkin verilerin yanı sıra geleceğe yönelik öngörü ve değerlendirmelerin paylaşılmasında da önemli bir işlev üstlenmektedir (Saklı, 2012).

Şeffaflık ilkesi, şirketlerin faaliyetlerine ilişkin bilgilerin somut, erişilebilir ve anlaşılır nitelikte olması gerektiğini ortaya koymaktadır (Dinç ve Abdioğlu, 2009). Bu ilke kapsamında kamuoyuyla paylaşılacak bilgilerin belirli özellikleri taşınması gerekmektedir. Bu özellikler aşağıdaki gibi sıralanabilir (Aktan, 2013):

- Bilgi doğru, açık ve anlaşılır olmalıdır.
- Bilgi tarafsızlığını korumalı ve bilgi kullanıcılarını yanıltıcı nitelik taşımamalıdır.
- Bilgi düşük maliyetle ve eksiksiz biçimde sunulmalı, analiz yapmaya uygun olmalıdır.
- Bilgiye zamanında ve kolay bir şekilde erişim imkânı sağlanmalıdır.

Şeffaflık, çalışanlar açısından da son derece önemli bir kavramdır. Çalışanların şirket hakkında gerekli ve güvenilir bilgiye erişememesi belirsizlik,

hayal kırıklığı ve kaygı ortamının oluşmasına yol açacaktır. Buna karşın üst yönetim tarafından benimsenerek kurumsal politikaya dönüştürülen şeffaflık anlayışında çalışanların tüm örgütsel süreçlere dâhil edilmesi, onlara verilen değerin bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Bu doğrultuda şeffaflık, çalışanların şirkete ilişkin makul ve anlaşılır bilgilere ulaşmasını sağlayarak belirsizliği azaltacak ve çalışan refahının yükselmesine katkıda bulunacaktır. Çalışanların şirketle ilgili yeterli ve anlaşılır bilgiye sahip olması, zaman içinde çalışanlar arasındaki bilgi asimetrisini azaltarak örgütsel bütünlüğü güçlendirecek ve şirketin uzun vadeli kurumsal hedeflerine ulaşmasını destekleyecektir. Şeffaflığın benimsenmediği şirketlerde ise bilgi kirliliği anlaşmazlıkların su yüzüne çıkmasını engelleyecek, çalışanlar karar alma süreçlerinin dışında kalacak ve ellerindeki bilgileri gizleme eğilimi göstereceklerdir (Farrell, 2016). Bu durum uzun vadede ulusal ve uluslararası piyasalarda şirketlerin sürdürülebilirliğini sağlama ve rekabet avantajı elde etme konusunda ciddi zorluklar yaratacak, dolayısıyla şirketlerin uzun vadeli hedeflerine ulaşması güçleşecektir (Yılmaz ve Kaya, 2014).

2.1.4.3. Hesap Verebilirlik

Hesap verebilirlik kavramının çerçevesi “kime karşı?”, “ne için?” ve “nasıl?” sorularının yanıtlanmasıyla şekillenmektedir (Romzek, 2000). Hesap verebilirlik temel olarak bireylerin veya kurumların gerçekleştirdikleri iş ve eylemler nedeniyle belirli bir otoriteye karşı sorumlu tutulması şeklinde tanımlanmaktadır (Ebrahim, 2003). Faaliyetlerden sorumlu olmak, beraberinde bu faaliyetlere ilişkin meşru gerekçelerin ve nedenlerin açıklanmasını gerektirmektedir (Huse, 2005). Bir diğer tanımda hesap verebilirlik, yaptırım yetkisine sahip bir kitle karşısında gerçekleştirilen iş, eylem, faaliyet veya davranışların gerekçeleriyle birlikte savunulması olarak ifade edilmektedir (Buckley vd., 2001). Alternatif bir tanımda ise birey, grup veya kurumların gerçekleştirdikleri iş, eylem ya da uygulamalar bakımından yönetsel ve hukuki açıdan sorumluluk taşıması olarak açıklanmaktadır. Hesap verebilirlik, kurum içerisinde bireylerin nasıl davranması gerektiğine dair bir dizi ortak beklentiyi ifade etmektedir. Bu yönüyle kurum içindeki sosyal yapıyı bir arada tutan bir işlev üstlenmektedir (Burke vd., 2007).

Kurumsal yönetim açısından hesap verebilirlik, yönetim kurulu üyelerinin şirketin tüzel kişiliğine ve pay sahiplerine karşı taşıdıkları sorumlulukları yerine getirme yükümlülüğü olarak tanımlanmaktadır. Keasey ve Wright (1993), bu kavramı yöneticilerin hissedarlar ile diğer paydaşların menfaatlerine uygun davranıp davranmadıklarının sistematik biçimde takip edilmesi, değerlendirilmesi ve denetlenmesi süreci şeklinde ele almıştır. Kurumsal yönetim ilkelerinin etkin biçimde hayata geçirilmesi, yönetim kurulu ile üst yönetim arasındaki yetki ve sorumluluk sınırlarının kesin olarak belirlenmesini gerektirmektedir. Aynı şekilde denetim ve karar alma yetkilerinin de bu iki yönetim kademesi arasında net bir şekilde tanımlanması ve uygulanması zorunludur (Karpuzoğlu Özelmaz, 2010). Hesap verebilirlik ilkesi şirket faaliyetlerinin sonuçlarıyla doğrudan bağlantılı olduğundan, yönetim kurulunun üst yönetimin performansını değerlendirmesi ve üst düzey yöneticilerin şirket operasyonları hakkında paydaşlara bilgi vermesi bu ilkenin kapsamına girmektedir (Saklı, 2012). Bu çerçevede yönetimin çıkarları ile paydaş beklentileri arasındaki denge, yönetim kurulu tarafından belirlenen kurallar doğrultusunda gözetilmekte ve değerlendirilmektedir (Sürmen ve Abdioğlu, 2020).

Keasey ve Wright (1993)'ın yaklaşımına göre kurumsal yönetim iki temel unsura dayanmaktadır: Bunlar, şirket yöneticilerinin denetimi ve yönetimin hissedarlar ile diğer paydaş gruplarına karşı hesap verebilirliğinin sağlanması. Buna göre hesap verebilirlik ilkesi, kurumsal yönetime hem verimlilik hem de yöneticilik boyutu katmaktadır. Nitekim kurumsal yönetim yalnızca yönetici davranışlarının kontrolüyle sınırlı kalmamakta aynı zamanda yöneticilerin şirket gelişimine katkı sağlayacak yönetsel tutumlarının motivasyonu da ilgilenmektedir. Nitekim ücretlendirme politikaları, yöneticileri şirket menfaatleri doğrultusunda hareket etmeye yönlendiren temel motivasyon araçlarından birini teşkil etmektedir. Bununla birlikte hissedar çıkarlarına en uygun ücret sözleşmelerinin tasarlanması ve uygulamaya konulması önemli bir sorun olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira hesap verebilirliğin bir diğer boyutunu ücretlendirme politikaları ile terfi süreçlerinin izlenmesi ve şeffaf biçimde açıklanması oluşturmaktadır. Denetim faaliyetlerinin bir gereği olarak şirket operasyonları sonucunda ortaya çıkabilecek hile, yolsuzluk ve usulsüzlüklerin önlenmesine yönelik kural ve prosedürlerin ortaya konması gerekmektedir. Bunun yanı sıra faaliyet sonuçlarına ilişkin üst yönetimin hesap verme sorumluluğunu üstlenmesi

de bu ilkenin temel gerekliliklerinden birini oluşturmaktadır (Sürmen ve Abdioğlu, 2020).

Hesap verebilirlik, belirli bir süreci zorunlu kılmaktadır. Bu kavram yalnızca iş ve eylemlerin tamamlanmasının ardından açıklama yapma yükümlülüğü olarak değerlendirilmemelidir. Hesap verebilirliğin ayırt edici özelliği, amaçların, niyetlerin ve gerekçelerin eylem gerçekleşmeden önce sorumlular tarafından ortaya konulmasıdır. Bu yaklaşım, gerçekleştirilen işlemlerde tarafsızlık ve doğruluk ihtimalini güçlendirmektedir (Demirkıran vd., 2011). Salt sonuçlara odaklanan bir anlayış, yöneticileri riskli ve etik dışı davranışlara sevk edebilmektedir. Nitekim paydaşları tarafından yalnızca hisse senedi fiyatlarından sorumlu tutulan Enron yöneticileri, kendilerinden beklenen hedeflere ulaşabilmek amacıyla etik ilkelere, aykırı uygulamalara yönelmişlerdir. Dolayısıyla davranışsal sorumluluk ve hesap verebilirlik anlayışının benimsenmediği, bunun yerine yüksek düzeyde güven ve geniş takdir yetkisi kullanımını ön plana çıkaran bir kurum kültürünün egemen olduğu şirketlerde uygunsuz ve etik dışı davranışların ortaya çıkma olasılığı belirgin biçimde artmaktadır (Burke vd., 2007).

2.1.4.4. Sorumluluk

Sorumluluk ilkesi, şirket yönetim kurulu ile yöneticilerin aldıkları kararlar ve bu kararlar doğrultusunda gerçekleştirdikleri faaliyet ve eylemlerin yasal düzenlemelere, şirket ana sözleşmesine, ilgili mevzuata, toplumsal normlara ve etik değerlere uygunluğunun güvence altına alınması şeklinde tanımlanmaktadır (Aktan, 2013). Bu ilke, yetkilendirilmiş kişilerin görevlerini yerine getirirken gerçekleştirdikleri veya gerçekleştirmedikleri tüm işlemlerden ve bu işlemlerin sonuçlarından hesap verme yükümlülüğü taşıdıklarını vurgulamaktadır (Doğan, 2007a). Sorumluluk ilkesi, şirketlerin mali ve sosyal alanlarda başarı elde etmeleri ile sektörde rekabet avantajı kazanmaları açısından temel bir gereklilik olarak değerlendirilmektedir. Bu anlayışın karar alma ve uygulama süreçlerinde bütünüyle benimsenmesi, paydaşlarla kurulan iletişimin güçlenmesi, paydaş memnuniyetinin artırılması, finansmana erişimin kolaylaşması ve olası risklerin asgariye indirilmesi gibi konularda yönetime önemli katkılar sağlayacaktır (Salvioni, 2003).

Sorumluluk ilkesi çerçevesinde, şirketlerde yönetim kurulu ile üst düzey yöneticiler arasındaki görev dağılımının, yetki sınırlarının ve sorumluluk alanlarının belirli kurallar, kurumsal politikalar ve yasal düzenlemeler doğrultusunda açık biçimde belirlenmesi kritik bir öneme sahiptir. Yönetim kurulu, şirketin tüm iş ve işlemlerinden pay sahiplerine karşı hesap sorma sorumluluğunu taşımaktadır. Bunun yanı sıra yönetim kurulu, şirket faaliyetlerini en etkin şekilde yürütebileceğine kanaat getirdiği üst düzey yöneticiyi atama ve gerekli görüldüğünde performans değerlendirmesi sonuçlarına dayanarak bu kişinin görevine son verme yetkisine de sahip bulunmaktadır (Çemberci, 2013). Bu ilke, şirket faaliyetlerinin yasal düzenlemelere ve toplumsal değerlere uygunluğunu gözeterek doğru hedeflerin belirlenmesini ve bu hedeflere ulaşmak için oluşturulan değerlerin uygulamaya konulmasını amaçlamaktadır (Dinç ve Abdioğlu, 2009). Şirketler faaliyetlerini sürdürürken toplumun çeşitli beklentileriyle karşılaşabilmektedir. Bu noktada yalnızca yasal düzenlemelere uyum sağlamak her zaman yeterli olmamaktadır. Dolayısıyla sorumluluk ilkesi, şirketlerin toplumla olan karşılıklı iletişimini ve ilişkisini güçlendirmeyi, toplumsal menfaatleri gözetmeyi ve bu doğrultuda yönetimin üstlendiği faaliyetleri de kapsamaktadır (İskenderoğlu vd., 2014).

Hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri, aynı olgusal zemini farklı açıklardan ele alan, kavramsal düzeyde birbirine bağlı ve işlevsel açıdan birbirini tamamlayan iki temel kurumsal yönetim ilkesidir. Hesap verebilirlik ilkesi, yetki kullanan aktörlere eylem ve kararlarının dayanaklarını açıklama ve meşrulaştırma olanağı tanırken; sorumluluk ilkesi, yetki devreden taraftan hareketle, yetkilendirilen kişilerin üstlendikleri görevleri yasal çerçeve, düzenleyici mevzuat ve kurumsal normlara uygun biçimde ifa edip etmediklerini ve kendilerine tevdi edilen sorumlulukları gereği gibi yerine getirip getirmediğini değerlendirme ve sorgulama işlevi görmektedir (Doğan 2007a).

2.1.5 Kurumsal Yönetim Alanında Yapı Uluslararası Düzenlemeler

2.1.5.1 Cadbury Raporu

İngiltere’de kurumsal yönetim anlayışının geliştirilmesi amacıyla 1991 yılının Mayıs ayında önemli bir adım atılmış ve Sir Adrian Cadbury önderliğinde bir komite oluşturulmuştur. Bu komite, Londra Menkul Kıymetler Borsası’nın öncülüğünde Finansal Raporlama Konseyi, Muhasebe Birliği’nin yanı sıra

akademisyenler, sektör ve finans yöneticilerinin de desteğiyle hayata geçirilmiştir. Komitenin kurulmasının temel amacını finansal raporlama kalitesi ve denetim güvenilirliğinde karşılaşılan sorunlar oluşturmaktaydı (Cadbury, 1992). Zira muhasebe standartlarının uygulanabilirliğinde yaşanan aksaklıklar, yönetim kontrol mekanizmalarının belirsizliği, piyasadaki yoğun rekabet ortamı ve denetçilerin yönetim baskılarına karşı koyamama durumu gibi yapısal problemler, finansal sisteme duyulan güveninin sarsılmasına neden olmaktaydı (Hemraj, 2003; Jones ve Pollitt, 2004). Adrian Cadbury'nin liderliğindeki bu komite; endüstri temsilcileri, finansal uzmanlar ve akademik çevrelerin katılımıyla kapsamlı bir araştırma yürütmüş ve 1992 yılında İngiliz işletmeciliği için standart oluşturacak “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu”nu ortaya koymuştur. Bu belge, kurumsal yönetim literatüründe “Cadbury Raporu” adıyla yerini almış ve alanın gelişimine öncülük etmiştir (Dahya vd., 2002).

Cadbury Raporu, şirket yönetiminde güç dağılımı ve kontrol mekanizmaları konusunda önemli öneriler sunmuştur. Rapor, icra kurulu başkanlığı ve yönetim kurulu başkanlığının tek kişide toplanmasının önemli bir güç yoğunlaşması yaratacağı endişesiyle bu iki pozisyonun ayrılması gerektiğini vurgulamıştır. Ayrıca etkili kurumsal yönetim için yönetim kurullarının yapısına ilişkin detaylı önerilerde bulunulmuştur. Buna göre kurullarda, karar alma süreçlerinde etkin rol oynayabilecek yeterli sayıda icra kurulunda görev almayan üye bulunması gerektiği belirtilmiş ve bu sayının en az üç olması tavsiye edilmiştir (Jones ve Pollitt, 2004). Şirketler için davranış ilkeleri niteliğindeki rapor, kurumsal yönetim yapısının güçlendirilmesi amacıyla yönetim kurulları bünyesinde özel alt komitelerin oluşturulmasını da öngörmüştür. Bu çerçevede eşit ücret, denetim ve atama gibi kritik konuların uzman komiteler tarafından ele alınması gerektiği vurgulanmıştır. Rapora göre şirketlerin yönetim sorumluluğu yönetim kuruluna aittir ve hissedarların yönetimdeki işlevi, yöneticiler ile denetçilerin uygun bir yönetim anlayışıyla seçilmesini temin etmektir. Yönetim kurulunun diğer sorumlulukları arasında şirketin stratejik hedeflerini saptamak, liderlerin bu hedefleri etkili biçimde hayata geçirmelerini desteklemek, iş süreçlerinin yönetimini üstlenmek ve hissedarlara yönetim faaliyetleri hakkında bilgiler sunmak da yer almaktadır. Raporda en uygun uygulama ölçütleri; şeffaflık, dürüstlük ve sorumluluk olarak belirtilmektedir (Sancar, 2013).

2.1.5.2. Greenbury Raporu

İngiltere’de şirket yöneticilerine ödenen ücretlerdeki artış, hissedarlar ve kamuoyu nezdinde ciddi endişelere neden olmuştur. İngiliz şirketlerinin üst düzey yöneticilerine yapılan ödemelerdeki hızlı artış, hem hissedarlar hem de toplumda önemli kaygılara yol açmıştır. Yönetici maaşlarının ortalama ücret düzeylerinin çok üzerinde seyretmesi ve bu artışların şirket performansı ile tutarlı bir ilişki sergilememesi, konuya müdahale edilmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır (Sancar, 2013). Bu gelişmelerin ardından İngiltere Endüstri Konfederasyonu tarafından Ocak 1995’te yönetici ücretlerinin belirlenmesine ilişkin koşulları düzenlemek amacıyla Sir Richard Greenbury başkanlığında bir komite oluşturulmuştur (Greenbury, 1995).

Komitenin temel amacı, yönetici performansını artırmak ve şirket yöneticilerinin aldıkları ücretler ile gösterdikleri performans arasındaki dengeyi sağlamaktır. Çalışmalar sonucunda “Yöneticilerin Ödemeleri” başlıklı bir rapor hazırlanmış ve söz konusu belgede üst yönetim ekibinin elde ettiği ücretler ile bu ücretlerin şirket performansına etkisi ayrıntılı biçimde incelenmiştir (Doğan, 2007b).

Rapora göre yönetim kurullarının ücretlendirilmesinde ortaya çıkabilecek olası çıkar çatışmalarının önlenmesi, hesap verebilirliğin güçlendirilmesiyle doğrudan ilişkilidir. Hesap verebilirliğin güçlendirilmesinin temeli, yönetim kurulu üyelerinin maaşlarının belirlenmesinde sorumluluğun uygun biçimde dağıtılmasına, hissedarlara doğru bilgi sunulmasına ve şeffaflığa dayanmaktadır. Bu doğrultuda yönetim kurulları, yönetici ücretlerinin belirlenmesi sorumluluğunu şirket hakkında yeterli bilgi birikimine sahip, hissedarların menfaatlerini gözetken ancak ücret kararlarında kişisel çıkarı bulunmayan bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan bir komiteye devretmelidir. Bu komite, her yıl hissedarlara şirketin yönetici ücretlendirmesine ilişkin yaklaşımını ortaya koyan ve yöneticilerin ücretlendirmesindeki tüm unsurların ayrıntılı biçimde belirtildiği kapsamlı bir rapor sunmalıdır. Söz konusu raporlar, yönetim kurulu üyelerinin emeklilik ve tazminat haklarını da içeren spesifik ücret paketlerini belirlemek üzere icra kurulunda görev almayan yöneticilerden oluşan ücret komiteleri tarafından hazırlanmalıdır. Komitenin sunduğu yıllık raporlar, şirketin temel raporlarının ayrılmaz bir parçası olarak kabul edilmeli ve bu raporlara eklenmelidir. Ücretlendirme komitesi raporları, şirketin yönetim kurulu üyelerinin

cretleri konusunda hissedarlara karşı hesap verebilirliğini sağlayan temel araç işlevi görmelidir. Bununla birlikte cretlendirme komiteleri, gerekli niteliklere sahip yöneticileri çekmek, elde tutmak ve motive etmek için uygun ücret paketleri sunmalı; ancak bu hedef doğrultusunda gereğinden fazla ödeme yapmaktan kaçınmalıdır. cret komiteleri, şirketlerini sektördeki diğer şirketlerle karşılaştırarak hangi konuma yerleştireceklerine karar vermeli, benzer ölçekteki şirketlerin ücret düzeylerini araştırmalı ve karşılaştırmalı performansı göz önünde bulundurmalıdır. Özellikle yıllık maaş artışlarını belirlerken şirketin diğer birimlerindeki ücret ve çalışma koşullarını da kapsayan daha geniş kapsamlı bir değerlendirme yaparak nihai karara varmalıdırlar (Greenbury, 1995).

2.1.5.3. Hampel Raporu

Özel sektör girişimi niteliğindeki Cadbury Komitesi, kurumsal yönetim alanındaki düşünsel gelişimde kritik bir kırılma noktası olmuştur. Cadbury'nin tavsiyeleri Birleşik Krallık'ta toplum tarafından kabul görmüş ve kurumsal yönetim kurallarının belirlenmesinde dikkate alınmıştır. Öte yandan rapor uluslararası alanda yankı bulmuş, birçok ülkede kurumsal yönetim standartlarının belirlenmesinde referans alınmıştır (Hampel Committee, 1998). Ancak komitenin önerilerinin temel odak noktası denetim ve hesap verebilirlik sorunlarına yönelikti. Fakat Cadbury Raporu'nun yayımlanmasının ardından bu tavsiyelerin aşırı kısıtlayıcı olduğu, yönetişimin hesap verebilirlik unsurlarına gereğinden fazla odaklandığı ve bu nedenle ticari ve ekonomik başarı için gerekli olan girişimci ruha zarar verme riski taşıdığı yönünde güçlü eleştirilerle karşılaşılmıştır (Short vd., 1999).

Yaşanan gelişmeler doğrultusunda, İngiltere'de 1998 yılında Sir Ronald Hampel başkanlığındaki Kurumsal Yönetim Komitesi tarafından Hampel Raporu hazırlanmıştır. Bu rapor, 1995 yılında yayınlanan Cadbury ve Greenbury raporlarının gözden geçirilmesi ve güncellenmesiyle oluşturulmuştur. "Committee on Corporate Governance" başlığıyla yayınlanan rapor, önceki raporların uygulamada karşılaştığı sorunlara çözüm getirmesi ve ilkeleri daha somut hale getirmesi açısından önemli bir rol oynamıştır (Clarke, 1998). Cadbury'ye yöneltilen eleştirilere yanıt mahiyetinde hazırlanan Hampel Raporu, halka açık şirketlerin hesap verebilirliğinin zaruri olduğunu kabul etmekle birlikte hesap verebilirlik vurgusunun kurumsal performansın temel bileşenlerinden biri olarak

kabul edilen ekonomik refahı göz ardı ettiğini savunmuş ve ekonomik refah ile hesap verebilirlik arasındaki dengenin yeniden kurulması gerektiğini belirtmiştir. Öte yandan Hampel Raporu'nun temel vurgusu etkin bir kurumsal yönetim anlayışının yönerge veya düzenlemelere değil, ilkelere dayandırılması zorunluluğudur (Short vd., 1999). Zira etkin kurumsal yönetim sadece belirli kurumsal yapıları belirleyerek bir dizi katı kurala uymak değildir. Kapsamlı ilkelere ihtiyaç duyulmaktadır. İlgili tüm taraflar bu ilkeleri esnek ve mantıklı bir şekilde uygulanabilirliğini sağlamaya odaklanmalıdır (Hampel Committee, 1998). Hampel Raporu tarafından belirlenen on yedi kurumsal yönetim ilkesi; yöneticiler, yönetici ücretleri, hissedarlar, hesap verebilirlik ve denetim olmak üzere dört ana kategoride sınıflandırılmıştır. Raporda yer alan ilkeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Hampel Committee, 1998):

- Her halka açık şirket, şirketi yönlendiren ve kontrol eden etkin bir yönetim kurulu tarafından yönetilmelidir edilmelidir.
- Şirketin en üst düzey iki yönetim pozisyonu olan yönetim kurulu başkanlığı ve icra kurulu başkanlığı görevlerinin aynı kişi tarafından yürütülmesi durumunda bu bilgi kamuoyu ile paylaşılmalıdır.
- Yönetim kurulu, icracı ve icracı olmayan üyelerden belirli bir denge gözetilerek oluşturulmalı ve bu üyelerin bir kısmı bağımsız icracı olmayan üye statüsünde bulunmalıdır. Bu yapılanma, herhangi bir kişi veya grubun yönetim kurulunun karar alma süreçlerinde baskın bir konum elde etmesini önleyecektir.
- Yönetim kurulu, görevlerini yerine getirebilmek için uygun, nitelikli ve kaliteli bilgiye zamanında erişebilmelidir.
- Üye seçiminde açık ve şeffaf bir süreç izlenmeli, adayların aday gösterme komitesi tarafından önerilmesi iyi uygulama örneği olarak benimsenmelidir.
- Yönetim kurulu üye seçimleri asgari üç yılda bir düzenlenmelidir,
- Yönetim kurulu üyelerinin ücretleri şirket menfaatleri doğrultusunda belirlenmeli, üyeleri motive etmelidir. Ücret bileşenleri bireysel ve kurumsal hedefler doğrultusunda yapılandırılmalıdır.
- Şirketler, yönetici ücretlendirme politikasının geliştirilmesi ve icra kurulunda görev alan yönetim kurulu üyelerinin bireysel ücret

paketlerinin belirlenmesi için resmi ve şeffaf bir prosedür oluşturmaktadır.

- Yıllık raporlarda şirketin ücret politikasına ve yönetim kurulu üyelerinin ücretlerine dair açıklamalara yer verilmelidir.
- Kurumsal hissedarlar oylarını bilinçli ve akılcı bir şekilde kullanmalıdır.
- Şirket menfaatleri gereği, kurumsal hissedarlar ile yönetim kurulu gerektiğinde etkili bir diyalog ortamı kurmaktan kaçınmamalıdır.
- Kurumsal yatırımcılar, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını, bilhassa yönetim kurulunun yapılanması ve üyelerle alakalı düzenlemeleri incelerken, kendilerine sunulan bütün önemli unsurları gerektiği şekilde dikkate almalıdır
- Şirketler, bireysel yatırımcılarla olan ilişkilerini güçlendirmek ve şirket yönetimine dâhil etmek için genel kurul toplantıları düzenlemelidir.
- Yönetim kurulu, şirketin mevcut durumu ve gelecek beklentilerine ilişkin dengeli ve anlaşılır bir değerlendirme sunmalıdır.
- Yönetim kurulu, hissedarların yatırımlarını ve şirket varlıklarını korumak amacıyla etkili bir iç kontrol sistemi geliştirmelidir.
- Şirket denetçileriyle ilişkiler, resmi ve şeffaf bir zeminde yürütülmelidir.
- Bağımsız denetçiler, yasal ve mesleki gerekliliklere uygun olarak hissedarlara bağımsız raporlar sunmalı ve yönetim kurulunun sorumluluklarını yerine getirmesi konusunda mesleki rehberlik ilkelerine uygun olarak kurula bağımsız güvence sağlamalıdır.

2.1.5.4 Sarbanes-Oxley Yasası

1985 yılında kurulan ve Amerika’da enerji sektöründe faaliyet gösteren Enron şirketi, muhasebe hileleri ve hisse senedi manipülasyonları nedeniyle Aralık 2001’de iflas etmiştir. Yıllık geliri 100 milyon doların üzerinde olan şirket, ABD’nin en büyük 500 şirketi arasında yedinci sırada yer almaktaydı. İflas sonrasında yapılan incelemelerde, üst yönetim ve bağımsız denetim firmasının ihmali olduğu tespit edilmiştir. ABD’de daha önce de şirket iflasları yaşanmış olmasına karşın Enron’un iflası çok daha büyük bir etki yaratmıştır. Bunun temel nedeni, Enron vakasının ekonomik ve siyasi sistemi de kapsayan geniş çaplı bir

yolsuzluk örneği teşkil etmesi ve bu ölçekte bir skandalın daha önce görülmemiş olmasıdır (Ertikin, 2017). SOX'un çıkarılmasından önce yatırımcılar, finansal usulsüzlükler nedeniyle ortaya çıkan kurumsal iflaslar sonucunda önemli kayıplar yaşamışlardır. Bu yasa, özellikle kurumsal açıklamaların doğruluğunu ve güvenilirliğini artırarak muhasebe hilelerini önlemeyi, şirket yöneticilerinin ve yönetim kurulu üyelerinin hesap verebilirliklerini güçlendirmeyi amaçlamaktadır. Dolayısıyla bu yasa, Enron ve WorldCom gibi büyük şirketlerin çöküşüne neden olan finansal skandallar karşısında kamuoyunda oluşan tepkinin bir sonucudur. Zira Enron ve WorldCom en çok bilinen örnekler olmakla birlikte, iflas eden tek şirketler değildir. Nitekim 1997-2004 yılları arasında 30 büyük şirkette yaşanan finansal skandallar neticesinde yatırımcılar yaklaşık 900 milyar dolar zarar uğramıştır (Jahmani ve Dowling, 2008).

SOX; Enron, Global Crossing, Qwest ve WorldCom gibi büyük şirket skandallarının ardından yatırımcı güvenini yeniden tesis etmek amacıyla 23 Ocak 2002 tarihinde ABD Temsilciler Meclisi üyesi Michael Oxley ve Senatör Paul Sarbanes önderliğinde oluşturulan komite tarafından hazırlanmıştır. Söz konusu skandallar, yatırım varlıklarında büyük kayıplara yol açmış ve sermaye piyasalarına olan güveni ciddi şekilde zedelemiştir. Bu kurumsal çöküşler, kurumsal yönetim mekanizmalarının piyasa aktörlerine güvenilir ve doğru finansal bilgi sunma konusundaki yetersizliklerini açıkça ortaya koymuştur. Her bir skandalda şirket yöneticilerinin bilinçli olarak finansal manipülasyon yaptıkları tespit edilmiş; ancak denetim komiteleri ve bağımsız denetçiler bu hile yöntemlerini ya fark edememiş ya da görmezden gelmiştir. Örneğin WorldCom vakasında şirket yönetimi yıllarca milyarlarca dolarlık gideri hileli biçimde aktifleştirmiş, bu durum ne denetim komitesi ne de dış denetçiler tarafından belirlenebilmiştir (Asare vd., 2007). Bu süreçte dikkat çeken en önemli husus, muhasebe mesleğine ve özellikle denetçilere yöneltilen eleştirilerdir. Zira yapılan incelemeler, denetçilerin denetledikleri şirketlerden aldıkları danışmanlık hizmeti gelirlerinin denetim faaliyetlerinden elde ettikleri geliri aştığını ortaya koymuştur. Bu durum, denetçilerin bağımsızlıklarını yitirip yitirmedikleri sorusunu gündeme getirmiştir (Cohen vd., 2010; Jahmani ve Dowling, 2008).

SOX'u destekleyenler kurumsal yönetim anlayışındaki gelişmelere vurgu yaparken, yasaya uyumun getireceği maliyet muhalif kesimin eleştirilerinin odak noktasını oluşturmaktaydı. Zira şirketler için ilgili gerekliliklere uyum sağlamanın

hem dolaylı hem de doğrudan maliyeti söz konusuydu (Hostak vd., 2013). Nitekim yasanın yürürlüğe girmesiyle birlikte halka açık şirketlerin yönetim anlayışları ve muhasebe uygulamalarında önemli değişiklikler yaşanmıştır. Pek çok şirket, SOX gerekliliklerine uyum sağlamak amacıyla özel departmanlar kurmuş veya bu amaçla yeni pozisyonlar oluşturmuştur. Bazı şirketler ise yasanın etkisiyle isim değişikliğine gitmiş ya da yapısal bölünmeler gerçekleştirmiştir. Şirketlerin teknoloji altyapıları da yasaya uyum sürecinden etkilenmiştir. 2006 yılında ABD’de SOX uyumluluk faaliyetlerinin bilişim teknolojisi bütçelerinin yaklaşık yüzde on beşine karşılık geldiği öngörülmektedir. Bu harcamaların büyük bölümünün yeni yazılım ve donanım satın alımından ziyade süreç yönetimi, danışmanlık hizmetleri, iş akış süreçlerinin yeniden tasarlanması, planlama ve dokümantasyon gibi faaliyetlere ayrıldığı ifade edilmektedir. Artan maliyetler neticesinde pek çok yabancı küçük ölçekli şirket halka arz için ABD yerine İngiltere’yi tercih etmiştir (Akküçük, 2009).

Öte yandan SOX, sermaye piyasalarının düzenlenmesi amacıyla yürürlüğe konulan düzenlemeler içinde en kapsamlı yasal düzenleme olarak değerlendirilmektedir. Bunun yanı sıra ABD’de, Amerikan sermaye piyasası kanunundan bu yana çıkarılan en geniş kapsamlı ekonomik düzenleme olarak nitelendirilmektedir (Cohen vd., 2010).

2.1.5.5 OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından 1999 yılında yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri, küresel ölçekte kurumsal yönetim standartlarının oluşturulmasında dönüm noktası niteliğinde bir gelişme olmuştur. Bu ilkeler, 1990’lı yılların sonunda yaşanan Asya finansal krizi ve ardından 2000’li yılların başında Enron, WorldCom gibi büyük şirketlerde ortaya çıkan kurumsal yönetim skandallarının ardından önem kazanmıştır (OECD, 2016).

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, kurumsal yönetim alanında küresel düzeyde kabul gören önde gelen uluslararası standartlardan biridir. Bu ilkeler, politika yapıcıların ve düzenleyici otoritelerin kurumsal yönetime ilişkin yasal, düzenleyici ve kurumsal çerçeveleri değerlendirmelerine ve geliştirmelerine katkı sağlamayı amaçlamaktadır. İlkelerin temel hedefi, piyasa güvenini ve dürüstlüğü pekiştirmek, ekonomik verimliliği artırmak ve finansal istikrarı desteklemektir (OECD, 2023).

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, başta halka açık şirketler olmak üzere, kurumsal yönetim sisteminin temelini oluşturan yasal düzenlemelerin, kurumsal yapılanmaların ve denetleyici mekanizmaların iyileştirilmesi sürecinde politika yapıcılara, düzenleyici ve denetleyici kuruluşlara ve sermaye piyasası aktörlerine kapsamlı rehber niteliğinde bilgiler sunmaktadır. Bu ilkeler aynı zamanda menkul kıymet borsalarına, kurumsal ve bireysel yatırımcılara, şirketlere ve iyi kurumsal yönetim uygulamalarının hayata geçirilmesinde ve geliştirilmesinde rol alan diğer tüm paydaşlara yönelik uygulanabilir, somut ve detaylı tavsiyeler ile pratik çözüm önerileri içermektedir (Jesover ve Kirkpatrick, 2005). Bu ilkeler, OECD üyesi olan ve olmayan hükümetlerin, kendi ülkelerindeki kurumsal yönetim sistemlerine ilişkin yasal altyapıyı, kurumsal yapılanmayı ve düzenleyici çerçeveyi değerlendirmeleri ve geliştirmeleri sürecinde destek olmayı hedeflemektedir. Temel odak noktası halka açık şirketler olmakla birlikte, ilkeler uygulanabilir oldukları ölçüde özel şirketler ve kamu iktisadi teşebbüsleri dâhil olmak üzere halka açık olmayan kuruluşlarda da kurumsal yönetim kalitesinin artırılması için değerli bir rehber işlevi görmektedir (Slahudin, 2008).

1999'da yayınlanan ilkeler, 2004 ve 2015 yıllarında kapsamlı bir güncelleme sürecinden geçirilmiştir. Bu revize edilmiş metin, önceki versiyonlarda bulunan temel prensiplerin ve yönlendirici tavsiyelerin büyük bir kısmı, etkin ve işlevsel bir kurumsal yönetim altyapısının olmazsa olmaz bileşenleri olarak korunmuş ve pekiştirilmiştir. Revizyon sürecinde, güncel kurumsal yönetim literatüründe ve uygulamalarında ortaya çıkan yeni paradigmlar ve yaklaşımlar ilkelere entegre edilmiş, halihazırda mevcut olan bazı kavramlar daha belirgin bir şekilde vurgulanmış veya kavramsal netlik ve uygulanabilirlik açısından detaylandırılmıştır. Her ne kadar söz konusu ilkelerin bazıları, organizasyonel yapıları ve operasyonel karmaşıklıkları itibarıyla büyük ölçekli kurumsal yapılar için daha uygun ve uygulanabilir nitelikte olsa da, politik bakış açısı ve düzenleme otoriteleri açısından, küçük ve orta ölçekli işletmeler ile halka kapalı şirket statüsündeki kuruluşlar da dâhil olmak üzere, tüm ekonomik aktörlerde kurumsal yönetim kalitesinin artırılması ve bu konudaki farkındalığın güçlendirilmesi yönündeki çabaların sürdürülmesi stratejik bir öncelik olarak değerlendirilmektedir. OECD tarafından yayınlanan ilkeler aşağıda açıklandığı gibi altı ana başlıkta yer almaktadır (OECD, 2016):

- Etkin kurumsal yönetim çerçevesinin temeliniin sağlanması

Bu bölüm, kurumsal yönetimin piyasa şeffaflığını, adaleti ve kaynak verimliliğini nasıl desteklediğini vurgulamaktadır. Düzenleyici kurumlar arasındaki yetki dağılımının kalitesi ve tutarlılığı ile düzenlemelerin kurumsal yönetimi etkileyen boyutları ele alınmakta, özellikle denetim ve yaptırım kalitesine odaklanılmaktadır. Ayrıca borsaların iyi kurumsal yönetimi destekleme rolüne ilişkin yeni bir ilke ortaya konulmakta ve şirket büyüklüğü ya da ülkeye özgü koşullar gibi faktörlere göre esneklik sağlamak amacıyla düzenlemelerin esnek hukuk araçlarıyla desteklenebileceği ifade edilmektedir.

- Pay sahiplerinin hakları ve adil muamele görmeleri ile temel ortaklık işlevleri

İlgili bölüm, ortakların temel haklarını belirlemektedir. Bu haklar, bilgiye erişim hakkı ile genel kurul aracılığıyla şirketin kritik kararlarına katılım hakkını kapsamaktadır. Bunun yanı sıra farklı oy hakları gibi şirket kontrol yapılarına ilişkin kamuyu bilgilendirme yükümlülükleri de bu bölümde ele alınmaktadır. Bölüme yeni eklenen unsurlar arasında genel kurul süreçlerinde bilişim teknolojilerinin kullanımı, ilişkili kişi ve kuruluşlarla gerçekleştirilen işlemlerin onay prosedürleri ve pay sahiplerinin üst yönetim ücretlendirme politikalarına ilişkin kararlara katılım hakları yer almaktadır.

- Kurumsal yatırımcılar, pay senedi piyasaları ve diğer aracilar

Bu ilke, kurumsal yönetimde önemli bir aktör olan kurumsal yatırımcıların vekâlet ilişkisi çerçevesindeki rollerine özel bir vurgu yapmaktadır. Bu bağlamda, yatırım sürecinin her aşamasında sağlıklı ve uygun teşvik mekanizmalarının bulunması gerekliliği detaylı olarak ele alınmaktadır. İlkede ayrıca sermaye piyasalarında önemli rolleri olan çeşitli aracı kuruluşların şeffaflık ve tarafsızlık konularına da odaklanılmaktadır. Bu kapsamda, oy kullanma danışmanlığı hizmeti sunan şirketler, finansal analistler, menkul kıymet aracı kurumları, kredi derecelendirme kuruluşları ve yatırımcılara analiz ve tavsiye sunan diğer profesyonel hizmet sağlayıcıların karşılaşabileceği çıkar çatışmaları ele alınmaktadır. Son olarak bu bölüm şirketlerin uluslararası sermaye piyasalarına erişimi ve piyasa etkinliği konularında da yeni düzenlemeler getirmektedir. Özellikle şirketlerin birden fazla ülkede halka arz edilmesi ve hisse senedi piyasalarında adil rekabet koşulları altında etkin fiyat oluşum mekanizmalarının işleyişinin sağlanması konularında ilkeler ortaya konulmaktadır.

- Menfaat sahiplerinin rolü

Bu ilke, şirketler ile paydaşlar arasında etkin işbirliğinin geliştirilmesini teşvik etmekte ve yasal düzenlemeler ile karşılıklı mutabakatlar yoluyla oluşturulan paydaş haklarının tanınmasının önemine vurgu yapmaktadır. Bu yaklaşım, geleneksel pay sahibi odaklı kurumsal yönetim anlayışının ötesine geçerek şirketlerin başarısında paydaşların önemine vurgu yapmaktadır. Çalışanlar, alacaklılar, tedarikçiler, müşteriler ve toplumun diğer kesimlerinin meşru çıkarlarının korunması şirketlerin uzun vadeli sürdürülebilirliği açısından önem taşımaktadır. Bölüm ayrıca paydaşların bilgiye erişim haklarını da güvence altına almaktadır. Bu kapsamda, paydaşların şirketle ilgili önemli bilgilere zamanında ve düzenli bir şekilde ulaşabilmeleri için gerekli mekanizmaların oluşturulması öngörülmektedir. Şeffaflık ve bilgi paylaşımı paydaşların bilinçli kararlar alabilmeleri ve şirket yönetimine katılım sağlayabilmeleri için temel bir gerekliliktir.

- Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık

Bu ilke, şirketlerin kamuya açıklaması gereken temel bilgi alanlarını kapsamlı bir şekilde tanımlamaktadır. Bu alanlar arasında finansal performans, faaliyet sonuçları, şirketin stratejik hedefleri, gelecek planları, önemli pay sahipliği yapısı, yönetim kurulu üyeleri ilişkili taraf işlemlerine ait açıklamalar yer almaktadır. Bu temel açıklama gerekliliklerinin yanı sıra bölüm finansal olmayan bilgilerin açıklanmasına ilişkin gelişen eğilimlere de yer vermektedir.

- Yönetim kurulunun sorumlulukları

Bu bölüm, yönetim kurullarının temel görev ve sorumluluklarına ilişkin kapsamlı yönergeler içermektedir. Bunlar arasında kurumsal stratejinin değerlendirilmesi, üst düzey yöneticilerin atanması, ücret politikalarının belirlenmesi, önemli şirket birleşme ve bölünmelerinin denetlenmesi, kurumsal muhasebe ve finansal raporlama sistemlerinin güvenilirliğinin ve bütünlüğünün güvence altına alınması gibi kritik konular yer almaktadır. Bu bölümde ayrıca yönetim kurullarının risk planlama süreçlerindeki rolü, vergi stratejilerinin yönetimi ve iç denetim mekanizmalarındaki sorumlulukları bulunmaktadır. Bununla birlikte, yönetim kurulu üyelerinin sürekli eğitimi ve performans değerlendirmelerine yönelik ilkeler benimsenmiş, ayrıca ücretlendirme politikaları, denetim faaliyetleri ve risk yönetimi konularında uzmanlaşmış yönetim kurulu alt komitelerinin oluşturulmasına dair tavsiye kararları da metne dâhil edilmiştir.

İlkeler, 2021-2023 yılları arasında kurumsal yönetim ve sermaye piyasalarında yaşanan güncel gelişmeler nedeniyle detaylı bir revizyon sürecinden geçmiştir. Revize edilmiş ilkeler, 2023 yılının haziran ayında OECD Konseyi'nin bakanlar seviyesindeki toplantısında onaylanmış ve aynı yılın Eylül ayında kabul edilmiştir. Revizyon iki temel hedefe odaklanmaktadır: Şirketlerin sermaye piyasalarına erişimini kolaylaştırmak ve kurumsal sürdürülebilirlik ile dayanıklılığı destekleyen yönetim politikalarını güçlendirmek. Bu kapsamda ilkelere “sürdürülebilirlik ve dayanıklılık” başlıklı yeni bir bölüm eklenerek şirketlerin iklim ve sürdürülebilirlik risklerini yönetme zorlukları ele alınmıştır. Bu bölüm, eski versiyondaki menfaat sahiplerinin rolü başlıklı ilkeyi de kapsamaktadır. Öte yandan ilkelerin mevcut bölümlerine dâhil edilen birçok yeni öneri geliştirilmiş, genel yapı ise aynen muhafaza edilmiştir. İlkelerin güncelliğini ve uygunluğunu sürekli kılmak için, gözden geçirme süreci, sermaye piyasaları ile kurumsal yönetim politika ve uygulamalarındaki son değişiklikleri inceleyen kapsamlı ampirik ve analitik çalışmalarla desteklenmiş ve bilgilendirilmiştir. Hazırlanan raporlar, hem Konsey'in gözden geçirme sürecinde öncelikli alanları belirlemesine hem de revizyonların kendisine rehberlik etmiştir (OECD, 2023). Revize edilen ilkeler:

- Etkin kurumsal yönetim çerçevesinin temeliniin sağlanması,
- Pay sahiplerinin hakları ve adil muamele görmeleri ile temel ortaklık işlevleri,
- Kurumsal yatırımcılar, pay senedi piyasaları ve diğer aracılar,
- Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık,
- Yönetim kurulunun sorumlulukları,
- Sürdürülebilirlik ve dayanıklılık olmak üzere altı ana başlıkta yer almaktadır (OECD, 2023).

OECD, G20 ve ilişkili paydaşlar, revize edilen ilkelerin dünya genelinde etkili biçimde hayata geçirilmesini desteklemek ve takip etmek için sürekli bir çaba içerisinde. Bu çerçevede, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına yönelik metodolojiler meydana gelen gelişmeler doğrultusunda sürekli olarak güncellenmekte ve birçok ülkede ilkelerin uygulanabilirliğini değerlendiren OECD Kurumsal Yönetim Bilgi Kitabı'nın periyodik olarak yayımlanması öngörülmektedir (OECD, 2023).

2.1.6 Türkiye’de Kurumsal Yönetim Alanında Yapılan Düzenlemeler

2.1.6.1 Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Tarafından Yapılan Düzenlemeler

2.1.6.1.1 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

Türkiye’deki sermaye piyasasında denetleyici ve düzenleyici kurum olan SPK, yatırımcıların hak ve çıkarlarını korumak ile piyasanın güvenilir, şeffaf ve etkin biçimde işlemlerini sağlamayı amaçlamaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye piyasalarının adil, güvenilir ve düzenli işlemlerinin ön koşulu olduğunu savunan SPK, Türkiye’de sermaye piyasasının adil, güvenilir ve etkili bir şekilde işlemlerini sağlamanın yanı sıra ekonomik refaha katkısının artırılması ve uluslararası finans piyasalarının bir parçası olarak konumlandırılması amacıyla kurumsal yönetim ilkelerini düzenlemiştir. Bu ilkeler, 1999 yılında yayımlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri başta olmak üzere birçok ülkenin kurumsal yönetim alanında gerçekleştirdiği düzenlemeler dikkate alınarak belirlenmiştir. Bununla birlikte ilkeler, tüm dünyada kabul görmüş genel esaslar doğrultusunda Türkiye’ye özgü koşullar çerçevesinde düzenlenmiştir (SPK, 2019; Toraman ve Abdioğlu, 2008). SPK, kurumsal yönetim ilkelerini ilk defa 2003 yılında yayınlamış ve ilkeler halka açık şirketler için tavsiye niteliği taşımıştır. Ancak 2004 yılında yapılan düzenlemeyle halka açık şirketler, kurumsal yönetim ilkelerine ne derece uydukları ve uymadıkları hususlara gerekçeleri faaliyet raporlarında açıklamakla yükümlü tutulmuşlardır. 2005 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinin revize edilmesiyle birlikte SPK, 2005 yılında düzenlemeye gitmiş, ilkelere bir takım değişiklikler yaparak yayınlamıştır (Pamukçu, 2011). Sonraki dönemlerde yayımlanan tebliğler ile ilkeler güncellenmiştir (SPK, 2019). SPK kurumsal yönetim ilkelerinin hedefleri aşağıdaki gibi sıralanmaktadır (Göçen, 2010):

- Hissedar haklarının güçlendirilmesi.
- Şeffaflığın artırılması.
- Muhasebe eksikliklerinin giderilmesi.
- Yaptırımların ve yaptırımlara yönelik uygulamaların geliştirilmesi.
- Yönetim kurulunun bağımsızlığının ve sorumluluğunun güçlendirilmesi.
- Rekabetin teşvik edilerek haksız kazancın önüne geçilmesi.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri tablo 2.1’de de görüldüğü üzere pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölüm ve her bölüme ait ilgili alt bölümlerden meydana gelmektedir.

Tablo 2.1. SPK kurumsal yönetim ilkeleri ve kriterleri

Pay Sahipleri - Pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması - Bilgi alma ve inceleme hakkı - Genel kurula katılım hakkı - Oy hakkı - Azınlık hakları - Kar payı hakkı - Payların devri
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık - Kamuyu aydınlatma esasları ve araçları - İnternet sitesi - Faaliyet raporu
Menfaat Sahipleri - Menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası - Menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi - Şirketin insan kaynakları politikası
Yönetim Kurulu - Yönetim kurulunun işlevi - Yönetim kurulunun faaliyet esasları - Yönetim kurulunun yapısı - Yönetim kurulu toplantılarının şekli - Yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komiteler - Yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilere sağlanan mali haklar

Kaynak: SPK (2014). Kurumsal yönetim tebliği (II-17.1). Resmi Gazete (Sayı:28871).

97 maddeden oluşan SPK kurumsal yönetim ilkelerinden 24’üne uyum zorunluyken diğer ilkeler için uy ya da açıkla yaklaşımı benimsenmiştir (SPK, 2019). Uy ya da açıkla yaklaşımı, şirketlerin zorunlu olmayan ilkelere uymasını gerektirmemektedir. Ancak uyulmaması halinde bu duruma dair bir açıklama yapılmasını zorunlu kılan bir yaklaşımdır (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 2020).

Kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda şirketler faaliyet raporlarında, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığını uygulamıyorsa bu duruma dair ilgili açıklamayı yapmak durumundadırlar. Bu doğrultuda SPK’nın 10.01.2019 kararı ile kabul edilen yeni kurumsal yönetim raporlama çerçevesi gereğince şirketler kurumsal yönetim ilkelerine uyum durumlarını KAP’ta açıklayacakları uyum raporu formatı ile bildireceklerdir (SPK, 2019).

Şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporu formatı aracılığıyla bildirecekleri kurumsal yönetim uyum raporları, ilkelerin şirketler tarafından ne derece benimsendiği, uygulandığı açısından oldukça önemlidir. Ancak sadece uyum durumu raporlamasına odaklanan uyum raporu formatı şirketlerin ilgili yıla ait fiili kurumsal yönetim uygulamaları hakkında sınırlı bilgi sunmaktadır. Uyum raporlamasının sınırlı bilgilerini tamamlamak amacıyla oluşturulan kurumsal yönetim bilgi formu aracılığıyla bilgi kullanıcıları ve SPK için kurumsal yönetim uygulamaları hakkında veriye dayalı bilgiler sunulması amaçlanmaktadır. Kurumsal yönetim bilgi formu ile şirketler, uyulması zorunlu ve zorunlu olmayan ilkelere dair uygulamalarını raporlayacaklardır (SPK, 2019).

2.1.6.1.2 Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi

Büyük şirketlerde meydana gelen raporlama ve yönetim tabanlı skandallar tüm dünyanın dikkati şirketlerin yönetim yapılarına yönlendirmiştir. Enron, Satyam, WorldCom, Tyco gibi büyük şirketlerde yaşanan çöküşler yatırımcılar, kredi kuruluşları, çalışanlar başta olmak üzere tüm paydaşlar tarafından bir ders olarak kabul edilmiş ve uluslararası birçok kuruluş tarafından şirketlerin yönetim standartlarını iyileştirmeyi amaçlayan birçok ilke, kod, standart ve yasa yürürlüğe girmiştir. Dolandırıcılıkların, usulsüzlüklerin önlenmesi ve tespit edilmesi amacıyla yürürlüğe giren bu düzenleyici faaliyetler kurumsal ortamın ihtiyaçları ve talepleri doğrultusunda süreç içerisinde birçok değişikliğe uğramış ve güncellenmiştir (Goyal, 2014).

Yaşanan skandallar tüm dünyada sermaye piyasalarına olan güveni zedelerken kurumların mevcut yönetim yapılarının etkinliğinin de sorgulanmasına neden olmuştur. Tüm bu yaşananlar neticesinde kurumsal yönetim olgusu yatırımcılar, politika yapıcılar, şirket yönetim kurulları ve derecelendirme kuruluşlarının ilgisini çeken bir olgu olmuştur. Bu süreçte WorldCom, Enron, Tyco, Adelphia, Credit Suisse First Boston gibi dev şirketlerin üst düzey yöneticileri komplo kurmaktan, milyonlarca doları zimmetlerine geçirmekten, şirketlerin borçlarını gizlemeye yönelik planlar yapmaktan ve mevcut borçları olduğundan daha yüksek göstermek gibi hileli işlemler yapmaktan suçlu bulunmuşlardır. Yaşananlar neticesinde hissedarlar, çalışanlar, kredi kuruluşları gibi menfaat sahiplerinin yüksek miktarlarda zarara uğramaları kurumsal yönetimi

sınıflandırılabilir, değerlendirilebilir ve derecelendirilebilir bir uygulamalar bütünü olarak karşımıza çıkarmıştır (Donker ve Zahir, 2008).

Hissedarlar, potansiyel yatırımcılar ve diğer bilgi kullanıcıları, şirketlerin değer yaratma kapasitelerini finansal durum tablosu ve gelir tablosu gibi finansal raporlar aracılığıyla takip etmekte ve yatırım stratejilerini buna göre şekillendirmektedir. Ancak yaşanan skandallar, yalnızca kredi derecelendirme notlarının kamuoyunu aydınlatmada ve şirketin risk durumunu ile finansal yükümlülüklerini yerine getirebilme kapasitesini tüm boyutlarıyla yansıtmada yetersiz kaldığını ortaya koymuştur. Yatırımcılar, şirketlerin finansal durumlarının yanı sıra yönetim yapısı, iç denetim süreci ve paydaş ilişkileri gibi finansal olmayan konularda da bilgi edinebilecekleri kurumsal yönetim faaliyetlerini incelemek istemektedir. Şirketlerin kurumsal yönetim anlayışını benimseme ve bu ilkelere uyum sağlama düzeyi, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi aracılığıyla tespit edilmektedir (Toraman ve Abdioğlu, 2008).

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi OECD'nin 1990'lı yıllarda kurumsal yönetim ilkelerini belirlemesinden sonra uygulama alanı bulan bir derecelendirme faaliyetidir (İskenderoğlu vd., 2014). Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi şirketlerin SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeylerinin derecelendirme kuruluşlara aracılığıyla adil, tarafsız ve bağımsız bir şekilde değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmaktadır (Yenice ve Dölen, 2013). Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi şirketlerin kurumsal yönetim faaliyetlerini daha önceden belirlenen ölçütlere uyumu açısından ve kurumsal yönetim kalitelerini diğer şirketlerden ayıran bir görüş olarak ifade edilmektedir (Turkrating, n.d.a.). Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi niceliksel değil niteliksel bir derecelendirme yöntemidir (Onbulak, 2017). Kurumsal yönetim kavramının rakamlarla değil davranış biçimleriyle açıklanabilir olması, kurumsal yönetim uyum derecelendirme faaliyetlerini kredi derecelendirme faaliyetlerinden ayıran en önemli noktalardan biridir (Ataman ve Cavlak, 2016).

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının içeriği ve kapsamı hakkında şirket paydaşlarına önemli bilgiler sağlarken, şirketlerin veya kurumların kurumsal yönetim ilkelerine uyum noktasında gözlemlenen en iyi faaliyetler açısından birbirlerine kıyasla göreceli konumunu belirlemektedir. Şirketlerin kurumsal yönetim faaliyetlerine

uyumlarının artırılması nitelikselidir. Kredi analizi veya yatırım tavsiyesi değildir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi şirket yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerinin veya yetkililerinin aldıkları kararları sorgulama amacı içermemektedir (Turkrating, n.d.a.). Derecelendirme notları, şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin herhangi bir yatırım tavsiyesi olarak görülmemelidir. Benzer şekilde yatırımcılara derecelendirmesi yapılan şirketlerin uygun yatırım aracı olduğu anlamına gelecek herhangi bir mana taşımamaktadır (Saharating, n.d.a.). Ancak derecelendirme faaliyetleri neticesinde elde edilen sonuçları yatırımlarının şekillenmesinde bir ölçüt olarak kullanan yatırımcılar şirketlerin yönetim yapılarıyla ilgili bilgilere sahip olabilecek, kurumsal yönetim uygulamalarının hangilerinde eksiklikleri olduğunu görebilecek ve iyi yönetim anlayışına sahip şirketlere yatırım yaparak Enron, Global Crossing, ve WorldCom gibi büyük şirketlerde yaşanan skandallar neticesinde ortaya çıkan kayıplarla karşılaşma ihtimalini en aza indirecektir (Daines vd., 2010).

Türkiye’de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetlerinin düzen ve denetiminden sorumlu yetkili kuruluş SPK’dır. Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetlerinde SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkeleri baz alınmaktadır. Bu doğrultuda, kurumsal yönetim derecelendirmesi tüm ilkelere uyumu ifade eden genel uyum notu ile birlikte pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere 1 ile 10 arası not verilir (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], 2007). Toplam derecelendirme notunun belirlenmesinde SPK kurumsal yönetim ilkelerine paralel olarak her bir ana bölüm için aşağıdaki ağırlıklar kullanılır (Saharating, n.d.b.):

- Pay sahipleri (0,25),
- Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (0,25),
- Menfaat sahipleri (0,15),
- Yönetim kurulu (0,35).

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi şirketlerin hem yönetim hem de finansal yapılarının değerlendirilmesinde, kurumsal yönetim faaliyetlerinin kalitesinin tespitinde menfaat sahiplerine şirket hakkında karar vermelerini sağlayacak tarafsız, bağımsız, anlamlı bilgiler sunmaktadır. Bu doğrultuda kurumsal yönetim uyum derecelendirmesinin faydaları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Kılıç ve Benligiray, 2012):

- Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi şirketlerin yönetim yapılarındaki kurumsal yönetim eksikliklerini ve uygulama sonuçlarını tespit etmektedir.
- Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi sürecinde şirket ile yapılacak görüşmeler neticesinde yönetime dair elde edilecek bilgiler şirkette kurumsal yönetim uygulamalarının nasıl uygulanacağına dair bir rehber hazırlanmasında ve şirketin kurumsal yönetim performansının değerlendirilmesine katkı sağlamaktadır. Şirketlerin derecelendirme notunun düşük olması yabancı sermaye maliyetini artırmakta, potansiyel yatırımcıların şirketlere olan ilgisini azaltmaktadır. Bu durum beraberinde şirketlerin hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olmaktadır.
- Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi, şirket yönetiminde yer alan icracı ve icracı olmayan yöneticilerin özelliklerinin neler olduğunun değerlendirilerek tespit edilmesine katkı sağlarken, yönetimdeki çatışma ortamının ortadan kaldırılmasında ve yönetime dair sorunların çözümünde yöneticilere rehber olmaktadır.
- Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi, şirketlerin finansmana erişim imkânını kolaylaştırmakta ve alternatif finansman seçeneklerini artırmaktadır. Ayrıca derecelendirme, küçük ve orta ölçekli işletmelerin alternatif borçlanma imkânlarını artırarak borçlanma maliyetlerini azaltırken, şirketin yönetim kalitesini artırmakta ve yöneticileri şirkete uzun vadede değer katacak stratejik planlamalar yapmaya teşvik etmektedir.
- Şirket hissedarlarının veya potansiyel yatırımcıların kendi kendilerine yapamayacakları veya belli bir uğraş gerektiren, zaman alan anlamlı analizler derecelendirme şirketleri tarafından yapılır. Bu anlamlı bilgilerin yatırımcılara sunulması yöneticileri daha verimli çalışmaları ve etkin olmalı konusunda teşvik ederken, yöneticilerin daha disiplinli olmaları ve mal veya hizmet kalitelerini artırmaları konusunda baskı altına almaktadır.
- Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi şirket hissedarlarının haklarının gözetilmesi, korunması ve şirket yönetimi hakkında hissedarlara fikir vermektedir.

- Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi neticesinde şirketin kurumsal yönetim yapısına ait bilgiler yatırımcılar, hissedarlar, şirket yöneticileri ve diğer ilgili paydaşlar tarafından şirketin hisse senedi fiyatlarının geleceğe yönelik tahmininde yararlanılan bilgiler arasında yer almaktadır. Yetersiz kurumsal yönetim, tek başına şirketlerin hisse senedi fiyatlarında zorunlu bir düşüş olacağı anlamına gelmemekle birlikte, şirketin geneline yayılan risk artışı olarak algılanmaktadır.
- Şirketlerin kurumsal yönetim yapılarına, uygulamalarına dair derecelendirme işlemleri, şirketlerin sermaye temini ve yatırım kararları almalarında her geçen gün daha önemli bir ölçüt olarak kabul edilmektedir. Bununla birlikte derecelendirme işlemleri şirketlerin karlılıklarının kurumsal yönetim ölçütleri çerçevesinde değerlendirilmesini sağlayarak farklı bir bakış açısı sunarken, kurumsal yatırımcılara analizlerinde önemli katkılar sağlamaktadır.
- Kurumsal yönetim uyum derecelendirme notlarının, yatırım kararı alırken yararlanılan önemli kriterlerden biri olarak kabul edilmesinin en önemli nedeni yatırımcıların kurumsal yönetimi benimseyen, uygulayan şirketlerde risklerin azalacağı ve hisse senedi fiyatlarının yükseleceğine olan inançlarıdır. Zira derecelendirme işlemleriyle şirketlerin düzenli olarak değerlendirilmesi yatırımcıların üstlendiği riskleri de düzenli olarak takip etmesi anlamına gelmektedir.
- Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi, yatırımcıların yatırım kararı alma süreçlerinde üstlendikleri riskin analizini kolaylaştırmakta ve yatırımcının kabul ettiği risk seviyesine göre yatırım yapacağı menkul kıymeti belirlemesine imkân verirken ikincil piyasaların gelişmesini sağlamaktadır.
- Derecelendirme faaliyetlerinin finansal piyasalara duyulan güveni artırması dış kaynak girişini artırmaktadır. İç piyasanın, yurt dışı piyasalarla olan uyumunu kolaylaştırmakta, finansal piyasaların gelişimine katkıda bulunmaktadır.
- Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi şirketlere fon temininde, kredi almalarında önemli kolaylıklar sağladığı gibi menkul kıymet ihraçlarında da önemli katkılar sunmaktadır. Dolayısıyla

derecelendirme neticesinde elde edilen kurumsal yönetim faaliyetlerine ilişkin bilgiler halka arzlarda da önemli bir rol üstlenmektedir,

- Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi şirket satın almaları ve birleşmeleri gibi konularda da ilgili tarafların öncelikle başvuracağı önemli bilgiler içermektedir. Benzer şekilde şirketin iç işleyişi hakkında menfaat sahiplerine bağımsız, tarafsız bilgiler sunarak alacakları kararların analizinde yardımcı olmaktadır.
- Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi SPK, BİST ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) gibi kurumların kontrolü altındaki piyasanın güven kazanmasını sağlayarak, bu kurumların gözetim ve denetim yükünü hafifletmektedir. Ek olarak, derecelendirme faaliyetlerinin piyasaya getirdiği şeffaflık oto kontrol sistemlerinin etkinliğini artırmaktadır.

2.1.6.1.3 BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY)

Kurumsal yönetim derecelendirme faaliyetleri neticesinde Türkiye’de kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesine katkıda bulunmak, SPK kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını teşvik etmek ve sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmak amacıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi, asgari kurumsal yönetim derecelendirme uyum notu 10 üzerinden 6 olan ve gözültü pazarında işlem görmeyen şirketlerin endekse alındığı bir endekstir. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi İMKB’de işlem gören SPK kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi notuna sahip olan şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Asgari kurumsal yönetim uyum derecelendirme notu 6 olan 5 şirketin bildirilmesiyle kısa adı (XKURY) olan İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi 31 Ağustos 2007 tarihi itibarıyla 480,82 başlangıç değeriyle hesaplanmaya başlanmıştır (Dağlı vd., 2010). Endekse tabi olma kuralları daha sonra değiştirilmiş ve 10 üzerinde 6 olan asgari kurumsal yönetim uyum derecelendirme notu artırılmış ve asgari 10 üzerinden 7 olarak belirlenmiştir (Uzkaralar, 2017).

İMKB ve İstanbul Altın Borsası’nın 2013 yılında tüzel kişiliklerine son verilerek Borsa İstanbul A.Ş, altında birleştirilmesiyle İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi olarak değiştirilmiştir Yine aynı yıl,

endeks seçim kriteri olarak kabul gören asgari 10 üzerinden 7 olan derecelendirme notuna ek olarak kurumsal yönetim ilkelerinin her bir ana başlığı itibariyle 10 üzerinden 6,5 almak zorunluluğu getirilmiştir (Uzkaralar 2017). İlerleyen süreçte yapılan değişikliklerle şirketlerin Kurumsal Yönetim Endesi'nde yer alabilmeleri için gereken asgari kurumsal yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden 8, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden 7 olarak belirlenmiştir (Borsa İstanbul [BİST], 2025).

Kurumsal yönetim endeksi, endekste yer alan şirketlerin değerine, saygınlığına önemli katkılar sağlarken, yabancı yatırımcılar tarafından da şirketlerin yatırım aracı olarak tercih sebebi olmasını sağlamaktadır. Nitekim bu durum şirketlerin borçlanma maliyetlerini azaltmaktadır (Saldanlı, 2012). Endeks kapsamında yer alan şirketlerin derecelendirme notlarına şirketlerin Kamu Aydınlatma Platformu (KAP) bildirimleri, internet sayfaları, derecelendirme şirketlerinin internet sayfaları veya TKYD'nin internet sitesi aracılığıyla ulaşılabilmektedir (Uzkaralar, 2017).

2.1.6.2 Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği (TÜSİAD) Tarafından Yapılan Düzenlemeler

Türkiye'de refah seviyesinin yükselmesi, kurumların yönetim kalitesiyle yakından ilişkilidir. Ülkeler arasındaki sınırların önemini yitirdiği günümüz iş dünyasında devletlerin performansını kurumların başarısı, rekabet gücü ve yönetim kalitesi belirlemektedir. Hedefleri doğrultusunda ilerleyen şirketlerin artık tüm paydaşların çıkarlarını gözetmeleri ve gelecek nesilleri de dikkate almaları gerekmektedir. Bu doğrultuda kurumsal yönetim uygulamaları, bu anlayışın benimsenmesi ve hayata geçirilmesi için gerekli altyapıyı oluşturmaktadır (TÜSİAD, 2002).

Dünyada yaşanan şirket iflasları ve ekonomik krizler kurumsal yönetime geçişte en önemli faktörler olarak kabul görmektedir. Türkiye'de de özellikle 2000 ve 2001 yıllarında yaşanan krizler ve sonrasında ortaya çıkan banka iflasları şirketlerin yönetim kalitelerinin sorgulanmasına neden olmuştur. Bankaların şirketlere verdikleri kredileri alamamaları sonucu batık krediler meydana gelmiş ve bu durum nakit sıkıntısı yaşayan bankaların iflas etmesine neden olmuştur. İflas eden bankaların borçlarının ödenmesi için yapılan stand by anlaşmaları Türkiye'ye önemli maliyetler yüklemiştir. Netice itibariyle kötü yönetilen bir

sektörün Türkiye'ye milyarlarca dolar maliyeti olmuştur. Yönetici suiistimallerinden kaynaklanan bu skandallar sermaye piyasalarında birtakım düzenlemelerin gerekliliğini ortaya çıkarmıştır (Cengiz, 2013). 2001 krizinden sonra piyasaların yapılanma sürecinde kurumsal yönetimin önemi ve gerekliliğinin farkına varılmış ve 2002 yılında TÜSİAD Kurumsal yönetim Çalışma Grubu tarafından Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi başlıklı rapor hazırlanmıştır (Zengin ve Altıok Yılmaz, 2017).

Raporun hazırlanma sürecinde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde kurumsal yönetime dair yapılan çalışmalar, yayımlanan kodlar şirket uygulamaları incelenmiş, Türk Ticaret Kanunu (TTK)'nın mevcut hükümleri de gözden geçirilmiştir. Hazırlanan çalışma, kurumsal anayasa anlayışıyla kurumsal yönetim ilkeleri temelinde şirketlerde kurumsal yönetimin oluşması, yerleşmesi ve en iyi şekilde uygulanmasına yönelik en büyük sorumluluğa sahip olan yönetim kurulunun yapısına yönelik birtakım konular üzerine odaklanmaktadır. Yönetim kurullarının yapısına ve işleyişine dair ilkeler şirketlerin için gönüllü uygulamalar açısından kılavuz niteliği taşımaktadır. Şirketlerin yapısı, iş süreçleri faaliyet gösterdikleri sektör gibi birçok faktörün birbirinden farklılık göstermesi nedeniyle ana ilkelere bağlı kalınarak kodda yer alan ilkeler şirketlerin ihtiyaçları doğrultusunda farklılık gösterebilmektedir (TÜSİAD, 2002).

2.1.6.3 Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK) Tarafından Yapılan Düzenlemeler

Ulusal ve uluslararası alanda meydana gelen krizler ve şirket skandallarının bankacılık sektörüne etkisi, teknolojiye meydana gelen gelişmeler, sektörün küreselleşmesi ve uluslararası alanda sermaye hareketlerinin hız kazanması bankaların ülke ekonomilerindeki rolünü artırmış ve beraberinde bankaların denetimi konusu önemli bir hal almıştır. Bankalar sanayinin gelişmesinde, sermayenin el değiştirmesinde ve fon sağladıkları şirketlerin kurumsal yönetim faaliyetlerini uygulamalarında önemli bir rol üstlenmişlerdir. Zira etkin bir fon dağıtımı şirketlerin sermaye maliyetlerini düşürerek verimliliklerini artıracaktır. Bu durum bankaların şirket ve ülke menfaatleri için ne derece önemli olduğunu göstermektedir (Nemli Çalışkan ve Turan İçke, 2010).

Bankalar faaliyetlerini kendi ortaklarının şirkete koydukları sermayeden ziyade, yatırımcıların mevduatları ve yabancı kaynaklarla devam ettirdikleri için diğer sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerden farklılık göstermektedirler. Bu durum bankaların paydaş gruplarını, paydaş grupların beklentilerini ve bu grupların aralarındaki çıkar çatışmalarını da etkilemektedir. Özellikle finans sektöründe bankalara kaynak sağlayan kişiler hissedarlara göre daha az bilgiye sahiptirler. Zira mevduat sahipleri ve bankalara önemli miktarda yabancı kaynak sağlayan diğer paydaşlar haklarının ve çıkarlarının korunması noktasında daha fazla beklentiye sahiptirler. Nitekim bu durum finans sektöründe şeffaf bir yönetim yapısıyla mümkündür. Şeffaflık ve güvenilir bir yönetim anlayışı kurumsal yönetim anlayışının bir parçası olarak finans sektöründe önemli bir yer tutmaktadır (Çağlar Bektaş ve Kırkbeşoğlu, 2020). Bununla birlikte gelişmekte olan ülke ekonomilerinde bankacılık ve finans sektöründe kurumsal yönetim anlayışının önemini artıran birtakım nedenler yer almaktadır. Bunlar aşağıdaki gibi özetlenebilir (Arun ve Turner, 2004):

- Bankaların geliştirmekte olan ülkelerde finansal sistemin ve ekonomik büyümenin temelini oluşturmaları.
- Gelişmekte olan ülke ekonomilerinde finansal piyasaların gelişmişlik düzeylerinin düşük olmasının, şirketler açısından bankaları önemli bir finansman kaynağı olarak kabul edilebilir bir konuma getirmesi.
- Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren bankaların genel kabul görmüş bir ödeme aracı olarak kabul görmekle birlikte, ekonomideki tasarrufların temelinde yer almaları.
- Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda son dönemlerde bankacılık sektöründe meydana gelen özelleştirme ve bir takım yasal düzenlemelerin bankaların üst yönetimlerini şirket yönetimi konusunda daha rahat karar alabilecekleri bir duruma getirmesi.

Türkiye’de bankacılık alanında kurumsal yönetim anlayışı 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nda, 01.11.2006 tarihinde BDDK tarafından Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 09.06.2011 tarihinde değişikliğe uğrayan “Bankaların Kurumsal Yönetimine İlişkin Yönetmelik” başlıklı yönetmelikle yer bulmuştur. Söz konusu yönetmelikte kurumsal yönetim, banka üst yönetiminin, bankayı belirlenen hedefler ve yasal çerçeve (kanunlar, bunlara dayalı düzenlemeler, ilgili mevzuat, ana sözleşme, iç düzenlemeler ve bankacılık etik

kuralları) doğrultusunda yönetmesi; bu yönetimin tüm pay sahiplerinin, menfaat sahiplerinin ve tasarruf sahiplerinin haklarını gözetecek şekilde gerçekleştirilmesi; ayrıca bu amaca hizmet eden yapıların, uygulama süreçlerinin ve kurumsal yönetim ilkelerinin düzenlenmesi şeklinde tanımlanmıştır. Bankaların kurumsal yönetim faaliyetlerine ve ilkelerine yönelik düzenlemeleri içeren yönetmelikte kurumsal yönetim ilkeleri yedi ana başlıkta toplanmıştır. Bu ilkeler (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu [BDDK], 2006):

- Bankaların bünyesinde kurumsal değerler belirlenmeli, stratejik hedefler oluşturulmalıdır.
- Bankalarda yetki ve sorumluluklar açık bir şekilde belirlenmeli ve uygulamaya alınmalıdır.
- Yönetim kurulu üyeleri, görevlerini etkin bir şekilde getirmelerini sağlayacak olan niteliklere sahip olmalı, kurumsal yönetim alanında aldıkları sorumlulukların farkında olmalı ve banka faaliyetleri hakkında bağımsız, objektif değerlendirmeler yapabilmelidir.
- Üst düzey yönetim görevlerini etkin bir şekilde getirmelerine katkı sağlayacak niteliklere sahip olmakla birlikte, kurumsal yönetimde üstlendikleri rolün farkında olmalıdırlar.
- Banka müfettişleri ile bağımsız denetim şirketi personellerinden yararlanılmalıdır.
- Bankaların ücret politikaları, etik değerler, stratejik hedefler, iç dengeler dâhilinde uyum gözetilerek belirlenmelidir.
- Kurumsal yönetim uygulamalarında şeffaflık gözetilmelidir.

2.1.6.4 Türk Ticaret Kanunu (TTK)’nda Yapılan Düzenlemeler

Şirketlere kaynak sağlayan paydaşların haklarının yasal düzenlemelerle korunması, piyasadaki belirsizliği azaltarak tedarikçilerin daha düşük risk primi talep etmesine olanak tanımaktadır. Kurumsal yönetimin temel ilkeleri olan adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk; paydaşların haklarının korunmasını, yönetim süreçlerine katılımını ve şirket faaliyetleri hakkında bilgiye erişimini güvence altına almaktadır. Bu ilkelerin etkin uygulanması, şirketlerin algılanan riskini düşürerek sermaye maliyetini azaltıcı bir işlev görmektedir (Uzkaralar, 2017).

1957 yılında yürürlüğe giren 6762 sayılı TTK'nın, uluslararası finansal piyasalarda, ticari ve ekonomik alanlarda meydana gelen değişiklikler ve gelişmeler neticesinde güncelliğini yitirmesi dönemin şartlarına daha uygun bir ticaret kanununun hazırlanması ihtiyacını da beraberinde getirmiştir. Bu doğrultuda 6102 sayılı TTK, 14 Şubat 2011 tarihinde 27846 sayılı Resmi Gazetede yayınlanarak 1 Temmuz 2012 tarihinde yürürlüğe girmiştir (Çıtak ve Selvi, 2013; Gönen ve Yürekli, 2016). 6102 sayılı TTK'nin yürürlüğe girmesinden önce kurumsal yönetim ilkeleri yalnızca halka açık anonim şirketler için geçerliydi (Karasu, 2013). Kurumsal yönetim uygulamalarının yasal bir zorunluluk taşımaması ve ihlal durumunda herhangi bir müeyyide öngörülmemesi, bu anlayışın Türkiye'deki şirketler arasında benimsenmesini ve yaygınlaşmasını olumsuz etkilemiştir (Uzkaralar, 2017).

6102 sayılı TTK, kurumsal yönetim açısından değerlendirildiğinde, bu alandaki ilkelerin çerçevesini belirleyen ve somut düzenlemeler getiren temel bir yasal metin niteliği taşımaktadır. Yeni TTK ile kurumsal yönetim ilkelerinin kapsamı genişletilmiş; bu ilkeler yalnızca halka açık şirketlerle sınırlı kalmayarak anonim ve limited şirketleri de kapsayacak şekilde yaygınlaştırılmıştır (Gönen ve Yürekli, 2016). Kanun, risk yönetimi, finansal raporlama ve bağımsız denetim gibi kavramların yanı sıra adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkelerini anonim şirketlerin kurumsal yapısına ilişkin temel düzenlemeler olarak ilk kez hukuki zemine oturtmuştur. Bu düzenlemeler sayesinde kurumsal yönetim ilkeleri somutlaşarak uygulanabilir hale gelmiştir. Kurumsal yönetim kavramı TTK'de tek bir maddede (madde 1529) ele alınmış olsa da anonim şirketlere yönelik düzenlemelerin temelini oluşturmaktadır. Kanun koyucunun bu düzenlemeleri benimsemesinin başlıca nedenleri; uluslararası ticari gelişmelere uyum sağlamak, toplumsal gereksinimlere yanıt vermek, yatırımcı haklarını genişletmek ve bu hakları koruma altına almaktır. Bu doğrultuda kanun koyucu, yöneticiler ile pay sahipleri arasında bilgi asimetrisinden kaynaklanabilecek çıkar çatışmalarını önlemek amacıyla kamuyu aydınlatma, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerine odaklanmıştır. Böylece mevcut ve potansiyel yatırımcıların şirkete ilişkin bilgilere kolaylıkla erişebilmesi hedeflenmiştir. Bu yaklaşım, yatırımcıların bilgiye erişimini kolaylaştıracak ve şirketlere duyulan güveni pekiştirecektir (Uzkaralar, 2017).

Şirketlerde şeffaflığı sağlamak, sermaye sahiplerinin şirket kaynaklarını kişisel çıkarları doğrultusunda kullanmalarını önlemek ve etkin bir denetim mekanizması oluşturmak amacıyla bağımsız denetim kavramı düzenlenmiştir. Bu çerçevede şirketlerin denetimi, şirketle herhangi bir ilişkisi bulunmayan tarafsız ve yetkin uzmanlar tarafından gerçekleştirilecektir. Bağımsız denetimden geçmemiş finansal tablolar ise hukuken düzenlenmemiş sayılmaktadır. Bağımsız denetimin temel amacı, şirketlerin finansal tablolarının pay sahipleri, sermaye sahipleri veya yöneticilerin etkisinden bağımsız olarak dürüst, şeffaf ve objektif bir şekilde incelenmesini güvence altına almaktır (Uzkaralar, 2017).

6102 sayılı TTK, yönetim kurulunu hem yapısal hem de işlevsel açıdan ayrıntılı biçimde düzenleyerek profesyonel bir yönetim anlayışı getirmiştir. Kanun, yönetim kurulu üyeliği için pay sahipliği şartını kaldırmış ve böylece pay sahibi olmayan uzman kişilerin de yönetim kurullarında görev alabilmelerine olanak tanımıştır. Bu düzenleme, sermaye sahipliği ile şirket yönetimi arasındaki ayrımı vurgulamıştır. Ayrıca yeni TTK, tüzel kişilerin de yönetim kurulu üyesi olabilmelerini mümkün kılmış, ancak hem üyeleri hem de tüzel kişileri temsil edecek gerçek kişilerin tam ehliyeteye sahip olmalarını zorunlu tutmuştur (Karasu, 2013).

6102 sayılı TTK kapsamında şirketlerin yıllık faaliyet raporlarını ve kurumsal yönetim açıklamalarını kamuoyuyla paylaşmaları, yönetim kurulunun devredilemez görevleri arasında sayılmaktadır. Bu raporlar aracılığıyla şirketler, hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkeleri çerçevesinde faaliyetlerini değerlendirme ve denetleme imkânı bulmaktadır. Söz konusu değerlendirmelerin hukuki bağlayıcılık taşıması, kurumsal yönetim ilkelerinin somut ve yasal bir nitelik kazanmasına katkı sağlamaktadır. Kurumsal yönetim açısından 6102 sayılı TTK incelendiğinde, bu alandaki düzenlemelerde yetkili kurum olarak SPK belirlenmiştir. SPK düzenlemelerine tabi halka açık şirketlerin kurumsal yönetim raporu hazırlayarak genel kurulda sunmaları da yönetim kurulunun devredilemez görevleri kapsamında yer almaktadır (İskenderoğlu vd., 2014).

6102 sayılı TTK’de temel alınan düşünce kurumsal yönetim düşüncesidir. Zira halka açık şirketlerde SPK aracılığıyla uygulanan kurumsal yönetim uygulamaları sermaye şirketlerinin tamamını kapsayacak bir hal alarak kanunda yerini almıştır (Saklı, 2012). Saklı (2012), TTK’de yer alan kurumsal yönetim uygulamalarını şu şekilde özetlemektedir:

- Şeffaflık, adillik, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri kurumsal yönetimin temel unsurları olarak benimsenmiştir.
- Şeffaflık ilkesinin finansal tablolar, faaliyet raporları, bağımsız denetim süreçleri ve denetim raporlarında gözetilmesi gerektiği vurgulanmıştır.
- Farklı paydaş gruplarının çıkarları arasında denge kurularak adillik ilkesinin sağlanması hedeflenmiştir.
- Hesap verebilirlik ilkesi, yönetim kurulu raporları ile bilgi edinme ve inceleme hakları aracılığıyla ön plana çıkarılmıştır.
- Sorumluluk ilkesi ise hesap verebilirliğin doğal bir uzantısı olarak düzenlenmiştir.
- Azınlık hissedarların hakları genişletilirken imtiyazlı paylara sınırlamalar getirilmiştir.
- Yönetim kurullarında hem çoğunluk hem de azınlık hissedarların temsil edilme hakları güçlendirilmiştir.
- SPK, kurumsal yönetim ilkeleri ve uygulamaları konusunda tek yetkili otorite olarak belirlenmiştir.
- Yönetim kurullarına kurumsal yönetim raporu yayımlama zorunluluğu getirilmiş, şirket yapılarında profesyonellik ve uzmanlığa dayalı bir yönetim anlayışı benimsenmiştir.

2.1.6.5 Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD)

TKYD, Türkiye’de kurumsal yönetim anlayışının tanınması, bilinirliğinin artarak benimsenmesi ve kurumlar tarafından en iyi şekilde uygulanmasının sağlanmasını amaç edinen gönüllü bir sivil toplum kuruluşudur. 2003 yılında kurulan TKYD; özel sektör, kamu kurumları, medya, sivil toplum kuruluşları, akademik camia gibi toplumun farklı kesimleri arasında iletişim kurarak, adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde anlam bulan kurumsal yönetim anlayışının etkilediği tüm alanlarda toplumun tüm birimlerine yol gösterici olmayı misyon edinerek kurumsal yönetim uygulamalarının toplum tarafından benimsenmesini ve geliştirilmesini hedeflemektedir (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği [TKYD], n.d.a.).

TKYD, 2005 yılından bu yana Türkiye’de kurumsal yönetim anlayışının geliştirilmesi ve yaygınlaştırılması amacıyla çeşitli faaliyetler yürütmektedir.

Dernek, ulusal ve uluslararası kuruluşlarla iş birliği yaparak pek çok proje gerçekleştirmiştir. Bu projeler arasında futbol endüstrisi yönetimi, Mercedes-Benz geleceğin liderleri programı, ekonomi gazeteciliği ve kurumsal yönetim seminerleri yer almaktadır (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği [TKYD], n.d.b.).

Kurumsal yönetim anlayışının gelişmesine birçok farklı faaliyetle destek veren TKYD sonuncusunu 21 Kasım 2023 tarihinde TÜSİAD'ın destekleriyle XV. Uluslararası Kurumsal Yönetim Zirvesi'ni düzenlemiştir. Alanında uzman birçok katılımcının yer aldığı zirveler, kurumsal yönetim anlayışının Türkiye'deki ve dünyadaki yerinin kıyaslanması, eksikliklerin giderilmesi ve en iyi uygulanabilirliğin sağlanması açısından oldukça önemlidir (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği [TKYD], n.d.c.).

Dernek ayrıca kurumsal yönetimi ve kurumsal yönetim uygulamalarını teşvik etmek amacıyla ödül töreni düzenlemektedir. “Kurumsal Yönetim Ödül Törenleri” adı altında düzenlenen organizasyonlarda şirketlerin ilgili yıllara ait kurumsal yönetim derecelendirme notları dikkate alınmakta ve beş ana kategoride ödül verilmektedir (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği [TKYD], 2024). Bireysel ve tüzel olmak üzere iki farklı üyelik imkânı da sunan TKYD, 2024 yılının ilk çeyreğini 160 tüzel üye ile kapatmıştır. Sayıları 1000'i aşan, kurumsal yönetim konusunda öncülük eden üyelere birtakım ayrıcalıklar sunmaktadır. Bunlar (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği [TKYD], n.d.d.):

- Gündemdeki konuların tartışıldığı, üyelerin bilgi ve tecrübe paylaşımında bulunabileceği panellere katılım sağlamak.
- Üyelerin kişisel ve kurumsal gelişimlerine yönelik eğitim programları düzenlemek.
- İnternet sitesi ve süreli, süresiz yayınlar aracılığıyla bilgiye kolay ve sürekli ulaşımın sağlanması.
- Uluslararası konferans ve seminerlere katılım konusunda üyelere destek olmak.

2.1.6.6 Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), sermaye piyasası ve borsa mevzuatı gereği, kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı bir şekilde iletilerek kamuya duyurulduğu elektronik bir sistemdir. 7/24 esasına göre çalışan sistem tüm paydaşların doğru, güvenilir, anlaşılır ve tam bilgiye internet

aracılığıyla eş zamanlı bir şekilde düşük maliyetle erişebileceği bir şekilde tasarlanmıştır. KAP ayrıca geriye dönük bilgilere de erişim imkânı verdiğiinden önemli bir arşiv niteliği göstermektedir. KAP sistemine bildirim gönderme yetkisi; sermaye piyasası araçları BİST'te işlem gören şirketler, borsa yatırım fonları, yatırım kuruluşları, yatırım fonları, emeklilik yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım fonları, gayrimenkul yatırım fonları, yabancı yatırım fonları, proje finansman fonları, varlık ve konut finansman fonları ile portföy yönetim şirketlerine tanınmıştır. Bağımsız denetim kuruluşları ise denetim zorunluluğu bulunan dönemlere ait finansal raporları elektronik ortamda imzalayarak kamuya açıklanmak üzere ilgili şirkete iletmektedir (Kamuyu Aydınlatma Platformu [KAP], n.d.a.)

2.1.7 Kurumsal Yönetim Performansı ile Finansal Performans Arasındaki İlişki

Literatürde kurumsal yönetim alanında yer alan çalışmalar incelendiğinde şirketlerin kurumsal yönetim performanslarının finansal performansları üzerinde etkisini incelemeye yönelik yapılmış çalışmalara rastlamak mümkündür. Bu çalışmalarda kurumsal yönetim performansı; kurumsal yönetim uygulamaları, faaliyetleri, politikaları, mekanizmaları ve karakteristikleri gibi birtakım kavramlar altında incelenmektedir. Bununla birlikte kurumsal yönetim performansını temsilen şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları kullanıldığı gibi yönetim kurulu yapılarını temsilen yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulunda yer alan kadın üye sayısı, yönetim kurulunun toplantı sayısı/sıklığı, yönetim kuruluna bağlı komitelerin varlığı, CEO ikiliği (yönetim kurulu başkanı ve icra kurulu başkanının aynı kişi olması) vb. gibi değişkenlerin de kullanıldığı tespit edilmiştir (Fooladi, 2012; Kurt ve Elagöz 2022; Marinova vd., 2016; Vo ve Phan, 2013). Bu çalışmalardan Cengiz ve Karabayır (2022), şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırmanın veri setini, 2008-2018 yılları arasındaki on bir yıllık dönemde Borsa İstanbul'da kesintisiz işlem gören ve mali kuruluşlar sektöründe yer almayan yüz elli altı şirketin verileri oluşturmaktadır. Veriler Datastream, KAP ve TKYD veri tabanları aracılığıyla derlenmiştir. Çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarını temsil eden kurumsal yönetim derecelendirme notları bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Finansal performans ölçümü amacıyla aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı ve Tobin Q oranları bağımlı değişken olarak belirlenmiştir. Finansal kaldıraç, şirket yaşı, şirket büyüklüğü ve yönetim kurulunun bağımsızlığı kontrol değişkeni; sahiplik yapısı düzenleyici değişken; yönetim kurulu başkanı ile genel müdür ayrımı ve denetim kalitesi ise kukla değişken olarak modele dâhil edilmiştir. Dinamik panel veri analizi sonucunda elde edilen bulgular şu şekilde özetlenebilir:

- Şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları aktif kârlılık oranı üzerinde anlamlı ve pozitif etkiye sahiptir. Yönetim kurulunun bağımsızlığı, şirket yaşı, büyüklüğü ve denetim kalitesi de aktif kârlılık oranı üzerinde anlamlı ve pozitif etkiler gösterirken, finansal kaldıraç yapısı, sahiplik yapısı ve CEO ikiliği aktif kârlılık oranını negatif yönde etkilemektedir.
- Kurumsal yönetim uygulamalarının özkaynak kârlılık oranı üzerinde de anlamlı ve pozitif etkisi bulunmaktadır. Şirket büyüklüğü, şirket yaşı ve denetim kalitesi özkaynak kârlılık oranı üzerinde anlamlı ve pozitif etkiye sahipken; finansal kaldıraç, sahiplik yapısı ve CEO ikiliğinin özkaynak kârlılık oranı üzerinde anlamlı ve negatif etkiye sahiptir.
- Son olarak kurumsal yönetim uygulamaları Tobin Q oranı üzerinde de anlamlı ve pozitif bir etkiye sahiptir. Kurumsal yönetim derecelendirme notlarındaki artış Tobin Q oranını yükseltmektedir.
- Yönetim kurulunun bağımsızlık yapısı, şirket büyüklüğü, yaşı, finansal kaldıraç yapısı ve denetim kalitesindeki artış da Tobin Q oranı üzerinde pozitif yönde etkiye sahiptir. Ancak sahiplik yapısı ve CEO ikiliğinin Tobin Q oranı üzerinde negatif yönde anlamlı etkisi söz konusudur.

Kurt ve Elagöz (2022), şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma gerçekleştirmiştir. Çalışma, 2013-2017 yılları arasındaki dönemde BİST XKURY’de aralıksız yer alan ve imalat sektöründe faaliyet gösteren on beş şirketi kapsamaktadır. Çalışmanın bağımsız değişkenlerini şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları oluştururken, bağımlı değişkenler olarak özkaynak kârlılık oranı, aktif kârlılık oranı, Tobin Q oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı

kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri ise firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranından oluşmaktadır. Çalışmanın veri seti TKYD, KAP, Finnet Mali Analiz Programı ve Borsa İstanbul Veri Merkezi'nden derlenen verilerle oluşturulmuş olup 2013 yılının ilk çeyreğinden 2017 yılının son çeyreğine kadar uzanan çeyrek dönemlik verileri içermektedir. Analiz sonuçlarına göre on beş şirketin finansal performans göstergesi olarak değerlendirilen tüm değişkenler ile diğer tüm bağımsız ve kontrol değişkenleri arasında eşbütünleşme ilişkisinin bulunduğu tespit edilmiştir. Bu değişkenler arasında pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, toplam puan, firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç yer almaktadır. Genel bir değerlendirmeye kurumsal yönetim ilkeleri derecelendirme notları ile finansal performans panel verileri arasında uzun dönemli bir ilişki olduğu ortaya konulmuştur.

Tufan ve Ege (2021), şirketlerin kurumsal yönetim performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma gerçekleştirmiştir. Çalışmada 2009-2016 yılları arasındaki dönemde BİST XKURY'de sürekli olarak yer alan on sekiz şirketin verilerinden yararlanılmıştır. Çalışmanın bağımsız değişkenlerini şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları, bağımlı değişkenini ise aktif kârlılık oranı oluşturmaktadır. Kontrol değişkenleri olarak firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç değişkenleri modele dâhil edilmiştir. İlgili değişkenlere ait ikincil veriler BİST, KAP ve TKYD internet sitelerindeki veri tabanları aracılığıyla elde edilmiştir. Panel veri analizi sonucunda şirketlerin genel kurumsal yönetim performanslarının finansal performansları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan yönetim kurulu ilkesi notunun finansal performans üzerinde negatif yönde etki gösterdiği belirlenmiştir. Bununla birlikte kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ile pay sahipleri ilkelerine ait notların ve finansal kaldıraç yapısının finansal performans üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi saptanamamıştır.

Tükenmez vd., (2017), şirketlerin kurumsal yönetim performansları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışma, 2009-2014 yılları arasındaki dönemde BİST XKURY'de kesintisiz yer alan ve finans sektörü dışında faaliyet gösteren on beş halka açık şirketi kapsamaktadır. Çalışmada kurumsal yönetim performansını temsil eden kurumsal yönetim derecelendirme notları, şirket büyüklüğü, finansal

kaldıraç yapısı ve şirket yaşı bağımsız değişkenler olarak belirlenmiştir. Finansal performansı temsilen kullanılan Tobin Q ve aktif kârlılık oranları ise bağımlı değişkenleri oluşturmaktadır. Veri seti BİST, KAP ve TKYD internet sitelerindeki veri tabanları aracılığıyla derlenmiştir. Panel veri analizi sonuçlarına göre şirketlerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notlarının aktif kârlılık oranları üzerinde negatif yönde etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Pay sahipleri, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu notlarının ise aktif kârlılık oranı üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Şirket büyüklüğünün aktif kârlılık oranını pozitif, finansal kaldıraç yapısını ise negatif yönde etkilediği belirlenmiştir. Çalışmanın diğer bir bulgusu olarak pay sahipleri ve menfaat sahipleri notlarının Tobin Q oranını pozitif, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notlarının ise negatif yönde etkilediği ortaya konmuştur.

Alagöz ve Erkoçak (2021), kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirket kârlılığı üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, BİST XKURY’de işlem gören ve bankacılık ile imalat sektörlerinde faaliyet gösteren sekiz şirketin 2010-2019 dönemine ait on yıllık verilerini kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişkenler olarak hisse başına kâr, aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı ve fiyat/kazanç oranı belirlenirken, bağımsız değişkeni kurumsal yönetim derecelendirme notları oluşturmaktadır. Finansal performans göstergelerine ilişkin veriler KAP, kurumsal yönetim derecelendirme notları ise TKYD internet sitesi aracılığıyla elde edilmiştir. Bankacılık sektörüne yönelik panel veri analizi sonuçları, sorumluluk ilkesi notlarının aktif karlılık oranı ve hisse başına karı anlamlı ve pozitif yönde etkilediğini göstermiştir. Ancak şeffaflık ilkesi notunun hisse başına kar üzerinde, toplam kurumsal yönetim notunun ise aktif karlılık üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. İmalat sektöründe gerçekleştirilen panel veri analizi bulgularına göre, hesap verebilirlik ilkesinin aktif karlılık ve fiyat/kazanç oranı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu belirlenmiştir. Ayrıca, hesap verebilirlik ve eşitlik ilkelerinin her ikisinin de hisse başına karı anlamlı ve pozitif yönde etkilediği ortaya konulmuştur. Bununla birlikte imalat sektöründe faaliyet gösteren şirketlerde kurumsal yönetim notları ile özkaynak karlılığı arasında herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilememiştir.

Kanca vd., (2021), XKURY yer alan şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisini araştırmışlardır.

Çalışmanın evrenini Nisan 2019 itibarıyla BİST XKURY’de işlem gören 48 şirket oluşturmaktadır. Analize, verilerine eksiksiz olarak ulaşılabilen 41 şirket dâhil edilmiştir. Çalışmada bağımsız değişken olarak kurumsal yönetim derecelendirme notları kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler ise piyasa temelli göstergeler (piyasa değeri/defter değeri oranı, piyasa özkaynak karlılığı oranı ve hisse senedi değeri) ile muhasebe temelli göstergeler (aktif karlılık oranı ve özkaynak karlılık oranı) olarak belirlenmiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre, kurumsal yönetim notlarının piyasa temelli değişkenler olan piyasa değeri/defter değeri oranı, piyasa özkaynak karlılık oranı ve hisse senedi değeri üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. Benzer şekilde, muhasebe temelli değişkenlerden aktif karlılık oranı üzerinde de anlamlı bir etki bulunamamıştır. Ancak kurumsal yönetim notlarının şirketlerin özkaynak karlılık oranları üzerinde anlamlı ve negatif yönde bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Kara vd., (2015), kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin finansal performansını nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Çalışma, 2006-2012 döneminde BİST XKURY ‘de yer alan ve finans sektörü dışında faaliyet gösteren şirketleri kapsamaktadır. Çalışmada bağımsız değişken olarak kurumsal yönetim derecelendirme notları kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler ise piyasa değeri/defter değeri oranı, aktif karlılık oranı, özkaynak karlılık oranı, satış karlılığı, finansal kaldıraç yapısı ve net kar olarak belirlenmiştir. Çalışma verileri, TKYD, BİST ve KAP internet siteleri ile şirketlerin yıllık faaliyet raporlarından derlenmiştir. Çalışma sonuçları, kurumsal yönetim derecelendirme notlarının piyasa değeri/defter değeri oranı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğunu ortaya koymuştur. Öte yandan, kurumsal yönetim notlarının aktif karlılık oranı, özkaynak karlılık oranı, satış karlılığı ve net kar gibi karlılık göstergeleri üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Ece ve Güner (2018) kurumsal yönetim uygulamaları ile şirketlerin piyasa ve finansal performansları arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, 2012-2017 yılları arasına ait toplam 6 yıllık dönemde kurumsal yönetim derecelendirme notları süreklilik arz eden, mali kuruluşlar sektörü dışında faaliyet gösteren 30 şirketi kapsamaktadır. Çalışmanın bağımsız değişkenini oluşturan ve şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını temsil eden kurumsal derecelendirme notları, derecelendirme şirketlerinin internet siteleri aracılığıyla elde edilmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olarak ise

şirketlerin finansal ve piyasa performanslarını temsilen üç adet piyasa temelli (özkaynağa serbest net nakit akımı, firma piyasa değerinin doğal logaritması, Tobin Q oranı) değişken ve dört adet muhasebe temelli (hisse başı kar, finansal yeterlilik, aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı) değişken kullanılmıştır. Kontrol değişkeni olarak ise likidite oranı, nakit oran, net işletme sermayesi/ aktif toplamı, varlık yapısı oranı ve aktif toplamının doğal logaritması kullanılmış, ilgili değişkenlere ait veriler KAP aracılığıyla çalışmaya konu olan şirketlerin finansal tablolarından elde edilmiştir. Panel veri analizi neticesinde, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının, piyasa ve muhasebe temelli performans göstergeleri üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu ve bu etkinin muhasebe temelli göstergelerde daha fazla olduğu tespit edilmiştir.

Aydın (2017) şirketlerin kurumsal yönetim politikalarını etkileyen faktörleri incelemek amacıyla bir çalışma yapmıştır. Çalışmanın verilerini BİST XKURY’de 2011-2015 yılları arasında toplam beş yıllık dönemde düzenli olarak yer alan 24 şirkete ait veriler oluşturmaktadır. Kurumsal yönetim politikalarını temsilen yararlanılan şirketlere ait kurumsal yönetim derecelendirme notları çalışmanın bağımlı değişkenini oluşturmaktadır. Aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı, cari oran, özkaynak büyüme oranı ve borçluluk oranı ise çalışmanın bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Çalışmada uygulanan panel regresyon analizi neticesinde şirketlerin cari oran yapılarının kurumsal yönetim politikaları üzerinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bununla birlikte çalışmaya göre şirketlerin aktif ve özkaynak kârlılık oranları, özkaynak büyüme oranları ve borçluluk oranları ise kurumsal yönetim politikaları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahiptir.

Kula ve Baykut (2014) BİST’te işlem gören ve XKURY’de yer alan şirketlerin kurumsal derecelendirme notları ile piyasa değerleri arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışmanın verilerini BİST’te işlem gören 2013 yılının üçüncü çeyreğinde XKURY’de yer alan 43 şirketin verileri oluşturmaktadır. Piyasa değeri çalışmanın bağımlı değişkenini oluştururken; kurumsal yönetim derecelendirme notları, net dönem kârı, özkaynak/aktif oranı ve sektörel ayırım ise bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Çalışmada uygulanan en küçük kareler yöntemine dayalı yatay kesit çoklu regresyon analizi neticesinde şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının piyasa değerleri üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde

çalışmada, net dönem kârının da piyasa değeri üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucunun yanısıra özkaynak büyüklüğünün piyasa değeri üzerinde anlamlı negatif etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin, finansal sektörlerde faaliyet gösteren şirketlere kıyasla daha yüksek piyasa değerine sahip olduğunun tespiti ise çalışmanın bir diğer önemli sonucu olarak yer almaktadır.

Mashayekhi ve Bazaz (2008) şirketlerin kurumsal yönetim yapılarının şirket performansı üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, 2005 ve 2006 yıllarına ait iki yıllık dönemde borsada işlem gören ve finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren şirketleri kapsamaktadır. Çalışmanın veri setini ilgili şirketlerin raporlarından ve internet siteleri aracılığıyla elde edilen veriler oluşturmaktadır. Çalışmanın bağımsız değişkenlerini kurumsal yönetimi temsilen yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, CEO ikiliği ve yönetim kurulunda kurumsal yönetici varlığı oluşturmaktadır. Şirket performansını temsilen hisse başına kâr, aktif kârlılığı ve özkaynak kârlılığı bağımlı değişkenler olarak belirlenirken, şirket yaşı, şirket büyüklüğü ve finansal kaldıraç kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Çoklu regresyon analizi sonucunda elde edilen bulgular şu şekilde özetlenebilir: Yönetim kurulu büyüklüğünün hisse başına kâr, aktif kârlılığı ve özkaynak kârlılığı üzerinde anlamlı ve negatif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Yönetim kurulu bağımsızlığının ise şirket performans göstergeleri üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi bulunmaktadır. Yönetim kurulunda kurumsal yönetici varlığının şirket performansını negatif yönde etkilediği belirlenirken, şirket büyüklüğünün performans üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir. Öte yandan şirketlerin finansal kaldıraç yapıları ile performansları arasında anlamlı bir ilişki saptanamamıştır. Benzer şekilde şirket yaşı ile performans arasında da herhangi bir anlamlı ilişki tespit edilememiştir.

Vo ve Phan (2013) Vietnam'da faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim özelliklerinin finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, 2006-2011 yılları arasında borsada işlem gören ve finans sektörü dışında faaliyet gösteren 77 şirketi kapsamaktadır. Kurumsal yönetimi temsil eden yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu kadın üye sayısı, CEO ikiliği, yönetim kurulu üyelerinin eğitim düzeyi, yönetim kurulu üyelerinin ortalama maaşı, yönetim

kurulu üyelerinin yaş ortalamaları, yöneticilerin sahip olduğu hisse oranı, %5 üzeri hisse oranına sahip blok hissedar varlığı değişkenleri çalışmanın bağımsız değişkenlerini oluştururken; finansal performansı temsil eden aktif kârlılık oranı bağımlı değişkeni; şirket büyüklüğü, şirket yaşı, kamu mülkiyeti, finansal kaldıraç, sektör türü ve mali yıl ise çalışmanın kontrol değişkenlerini oluşturmaktadır. Çalışmada uygulanan panel veri analizi sonuçları, CEO ikiliği, yönetim kurulu üyelerinin yaş ortalamaları, yönetim kurulu kadın üye sayısı, yönetim kurulu üyelerinin ortalama maaşlarının şirketlerin finansal performansları üzerinde pozitif; yönetim kurulu büyüklüğünün şirketlerin finansal performansı üzerinde negatif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte yine çalışma sonuçlarına göre yöneticilerin sahip olduğu hisse oranı ile şirketlerin finansal performansları arasında doğrusal olmayan bir ilişki tespit edilmişken, yönetim kurulu bağımsızlığı ile şirketlerin finansal performansı arasında istatistiksel olarak anlamlı herhangi bir ilişki tespit edilememiştir.

Renders vd. (2010), şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışmanın veri setini, 1999-2003 yılları arasındaki beş yıllık dönemde FTSE Eurofirst 300 endeksinde yer alan, Deminor Rating tarafından kurumsal yönetim derecelendirmesi yapılan ve finansal verilerine Worldscope veri tabanı aracılığıyla ulaşılabilen şirketlerin verileri oluşturmaktadır. Kurumsal yönetim derecelendirme notları araştırmanın bağımsız değişkenini oluştururken, şirket performansını ölçmek amacıyla kullanılan Tobin Q, piyasa değerinin satışlara oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, aktif kârlılık oranı ve özkaynak kârlılık oranı bağımlı değişkenler olarak belirlenmiştir. Kontrol değişkenleri olarak şirket büyüklüğü, şirket yaşı, satışlardaki büyüme, finansal kaldıraç, sahiplik yapısı, duran varlıkların toplam varlıklara oranı, negatif net gelir varlığı, UFRS'ye uyum durumu ve hissedar koruması değişkenleri kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının finansal performansları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Hissedarların korunmasına yönelik yasal düzenlemelerin yeterli olduğu ülkelerde şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının yüksek olduğu, ancak bu ülkelerde kurumsal yönetimin şirket performansına etkisinin hissedar korumasına ilişkin düzenlemelerin yetersiz olduğu ülkelerdeki kadar güçlü olmadığı belirlenmiştir. Ayrıca Avrupa'da kurumsal yönetim uygulamalarının

büyük ölçüde gönüllülük esasına dayanmasına karşın zaman içerisinde şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme uygulamalarına daha fazla önem verdiği sonucuna ulaşılmıştır.

Reddy vd., (2010) şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansları üzerindeki etkinliğini incelemek için bir çalışma yapmışlardır. Çalışma 1999- 2007 yılları arasında Yeni Zelanda Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketleri kapsamaktadır. Çalışmada uygulanan regresyon analizi sonuçları, farklı kurumsal yönetim ve finansal değişkenlerin şirket performansı üzerinde çeşitli etkilere sahip olduğunu ortaya koymuştur. Tobin Q oranı üzerindeki etkiler incelendiğinde, blok hissedar oranı ve kar payı dağıtım oranının istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Buna karşın, şirket büyüklüğü Tobin Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir. Öte yandan yönetim kurulu üyelerinin hissedarlık oranlarının ve şirket büyüklüğünün piyasa değeri/ defter değeri oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ek olarak, blok hissedar oranı, kar payı dağıtım oranı ve finansal kaldıraç oranının piyasa değeri/ defter değeri oranı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu belirtilmiştir. Blok hissedar oranı ve kar payı dağıtım oranının aktif karlılık oranı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte finansal kaldıraç ve şirket büyüklüğünün aktif karlılık oranı üzerinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Çalışma bulguları ücretlendirme komitesinin varlığının üç önemli performans göstergesini (piyasa/defter değeri oranı, aktif karlılığı oranı ve Tobin Q Oranı) pozitif yönde etkilediğini ortaya koymuştur. Buna karşılık, denetim komitesinin varlığının finansal başarı üzerinde anlamlı bir etkisi gözlemlenmemiştir. Yönetim kurulundaki bağımsız üye oranının ise finansal performans üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir.

Rizwan vd., (2016) kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerindeki etkilerini araştırmak amacıyla bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışma, 2007-2014 döneminde Pakistan borsasında işlem gören 20 şirketi kapsamaktadır. Çalışmanın bağımlı değişkenleri Tobin Q oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, aktif karlılık oranı, özkaynak karlılık oranı, satışların toplam varlıklara oranı, faiz vergi amortisman ve itfa öncesi kazançlar/ toplam varlık oranı, (net kar-faiz vergi amortisman ve itfa öncesi kazanç)/net kar oranıdır.

İçerideki pay sahiplerinin oranı, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulundaki kadın üye oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, ücret ve denetim komitelerinin varlığı, kar payı dağıtım oranı ve finansal kaldıraç yapısı ise çalışmanın bağımsız değişkenlerini oluşturmaktadır. Varlık/ borç oranı, varlık toplamının doğal logaritması, gelir toplamının doğal logaritması, 5 yıllık gelirdeki standart sapma, yönetim kurulunda bağımsız üye varlığı, yönetim kurulunun komitelerinin varlığı ile faaliyet gösterilen sektör ise kontrol değişkenlerini oluşturmaktadır. Regresyon analizi sonuçları, kurumsal yönetim değişkenlerinin farklı performans göstergeleri üzerinde çeşitli etkilere sahip olduğunu ortaya koymuştur. Tobin Q oranı açısından, yönetim kurulu bağımsızlığının istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Buna karşın, varlık toplamının doğal logaritması ile ölçülen firma büyüklüğünün Tobin Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkisi tespit edilmiştir. Piyasa değeri/defter değeri oranı incelendiğinde, kar payı dağıtım oranı ve yönetim kurulu bağımsızlığının bu oranı istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etkilediği görülmüştür. Ancak firma büyüklüğünün (varlık toplamının doğal logaritması) piyasa değeri/defter değeri oranı üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlüdür. Aktif karlılık oranı açısından ise yönetim kurulu bağımsızlığı ve içerideki pay sahiplerinin oranının istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Özkaynak karlılık oranına ilişkin bulgularda, yönetim kurulundaki kadın üye oranının istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Bununla birlikte, yönetim kurulu bağımsızlığı ve içerideki pay sahiplerinin oranının özkaynak karlılık oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkisi olduğu ortaya konulmuştur.

Al-Haddad vd., (2011) kurumsal yönetim uygulamalarını ve performans göstergelerini etkileyen değişkenleri belirlemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma 2000-2007 yılları arasında Ürdün’de imalat sektöründe faaliyet gösteren, borsada işlem gören 44 şirketi kapsamaktadır. Çalışmanın bağımsız değişkenlerini hisse başına kâr, şirket büyüklüğü, likidite, iş riski, kâr payı dağıtım oranı, aktif kârlılık oranı ve finansal kaldıraç oluşturmaktadır. Çalışmanın bağımlı değişkenlerini ise kurumsal performansı temsilen fiyat/kazanç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı oluşturmaktadır. Çalışmada aracı değişken olarak ise kurumsal yönetim yer almaktadır. Çalışmada bağımsız

değişkenler ile kurumsal yönetim ve bağımlı değişkenler arasındaki ilişkiler araştırılarak kurumsal yönetim aracılığıyla, adı geçen performans göstergelerinin doğru göstergeler olup olmadığı belirlenmek istenmiştir. Yapılan analizler neticesinde hisse başına kâr, aktif kârlılık oranı, likidite, kâr payı dağıtım oranı, şirket büyüklüğü ile kurumsal yönetim arasında doğrudan pozitif ilişki tespit edilmiştir. Öte yandan kurumsal performansı temsil eden piyasa değeri/defter değeri ve fiyat/ kazanç oranları ile kurumsal yönetim arasında da doğrudan ilişkinin varlığı ortaya çıkarılmıştır. Bununla birlikte çalışmada Ürdün’de faaliyet gösteren şirketler için kurumsal yönetimin önemli olduğu, şirket değerine katkı sağladığı vurgulanmıştır.

Turan ve Bayyurt (2013) Türkiye’de faaliyet gösteren, borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının ve sahiplik yapılarının şirket performansları üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, 2008-2011 yıllarında Türkiye’de imalat sektöründe faaliyet gösteren, borsada işlem gören 100 şirketi kapsamaktadır. Çalışmanın bağımsız değişkenlerini kurumsal yönetim uygulamaları (yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu bağımsızlığı, denetim kurulu üye sayısı) ve sahiplik yapısı (en büyük ortak payı, halka açıklık oranı, yabancı payı) oluşturmaktadır. Net kar marjı aktif karlılık oranı, özkaynak karlılık oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı ise şirketin performansını temsil eden bağımlı değişkenlerdir. Panel regresyon analizi bulguları, kurumsal yönetim ve sahiplik yapısı değişkenlerinin farklı performans göstergeleri üzerinde çeşitli etkilere sahip olduğunu ortaya koymuştur. Net kar marjı açısından, kurumsal yönetim değişkenleri olan yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu bağımsızlığı ve denetim kurulu üye sayısının istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Ancak sahiplik yapısı değişkenleri (en büyük ortağın payı, halka açıklık oranı ve yabancı yatırımcı payı) net kar marjı üzerinde herhangi bir anlamlı etkiye sahip değildir. Aktif karlılık oranına ait bulgular incelendiğinde, sadece yönetim kurulu bağımsızlığının istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi tespit edilmiştir. Diğer değişkenlerin aktif karlılık oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Özkaynak karlılık oranı açısından ise kurumsal yönetim değişkenlerinin herhangi bir anlamlı etkisi gözlemlenmemiştir. Buna karşın, sahiplik yapısı değişkenlerinden en büyük ortağın payı ve halka açıklık oranının özkaynak karlılık oranı üzerinde negatif yönde bir etkisi olduğu belirlenmiştir.

Son olarak, piyasa değeri/defter değeri oranı üzerindeki etkiler değerlendirildiğinde, en büyük ortağın payı ve halka açıklık oranının negatif bir etkiye sahip olduğu, yönetim kurulu üye sayısının ise bu oranı pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Erdoğan ve Demir (2015), şirketlerin kurumsal yönetim endeksine dâhil olma durumlarının ve yönetim kurulu komitelerinin yapısal özelliklerinin firma performansı üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Çalışma 2007-2013 döneminde BİST’te işlem gören 50 şirketi kapsamaktadır. Araştırmada bağımlı değişkenler olarak özkaynak karlılık oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler ise kurumsal yönetim endeksine dâhil olma durumu, kurumsal yönetim komitesi üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı, denetim komitesi üye sayısı, denetim komitesi bağımsız üye sayısı ve riskin erken saptanması komitesi üye sayısı olarak belirlenmiştir. Firma büyüklüğü ve finansal kaldıraç düzeyi ise kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Panel veri analizi bulgularına göre, özkaynak karlılık oranı ile kurumsal yönetim endeksine dâhil olma durumu arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Benzer şekilde, özkaynak karlılık oranı ile kurumsal yönetim komitesi üye sayısı, kurumsal yönetim komitesi bağımsız üye sayısı, denetim komitesi bağımsız üye sayısı ve riskin erken saptanması komitesi üye sayısı arasında da istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Kontrol değişkenlerine ilişkin bulgular incelendiğinde, firma büyüklüğünün firma performansı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmüştür. Buna karşın, finansal kaldıraç düzeyi ile firma performansı arasında negatif yönde ve istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığı ortaya konmuştur.

Afrifa ve Taurigana (2015) şirketlerin kurumsal yönetim faktörlerinin performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma 2004-2013 yılları arasına ait toplam 10 yıllık süreçte Birleşik Krallık’ta finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren KOBİ statüsündeki 234 firmayı kapsamaktadır. Çalışmanın verileri AMADEUS veri tabanı aracılığıyla elde edilmiştir. Çalışmanın bağımlı değişkenini oluşturan Tobin Q oranı firmaların performansının ölçmek amacıyla kullanılırken, kurumsal yönetim performansının ölçümünde kullanılan yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı CEO yaşı, CEO görev süresi, yönetim kurulu üyelerinin ücret toplamı değişkenleri bağımsız değişken olarak yer almaktadır. Satışlardaki büyüme, şirket

yaşı, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç yapısı ve duran varlıkların toplam varlıklar oranı değişkenleri ise çalışmanın kontrol değişkenlerini oluşturmaktadır. Panel veri regresyon analizi bulgularına göre şirketlerin yönetim kurulu büyüklüklerinin ve yönetim kurulu üyelerinin ücretlerindeki artışın şirket performansları üzerinde negatif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan şirketlerde görev yapan CEO'ların yaşları ve görev sürelerinin şirket performanslarını pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir. Şirket yaşı, büyüklüğü ve satışlardaki artışın performans üzerinde pozitif etkisi bulunurken, duran varlıkların toplam varlıklara oranının performansı olumsuz etkilediği ortaya konulmuştur. Bununla birlikte yönetim kurullarının bağımsızlık yapılarının ve finansal kaldıraç yapılarının şirket performansları üzerinde herhangi bir anlamlı etkiye sahip olmadığı saptanmıştır.

Wahyudin ve Solikhah (2017) şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, Endonezya'da faaliyet gösteren, Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ve 2009-2012 yılları arasındaki dönemde Kurumsal Yönetim Algı Endeksi'nde yer alan 88 şirketi kapsamaktadır. Çalışmanın bağımsız değişkenini şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notları oluşturmaktadır. Finansal performansı temsilen yararlanılan aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı, hisse başına kâr, piyasa değeri/ defter değeri oranı, fiyat/ kazanç oranı ve şirketin büyümesini temsilen yararlanılan kârdaki büyüme bağımsız değişkenleri oluştururken, şirket büyüklüğü, şirket yaşı, endekste listelendiği yıl sayısı ve finansal kaldıraç yapıları ise çalışmanın kontrol değişkenlerini oluşturmaktadır. Panel veri regresyon analizi bulgularına göre şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notlarının aktif kârlılıkları, özkaynak kârlılıkları ve hisse başına kârları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ancak şirket değerini temsilen kullanılan piyasa değeri/defter değeri ve fiyat/kazanç oranları üzerinde herhangi bir anlamlı etki saptanamamıştır. Benzer şekilde kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirket büyümesinin bir göstergesi olarak değerlendirilen kârdaki büyüme üzerinde de anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Şirketlerin endekste listelenme sürelerinin aktif kârlılıkları ve özkaynak kârlılıkları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Şirket yaşının ise fiyat/kazanç oranını pozitif yönde etkilediği ortaya konmuştur. Finansal kaldıraç yapısının hem finansal performans hem de şirket değeri üzerinde

negatif etkisi bulunurken, şirket büyüklüğünün hem finansal performansı hem de şirket değerini pozitif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Asamoah ve Puni (2021) şirketlerin kurumsal yönetim faaliyetlerinin finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma 2016-2020 yılları arasına ait dönemde Gana Menkul Kıymetler Borsası'nda aralıksız işlem gören 20 şirketi kapsamaktadır. Çalışmanın bağımsız değişkenlerini kurumsal yönetim faaliyetlerini temsilen yararlanılan yönetim kurulundaki bağımsız olmayan ve bağımsız yönetici sayısı, şirket bünyesinde yönetim kuruluna bağlı komitelerin varlığı (denetim komitesi, aday gösterme komitesi, ücretlendirme komitesi), CEO ikiliği, yönetim kurulunun toplantı sıklığı, sahiplik yapısı değişkenleri oluştururken, finansal performans ölçümünü temsilen yararlanılan aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı, hisse başına kâr ve Tobin Q oranı değişkenleri ise çalışmanın bağımlı değişkenlerini oluşturmaktadır. Panel veri analizi sonucunda elde edilen bulgular şu şekilde özetlenebilir: Şirketlerin yönetim kurullarındaki bağımsız yönetici sayısının özkaynak kârlılık oranı, hisse başına kâr ve aktif kârlılık oranı üzerinde negatif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Denetim komitesinin varlığının aktif kârlılık, özkaynak kârlılık oranları ile Tobin Q üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunurken, aday gösterme komitesinin varlığının finansal performans üzerinde negatif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Ücretlendirme komitesinin varlığının ise finansal performansı pozitif yönde etkilediği ortaya konulmuştur. CEO ikiliğinin aktif kârlılık ve özkaynak kârlılık oranları üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu, ancak hisse başına kâr ve Tobin Q oranı üzerinde negatif etki gösterdiği saptanmıştır. Yönetim kurullarının toplantı sıklığının aktif kârlılık oranı ve hisse başına kâr üzerinde negatif etkisi bulunurken, özkaynak kârlılık oranı ve Tobin Q değeri üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Son olarak şirketlerin hissedar ve sahiplik yapılarının finansal performansları üzerinde pozitif yönde etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

Kyere ve Ausloos (2021) şirketlerin kurumsal yönetim mekanizmalarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 252 şirketin 2014 yılına ait verilerini kapsamaktadır. Çalışmanın bağımsız değişkenlerini kurumsal yönetim mekanizmasını temsilen yöneticilerin sahip olduğu pay oranı, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, CEO

ikiliği ve denetim komitesinin toplantı sıklığı değişkenleri oluştururken, bağımlı değişkenleri finansal performansı temsilen aktif kârlılık oranı ve TOBİN Q oranı değişkenleri oluşturmaktadır. Şirket büyüklüğü ve finansal kaldıraç ise çalışmada kontrol değişkeni olarak yer almaktadır. Çok değişkenli regresyon analizi sonucunda elde edilen bulgulara göre yöneticilerin sahip olduğu pay oranının ve CEO ikiliğinin şirketlerin finansal performansları üzerinde herhangi bir anlamlı etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir. Denetim komitelerinin toplantı sıklığının aktif kârlılık oranı üzerinde anlamlı ve negatif bir etkisi bulunmaktadır. Yönetim kurulu büyüklüğünün finansal performans üzerinde anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Yönetim kurulu bağımsızlığının ise aktif kârlılık oranı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunurken, Tobin Q oranı üzerinde herhangi bir anlamlı etki saptanamamıştır.

Boshnak (2021), Suudi Arabistan’da faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansı üzerindeki etkilerini değerlendirmek amacıyla bir araştırma gerçekleştirmiştir. Çalışma, 2017-2019 döneminde borsada işlem gören finans dışı sektörlerdeki şirketleri kapsamaktadır. Araştırma verileri, şirketlerin yıllık faaliyet raporlarından derlenmiştir. Çalışmada bağımsız değişkenler olarak yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu toplantı sıklığı, CEO ikiliği, denetim komitesi büyüklüğü, denetim komitesi toplantı sıklığı ve sahiplik yapısı kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler ise aktif karlılık oranı, özkaynak karlılık oranı ve Tobin Q oranı olarak belirlenmiştir. Firma büyüklüğü, firma yaşı ve finansal kaldıraç ise kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Analiz sonuçlarına göre, yönetim kurulu büyüklüğünün Tobin Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Yönetim kurulu bağımsızlığının ise hem aktif karlılık oranı hem de özkaynak karlılık oranı üzerinde anlamlı ve negatif bir etkisi bulunmuştur. Yönetim kurulu toplantı sıklığının Tobin Q oranını anlamlı ve pozitif yönde etkilediği belirlenmiştir. CEO ikiliğinin hem aktif karlılık hem de Tobin Q oranları üzerinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Denetim komitesi toplantı sıklığının hem aktif karlılık hem de Tobin Q oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkisi tespit edilirken, denetim komitesi büyüklüğünün aktif karlılık oranını istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönde etkilediği belirlenmiştir. Öte yandan, sahiplik yapısının

hem aktif karlılık hem de Tobin Q oranları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

2.2 Sürdürülebilirlik ve Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramları

Sürdürülebilirlik, son yıllarda küresel ölçekte çeşitli paydaşların gündeminde önemli bir yer edinmiştir. Özel sektör kuruluşları, endüstri birlikleri, kamu kurumları, sivil toplum örgütleri, gayrimenkul sahipleri ve akademik araştırma merkezleri gibi farklı aktörler, ekonomik hedefleriyle çevresel ve sosyal sorumlulukları arasında denge kurmanın yollarını araştırmaktadır. Bu çabaların temelinde, sadece bugünkü toplumun değil, gelecek nesillerin de refahını garanti altına alma amacı yatmaktadır (Placet vd., 2005). Sürdürülebilirlik kavramı temelde geleceğe duyulan endişe duygusu etrafında şekillenmektedir. Sürdürülebilirlik tartışmalı bir kavram olmakla birlikte bu kavramla neyin kastedildiğine dair pek çok tanım bulunmaktadır. Genel anlamda sürdürülebilirlik şu anda gerçekleştirilen eylem ve faaliyetlerin gelecekte mevcut olan seçenekleri üzerindeki etkisiyle ilgilenmektedir (Aras ve Crowther, 2008). Sürdürülebilirlik, sağlıklı ve istikrarlı bir çevre oluşturulmasına yönelik küresel endişelerin sonucu olarak ortaya çıkan bir kavramdır. Literatürde bir yandan çevresel ve sosyal yönetim boyutlarını yönetim ve rekabet stratejileriyle ilişkilendiren, diğer yandan çevresel ve sosyal performans bilgilerini ekonomik performans verileriyle bütünleştirmeyi hedefleyen sistematik bir yaklaşım olarak tanımlanmaktadır (Hassan ve Roychowdhury, 2019).

Literatürde ve uygulamada kabul gören sürdürülebilirlik yaklaşımı, birbirini tamamlayan üç temel boyutu içermektedir. İlk boyut olan çevresel yönetim; atmosfer, su kaynakları, toprak yapısı ve biyolojik çeşitliliğin korunmasının yanı sıra fosil yakıtlar ve yenilenebilir enerji kaynakları dâhil olmak üzere tüm doğal kaynakların etkin ve verimli kullanımını kapsamaktadır. İkinci boyut olan sosyal sorumluluk; işgücünün çalışma koşullarının iyileştirilmesinden toplumsal eşitliğin sağlanmasına kadar geniş bir yelpazede toplumsal yaşam kalitesinin yükseltilmesini hedeflemektedir. Üçüncü boyut olan ekonomik refah ise hem şirketlerin hem de faaliyet gösterdikleri toplulukların uzun vadeli ekonomik fırsatlardan yararlanabilmesini amaçlamaktadır (Placet vd., 2005).

Sürdürülebilirlik nesiller arası eşitliği güvence altına almayı amaçlamaktadır. Çoğu insan ebeveynleri kadar iyi yaşamak ve çocuklarının da

benzer fırsatlardan yararlanmasını ister. Aynı mantık iş dünyası için de geçerlidir. Çoğu yönetici şirketlerinin en az geçmiş dönemler kadar kârlı olmasını ve doğal olarak kârlılığını artırmasını ister. Buradan hareketle şirketler için sürdürülebilirlik, şirketlerin gelecekteki ihtiyaçlarını karşılama yeteneklerini tehlikeye atmadan kısa vadeli finansal ihtiyaçlarına yanıt verme kabiliyeti olarak tanımlanmaktadır. Tanımdan da anlaşıldığı üzere zaman kavramı sürdürülebilirliğin merkezinde yer almaktadır (Bansal ve DesJardine, 2014).

İşletmelerin faaliyetlerini yerine getirirken ilişkide oldukları çevrelerini etkilemeleri ve çevrelerinden etkilenmeleri artan rekabet ve küreselleşen pazar ortamında önemini artırmış ve birçok yazar, araştırmacı, akademisyen tarafından tartışılan konu haline gelmiştir. Özellikle 1970’li yıllardan itibaren işletmelerin çevreyle olan ilişkileri birtakım yazar ve araştırmacı tarafından kaygıyla karşılanmıştır. Zira işletmelerin çevreyle olan ilişkisi artmakta ve her zamankinden daha fazla etkileşimde bulunmaktadır. Bu durum toplumun bir ferdi haline gelen, sosyal bir varlık olan işletmelerin sosyal boyutlarının da değerlendirilmesi gerekliliğini gündeme getirmiştir. Birçok yazar ve akademisyen faaliyetlerini yerine getirme sürecinde çevreyle etkileşim halinde olan işletmelerin yalnızca hissedarlara karşı değil, daha geniş bir kitleye karşı sorumlu olmaları gerektiğini ileri sürmüştür (Aras ve Crowther, 2008). McDonald ve Puxty (1979)’ye göre işletmelerin toplumla olan etkileşimlerinin artması, işletmeleri sadece hissedarlarına karşı sorumlu bir organizasyon olmaktan çıkarmış, tüm topluma karşı sorumluluğu olan ve daha fazla paydaşa hesap verme zorunluluğu olan bir yapı haline getirmiştir. Nitekim bu paydaş gruplarının işletme faaliyetlerine ilgisi olmasa da bu gruplar faaliyetleri etkilemekte ve işletme başarısının şekillenmesinde rol oynamaktadırlar.

Brundtland Komisyonu ve Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı’nda sürdürülebilir kalkınmanın katılımcı ülkeler tarafından ulusal hedef olarak benimsenmesi toplumun ekonomik yapıtaşısı olarak görülen işletmelerin bu hedefe nasıl katkıda bulunacağına dair tartışmaların başlamasına neden olmuştur. Nitekim bu süreç kurumsal sürdürülebilirliğe kadar giden yolda birçok önerinin ortaya atılmasını sağlamıştır (Atkinson, 2000). Sürdürülebilir kalkınma kavramı genel bir anlam ifade etmekle birlikte, bu yaklaşımın hayata geçirilerek istenen sonuçlara ulaşılması işletmelerin desteğine ihtiyaç duymaktadır. İşletmeler sahip oldukları varlık ve kaynaklarıyla sosyal, çevresel ve

ekonomik sorunların çözümünde etkili olabilecek organizasyonlardır (Tüm, 2014).

Sürdürülebilir kalkınma kavramı makro bir anlayışı ifade etmektedir. Kurumsal sürdürülebilirlik ise sürdürülebilir kalkınmanın ekonomik, çevresel ve sosyal boyutlarının şirket faaliyetlerine entegre edilmesini ifade eden mikro bir kavramdır (Baumgartner ve Ebner, 2010). Başka bir ifadeyle, sürdürülebilir kalkınma anlayışının şirket seviyesinde uygulanması kurumsal sürdürülebilirlik olarak ifade edilmektedir (Signitzer ve Prexl, 2008).

Kurumsal sürdürülebilirlik anlayışını tek bir tanıma sığdırmak veya belli kalıplar etrafında yapılan tanımları yeterli bulmak mümkün değildir. Nitekim kurumsal sürdürülebilirlik sürekli gelişimi ilke edinen bir yaklaşımdır. Dolayısıyla her şirket faaliyet gösterdiği sektör, ülke veya rekabet koşullarına, şirketin vizyon, misyon ve uzun vadeli hedeflerine uygun, iş stratejileriyle uyumlu olan kavram veya tanımı seçerek sürdürülebilirlik faaliyetlerini en üst noktaya taşıma gayretinde olmalıdır (Van Marrewijk, 2003).

Kurumsal sürdürülebilirlik, kâr maksimizasyonu ve büyüme odaklı anlayışı benimseyen geleneksel anlayışa alternatif bir yönetim anlayışıdır. Büyüme ve kârlılığa önem vermekle birlikte şirketlerin çevrenin korunması, sosyal adalet ve eşitlik, ekonomik kalkınma gibi toplumsal hedefleri de yerine getirmesi gerekliliğini vurgulamaktadır (Wilson, 2003). Kurumsal sürdürülebilirlik; ekonomik, sosyal ve çevresel kaygıların şirket faaliyetlerine ve paydaş ilişkilerine dâhil edilmesidir (Van Marrewijk, 2003).

Kurumsal sürdürülebilirlik şirketlerin mal veya hizmet üretim süreçlerine bağlı olarak sosyal hayata ve çevreye olumsuz etkilerini, olumlu ekonomik ve toplumsal etkileriyle dengelemeyi amaçlayan yönetim anlayışı olarak tanımlanmaktadır (Ekergil ve Gözde, 2017). Başka bir tanıma göre kurumsal sürdürülebilirlik geleneksel büyüme anlayışını benimsemiş kuramlara alternatif olarak geliştirilen, ekonomik amaç doğrultusunda faaliyetlerine devam eden kurum, kuruluş, şirket veya işletmelerin karşılaşılabileceği her türlü riski minimize etmeyi sağlayarak, uzun vadede başarı elde etmelerini amaçlayan bir yönetim anlayışıdır (Kuşat, 2012).

Van Marrewijk (2003)'e göre kurumsal sürdürülebilirlik anlayışı tanım olarak şirketlerin yaklaşımlarına göre beş farklı şekilde yorumlanmaktadır:

1. *Uygunluk Odaklı Kurumsal Sürdürülebilirlik:* Kurumsal sürdürülebilirlik yetkili makamlar tarafından belirlenen sınırlar dâhilinde topluma refah sağlayan ve toplumun menfaatini gözeten faaliyetler bütünü olarak kabul edilmektedir. Şirketler veya kurumlar bu seviyede kurumsal sürdürülebilirliği görev, zorunluluk veya doğru bir davranış olarak algılamakta ve bunu bir motivasyon unsuru olarak kabul etmektedirler.
2. *Kâr Odaklı Kurumsal Sürdürülebilirlik:* Kurumsal sürdürülebilirlik şirketlerin finansal performanslarına katkıda bulunmak koşuluyla sosyal, etik ve ekolojik konuların şirket faaliyetlerine ve şirketin karar alma süreçlerine dahil edildiği yönetim şekli olarak tanımlanmaktadır. Kurumsal sürdürülebilirlik şirketin kârlılığına katkıda bulunduğu ve müşteriler, çalışanlar ve hissedarlar başta olmak üzere tüm paydaş grupları için değer yarattığı ve kurumsal itibarı arttığı için desteklenmektedir.
3. *Sorumluluk Odaklı Kurumsal Sürdürülebilirlik:* Kurumsal sürdürülebilirlik ekonomik, sosyal ve çevresel kaygılar arasında denge gözetilmesi sürecidir. Bu düzeydeki kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetleri uygunluk ve kâr odaklı kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin de ötesinde yer almaktadır. Kurumsal sürdürülebilirlik için önemli olan motivasyon kaynağı sosyal sorumluluk, insan ve canlı yaşamı ile yerküreye gösterilen özenden kaynaklanmaktadır.
4. *Sinerjik Odaklı Kurumsal Sürdürülebilirlik:* Kurumsal sürdürülebilirlik, tüm paydaşlarla aynı amaca yönelik ortak bir çaba ve birlikte kazanma yaklaşımıyla hareket ederek ekonomik, sosyal ve çevresel alanlarda değer yaratan, dengeli ve işlevsel çözümlerden meydana gelmektedir. Kurumsal sürdürülebilirlik motivasyonu ise sürdürülebilirliğin kendisi için büyük bir öneme sahip olması ve sürekli gelişimin kaçınılmaz bir faktörü olarak kabul edilmesidir.
5. *Bütünsel Odaklı Kurumsal Sürdürülebilirlik:* Organizasyonların tüm birimleri tarafından benimsenen, her yönüyle organizasyon faaliyetlerine entegre edilen kurumsal sürdürülebilirlik anlayışı, mevcut ve gelecek nesillerin, doğanın ve canlı hayatının devamlılığını sağlamayı ve yaşam kalitesine katkıda bulunmayı amaçlamaktadır.

Kurumsal sürdürülebilirlik motivasyonu ise tüm canlı ve varlıkların birbiriyle etkileşim halinde ve birbirine bağımlı olmasının kurumsal sürdürülebilirliği tek alternatif haline getirdiği görüşünden beslenmektedir. Dolayısıyla her bir kişi, kurum ve kuruluş diğer canlı hayatına karşı evrensel bir sorumluluk taşımaktadır.

Sürdürülebilirliğin şirketlerde etkili bir şekilde uygulanması yalnız üst yönetimin desteğini değil; hukuk, ar-ge, insan kaynakları, kalite yönetimi, halkla ilişkiler gibi farklı birimlerin katkısı ve birlikte çalışmasına bağlıdır (Signitzer ve Prexl, 2008). Sürdürülebilir kalkınma ilkelerinin şirket düzeyinde uygulanması kurumsal sürdürülebilirliğin gelişmesi açısından oldukça önemlidir. Bansal (2005)'a göre kurumsal sürdürülebilir kalkınmanın sağlanabilmesi için şirketlerin çevresel bütünlük, sosyal eşitlik ve ekonomik refah ilkelerini ürünlerinde, mal veya hizmet üretim süreçlerinde ve faaliyetlerinde uygulamaları gerekmektedir.

Çevresel Bütünlük: Şirketler faaliyet süreleri boyunca çevreyle etkileşim halindedir. Yönetim binalarının aydınlatılması, araştırma geliştirme ve pazarlama faaliyetleri veya üretim süreçleri sonucunda ortaya çıkan atık ya da emisyonlar nedeniyle her şirket az ya da çok çevreye etki etmektedir. Şirketler kurumsal çevre yönetimi aracılığıyla çevreye verdikleri olumsuz etkileri asgariye indirmeye çalışmaktadır. Bu amaçla uygulanan kirlilik kontrolü, uyumluluk faaliyetleri ve sürekli iyileştirmeler sonucunda hayata geçirilen yenilikçi süreçler ve teknolojiler aracılığıyla üretim süreçlerindeki verimsizlikler tespit edilmekte ve şirketlerin çevreye verdiği olumsuz etkiler en aza indirilmeye çalışılmaktadır. Gerçekleştirilen bu iyileştirmeler, üretim süreçlerinde çevre için en uygun kaynağı bulma konusunda şirketi ve yöneticileri teşvik etmektedir (Bansal, 2005).

Sosyal Eşitlik: Sosyal eşitlik, şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri aracılığıyla toplumda sosyal eşitliği sağlama amacına hizmet etmesini ifade etmektedir. Bu doğrultuda şirketler çevresel, sosyal ve ekonomik sorunları tespit ederek sosyal sorunları en aza indirmeye yönelik faaliyetlerde bulunurlar. Çocuk işçi çalıştırma, etik olmayan ortaklık yapıları, mal veya hizmet üretim süreçlerinde insan, hayvan ve toplumun sağlığını tehlikeye atma gibi önemli sosyal sorunlara engel olan şirketler toplumun çıkarları doğrultusunda hareket etmektedir. Toplumun refahını yükseltme sorumluluğuyla hareket eden şirketler, paydaşlarının beklenti ve menfaatlerini de benimseyerek şirketin değerini artırmada önemli bir ivme kazanır. Nitekim kurumsal sosyal sorumlulukta yüksek

standart yakalamak yüksek kurumsal performansla yakından ilişkilidir (Bansal, 2005).

Ekonomik Refah: Ekonomik refah şirketin değer yaratma sürecini kapsamaktadır. Şirketler mal veya hizmet üreterek değer yaratırlar. Mal ve hizmetlerin verimliliğinde ve etkinliğinde iyileştirmeler yapmak yaratılan değerinde kalitesini artıracaktır. Değer, tüketicilerin istek, ihtiyaç ve beklentilerini karşılamak amacıyla ürün farklılaştırması veya yeni, farklı bir ürün üretmek koşuluyla yaratılabileceği gibi girdi maliyetlerini düşürmek veya üretim süreçlerinde iyileştirmeler yapmak koşuluyla da yaratılabilir. Şirketlerin ürettikleri mal veya hizmetleri katlandıkları maliyet üzerinde bir değere satmaları, yarattıkları değeri yakalamalarını sağlayarak finansal performanslarını artıracaktır. Ancak yüksek performans her zaman yüksek değer yaratma kapasitesi anlamına gelmemektedir. Ülke, sektör veya pazar değişkenlerinden kaynaklanan birtakım düzenlemeler, şirketlerin değer yaratma kapasitesini düşürebilmektedir. Şirketler yarattıkları değeri mal ve hizmetleri aracılığıyla tüketicilerle; temettü ve sermaye kazancı vasıtasıyla hissedarlarla, maaş ve temettü kazancı aracılığıyla çalışanlarıyla paylaşırlar (Bansal, 2005).

2.2.1 Kurumsal Sürdürülebilirliğin Temelinde Yer Alan Kavramlar

2.2.1.1 Sürdürülebilir Kalkınma

Sürdürülebilir kalkınma kavramı 17. yüzyılda Almanya’da ormanları korumak ve ormancılığın gelişmesini sağlamak amacıyla ağaç kesimine yasal olarak getirilen kısıtlama kararına dayanmaktadır. Zira bu karar, usulsüz ağaç kesimini engelleyerek ormanların kendini yenilemesine olanak sağlayacak ve ormanlardan elde edilen kereste kullanımı sorumluluk bilinci çerçevesinde gelecek nesillerin kullanımına aktarılabilirdi. Ancak sürdürülebilir kalkınma kavramının toplumun tüm kesimleri tarafından dikkate alınan, stratejik bir kavram haline gelmesi 1980’li yıllara dayanmaktadır (Steurer vd., 2005). 1987 yılında Birleşmiş Milletler Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu yayınladığı Brundtland Raporu’nda sürdürülebilir kalkınmayı gelecek nesillerin kendi ihtiyaçlarını karşılama yeteneğini tehlikeye atmadan bugünün ihtiyaçlarını karşılamak olarak tanımlamıştır. Eğer sürdürülebilir kalkınma toplum için arzu edilen bir hedef olarak kabul ediliyorsa mevcut kararların gelecek nesiller üzerindeki etkileri de düşünülerek alınması gerekmektedir (Atkinson, 2000). Ancak bu rapor

sürdürülebilir kalkınmayı çevresel ve ekonomik sorunları karşılıklı olarak faydalı bir şekilde dengelemeyi amaçlayan bütünleştirici bir kavram olarak ortaya koymuş, makroekonomik açıdan çevresel bir kavram olarak özetlemiştir. 1990'lı yıllarda sürdürülebilir kalkınma kavramının kapsamının genişletilmesi çevresel konular dışındaki bir takım konuların da kavrama dâhil edilmesini sağlamıştır. Başlangıçta ekonomik ve sosyal konular sadece çevresel sorunlarla ilgili olduğu düşünüldüğü sürece dikkate alınırken, sonrasında ekonomik ve sosyal faktörler sürdürülebilir kalkınmanın temel bileşenleri haline gelmiştir. Kavramsal açıdan ise makroekonomik düzeyden mikro ekonomik ve bireysel düzeye doğru genişletilmiştir. Günümüzde sürdürülebilir kalkınma ekonomik, sosyal ve çevresel konuların tüm toplumsal alanlara ve düzeylere entegre edilmesini öngören, birçok kişi, kurum, araştırmacı tarafından incelenen toplumsal rehberlik modeli olarak kabul edilmektedir (Steurer vd., 2005).

Sürdürülebilir kalkınma, ekonomik büyüme ihtiyacını çevrenin korunması ve sosyal eşitlik ile dengeleyen geniş ve diyalektik bir kavramdır (Wilson, 2003). Sürdürülebilir kalkınma toplumun kaynaklara zarar verme riskine girmeden çevreyle etkileşime girebileceği bir mekanizma sağlamaktadır. Bu nedenle sürdürülebilir kalkınma ormansızlaşma, su ve hava kirliliği gibi iklim değişikliği, bitki ve hayvan türlerinin azalması gibi çevresel sorunlara neden olmadan ve ekosistemi tehlikeye atmadan yaşam standartlarını artırmayı amaç edinen bir kalkınma sürecidir (Mensah, 2019). Başka bir tanımda sürdürülebilir kalkınma, tüm canlıların mevcut ve gelecek nesillerin ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde eşitlik, etik davranış, ekolojik zenginlik ve ekonomik refahın sağlandığı durağan olmayan bir süreç olarak tanımlanmaktadır (Hajirasouli ve Kumarasuriyar, 2016).

Sürdürülebilir kalkınma, kurumsal sürdürülebilirliğe iki şekilde katkı sağlamaktadır. İlk olarak, şirketlerin odaklanması gereken alanların belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Bu alanlar ekonomik çevresel ve sosyal olmak üzere üçe ayrılmaktadır. İkinci olarak ise şirketler, hükümetler ve toplum için ortak bir toplumsal hedef belirlemektedir (Wilson, 2003). Dolayısıyla sürdürülebilir kalkınma gelecekte ekonomik, sosyal ve çevresel alanlarda elde edilmesi düşünülen potansiyel faydaları tehlikeye atmadan, günümüzde ilgili alanlardan elde edilen faydalardan en iyi şekilde yararlanmayı ilke edinen toplumsal ve ekonomik dönüşüm süreci olarak ifade edilmektedir (Goodland ve Ledec, 1987). Sürdürülebilir kalkınma, insani kalkınma hedeflerine ulaşmayı

amaçlayan, bu amaçlara ulaşma sürecinde aynı zamanda çevresel sistemin, ekonominin ve toplumun bağımlı olduğu doğal kaynakları ve ekosistem varlığını korumayı amaçlayan ilkeler bütünü olarak da ifade edilebilir. Bu açıdan bakıldığında sürdürülebilir kalkınmanın sosyal ilerleme, çevresel denge ve ekonomik büyüme hedeflerini amaçladığını söylemek yanlış olmayacaktır (Mensah, 2019).

2.2.1.2 Kurumsal Sosyal Sorumluluk

Kurumsal sosyal sorumluluk kavramı, ikinci dünya savaşı sonrası dönemde ortaya çıkan bir kavramdır. Özellikle 1960'lı yıllarda toplumsal bilincin değişmesini sağlayan medeni haklar, kadın hakları, tüketici ve çevre hareketlerinde meydana gelen değişikliklerle ivme kazanan kurumsal sosyal sorumluluk o zamandan bu zamana önemini ve itibarını artırmış bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Günümüzde kurumsal sosyal sorumluluk, tüm dünyada bilinen bir dili ve bakış açısını temsil eden, düşünce ve uygulamanın karşılıklı etkileşimiyle ilerleyen küresel bir kavram haline gelmiştir. Paydaşların şirketlerden kâr elde etmek ve yasalara uymaktan daha fazlasını yapmalarını beklmeleri kurumsal sosyal sorumluluğun öneminin artmasını sağlamıştır. İş etiği, paydaş yönetimi, sürdürülebilirlik, paylaşılan değer gibi birbiriyle ilintili ve birbirini tamamlayan kavramların sosyal menfaati gözetten şirket faaliyetlerinin temeli olarak kabul edilen kurumsal sosyal sorumluluk anlayışına dâhil edilmesiyle, kurumsal sosyal sorumluluk büyüklük ve yaş fark etmeksizin şirketler tarafından kabul gören bir kavram haline gelmiştir (Carroll, 2015).

Kurumsal sosyal sorumluluk, şirketlerin toplum ve paydaşlarına karşı yükümlülüklerini ifade etmektedir (Smith, 2003). Kurumsal sosyal sorumluluk, iş dünyasının toplumdaki rolüyle ilgilenmektedir. Kurumsal sosyal sorumluluğun temel önermesi, şirket yöneticilerinin yalnızca hissedarların çıkarları veya kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmek yerine toplumun ihtiyaçlarını göz önünde bulundurarak bu yönde hareket etmeleri gerektiğidir. Kurumsal sosyal sorumluluk bakış açısıyla temel mesele, şirket yöneticilerinin toplumun ihtiyaçlarını dikkate alma yükümlülüğünün bulunup bulunmadığı değil, bu ihtiyaçları ne ölçüde gözetmeleri gerektiğidir (Wilson, 2003).

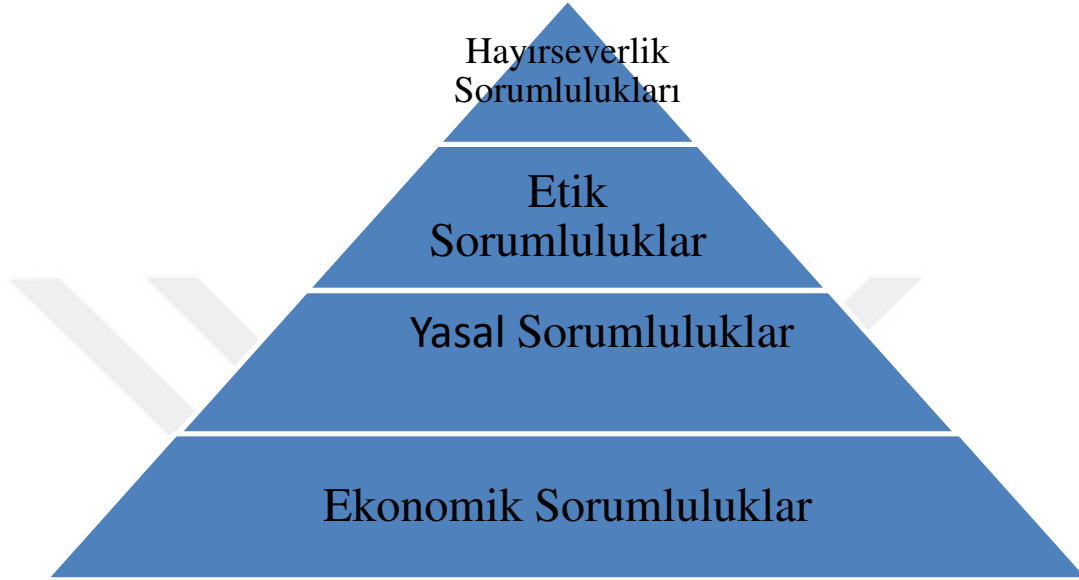
Kurumsal sosyal sorumluluk ve kurumsal sürdürülebilirlik kavramları geçmişte farklı kavramları ifade ederken günümüzde birbirinin yerine kullanılan

eş anlamlı kavramlar olarak kabul edilmektedir (Van Marrewijk, 2003). Bu konuda genel olarak kabul gören görüş ise bu iki kavramın birbiriyle ilintili ancak farklı odak noktaları olduğudur (Wai Kong Cheung, 2011). Wai Kong Cheung'a (2011) göre kurumsal sosyal sorumluluk ve kurumsal sürdürülebilirlik kavramlarının ayrıştırılmasında dört farklı görüş bulunmaktadır.

Birinci görüş, her iki kavramın da ekonomik, çevresel ve sosyal boyutlarla ilgili olduğunu savunmaktadır. Ancak bu noktada önemli olan ayrım, söz konusu kavramların bu boyutları nasıl bütünleştirdiğidir. Buna göre kurumsal sosyal sorumluluk sosyal ve ekonomik boyutları birbirinden bağımsız unsurlar olarak ele alırken, kurumsal sürdürülebilirlik bu üç boyutu birbiriyle ilintili ve ayrılmaz bileşenler olarak kabul etmektedir. İkinci görüşe göre kurumsal sosyal sorumluluk şeffaflık, paydaş ilişkileri ve sürdürülebilirlik raporlaması konularıyla ilgilenirken, kurumsal sürdürülebilirlik değer yaratma, çevre yönetimi, çevre dostu üretim sistemleri ve insan sermayesi yönetimi gibi konularla ilgilenmektedir (Van Marrewijk, 2003). Üçüncü görüş, kurumsal sürdürülebilirliği mevcut neslin ihtiyaçları ile gelecek nesillerin ihtiyaçları arasında denge kuran nihai bir hedef olarak kabul etmektedir. Kurumsal sosyal sorumluluk ise şirketlerin ekonomik, çevresel ve sosyal kaygılarını dengelemeyi amaçladığı bir ara aşama olarak değerlendirilmektedir. Dördüncü görüşe göre kurumsal sosyal sorumluluk dar anlamıyla ele alınmış ve sosyal sorumluluk sürecinin bir parçası olarak kabul edilmiştir. Aynı görüşe göre kurumsal sosyal sorumluluk, kurumsal sürdürülebilirliğin bir bileşeni olarak değerlendirilmektedir (Wai Kong Cheung, 2011).

Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin hangi kurum ve kuruluşların ilgi alanına girdiğine dair farklı bakış açıları bulunmaktadır. Bunlardan ilki, şirketlerin temel görevinin kâr maksimizasyonu ve hissedar refahını sağlamak olduğunu savunmaktadır. Bu görüşe göre kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri hükümetlerin temel görevleri arasında yer almaktadır. Dolayısıyla şirketler, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleriyle yalnızca uzun vadeli değer yaratma amacına hizmet ettiği ölçüde ilgilenmektedir. Öte yandan bir diğer görüşe göre şirketler, ayrılmaz bir parçası oldukları topluma karşı bütüncül bir sorumluluk taşımaktadır. Bu çerçevede şirketler, kanun koyucunun ve diğer ilgili makamların izni dâhilinde topluma hizmet etmek ve toplumun refahını gözetmek durumundadır (Van Marrewijk, 2003).

Kurumsal sosyal sorumluluk kavramının basiretli iş insanları tarafından kabul edilebilir nitelikte olması tüm iş sorumluluklarını kapsamasına bağlıdır. Carroll (1991)'a göre kurumsal sosyal sorumluluk şekil 2.1'de de yer aldığı gibi ekonomik, yasal, etik ve hayırseverlik sorumluluğu olmak üzere dört tür sorumluluğun toplamından oluşmaktadır.



Kaynak: Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders.

Şekil 2.1. Kurumsal sosyal sorumluluk piramidi

Ekonomik Sorumluluklar: Toplumun temel ekonomik birimleri olan şirketlerin temel amacı tüketicilerin istek veya ihtiyaçlarına yönelik mal ve hizmet üretimi yaparak kâr elde etmektedir. Diğer tüm sorumlulukların varlığı, ekonomik sorumluluğun yerine getirilmesine bağlıdır.

Yasal Sorumluluklar: Şirketler mal veya hizmet üreterek kâr elde ederken yerel, ulusal veya uluslararası kanun ve düzenlemelere uygun bir şekilde hareket etmelidir. Dolayısıyla şirketlerden beklenen sadece kâr elde etme güdüsüyle hareket etmemeleri, ilgili yasal düzenlemelere uymalarıdır.

Etik Sorumluluklar: Ekonomik ve yasal sorumluluklar her ne kadar adalet ve hakkaniyetle ilgili etik normalar içerse de etik sorumluluklar yasalarda yer almayan, toplumun şirketlerden beklediği faaliyet ve uygulamaları kapsamaktadır. Etik sorumluluklar, paydaşların ahlaki değerlerinin korunmasına yönelik standart, norm veya beklentileri kapsamaktadır.

Hayırseverlik sorumlulukları: Toplumun şirketlerden iyi birer kurumsal vatandaş olmaları yönündeki beklentisine yanıt veren kurumsal eylemleri kapsamaktadır. Bu eylemler toplum refahının gözetildiği faaliyetlerde bulunmayı gerektirmektedir. Sanat, eğitim ve sağlık alanında yapılan sosyal sorumluluk faaliyetleri bu alana örnek olarak verilebilir.

Kurumsal sosyal sorumluluk, şirket yöneticilerine sürdürülebilir kalkınma amacına yönelik çalışmalarının nedenlerini etik argümanlar aracılığıyla sunarak kurumsal sürdürülebilirliğe katkı sağlamaktadır (Wilson, 2003). Günümüzde iş etiği ve hayırseverlik faaliyetleri, rekabetçi, dinamik ve küresel bir pazarda sürdürülebilir olmaya çalışan şirketlere yüklenen sosyal sorumluluk beklentilerinin karşılanmasına yardımcı olmaktadır. Sosyal sorumluluk sahibi şirketler politikalarına, kararlarına ve faaliyetlerine diğer paydaşları da dâhil etmek için özel bir çaba göstermektedir (Carroll, 2015).

Şirketler, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri aracılığıyla çeşitli kazanımlar elde etmektedir. Bu kazanımlar finansal içerikli olabileceği gibi farklı niteliklerde de olabilir. Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleriyle toplumsal saygınlık kazanan şirketlerin marka bilinirliği artmaktadır. Çalışanlarını sosyal sorumluluk faaliyetlerinde yetkilendiren şirketlerde çalışan bağlılığı ve sadakati yükselmektedir. Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerine önem veren şirketler daha uygun koşullar altında borçlanabilmekte ve yatırımcı farkındalığı sayesinde piyasa değerleri artış göstermektedir. Kurumsal sosyal sorumluluk uygulamaları toplumun geneli tarafından kabul görmektedir. Bunun temel nedeni, söz konusu faaliyetlerin toplumun her kesiminin lehine sonuçlar doğurduğunun uygulama ve araştırmalarla ortaya konmuş olmasıdır (Aktan ve Börü, 2007).

2.2.1.3 Paydaş Teorisi

Paydaş teorisinin amacı, şirketlerin uzun vadeli hedeflerine ulaşarak rekabet avantajı elde etmek için paydaş ilişkilerini güçlendirmelerine yardımcı olmaktır. Paydaş teorisine göre şirketlerin paydaşlarıyla olan ilişkilerinin kalitesi uzun vadeli hedeflerine ulaşması ile yakından ilişkilidir. Paydaşlarla kurulan ilişkiler, güven saygı ve işbirliğine dayalı ilişkiler olduğundan, paydaşlarıyla güçlü ilişkilere sahip şirketler uzun vadeli hedeflerine ulaşarak stratejik başarıyı yakalayacaklardır (Wilson, 2003).

Şirketlerin, şirket üzerinde meşru hakkı olan kişi veya kurumlarla iletişim kurması, güçlü ilişkiler geliştirmesi paydaş yönetimi olarak adlandırılmaktadır. Güçlü paydaş ilişkileri kurmak, karar alma süreçlerinde paydaş çıkarlarını gözetmek, şirketin yarattığı değeri tüm paydaşlar arasında adil bir şekilde dağıtmak ve tüm bu süreci şeffaf bir şekilde yönetmek paydaş yönetiminin en önemli yönünü ifade etmektedir (Bansal, 2005). Şirketlerin amacı, misyonu, değerleri, etkinliği, verimliliği ve tüm şirket paydaşları üzerindeki etkisi dikkate alındığında, paydaş teorisi şirketin genel olarak nasıl çalışması gerektiği konusunda yol gösteren bir rehber olarak kabul edilmektedir (Freeman ve Dmytriiev, 2017).

Paydaşlar için değer yaratmak ve yaratılan değerın paydaş grupları arasında çıkar çatışmasına neden olmayacak biçimde dağıtılması, paydaş teorisi açısından oldukça önemli bir konudur. Şirket tarafından yaratılan değerin yalnızca ekonomik içerikli olması, zaman içerisinde paydaşlar arasında çıkar çatışmasına yol açacaktır. Her paydaş yaratılan ekonomik değerdan daha fazla pay almak isteyecektir. Bu tür bir çatışma, paydaş çıkarlarının ortaklığını ve tüm paydaşların işbirliği yoluyla zaman içinde fayda sağlama ihtiyacını vurgulayan paydaş teorisinin temel felsefesiyle çelişmektedir (Harrison ve Wicks, 2013). Ekonomik getiriler paydaşlar için önemli bir refah artışı faktörü olsa da günümüz paydaşları şirketlerden ekonomik getirinin ötesinde farklı menfaatler elde etme beklentisi taşımaktadır. Nitekim değışen paydaş beklentilerini doğru yorumlamak, şirketlerin neden zaman içerisinde başarılı olduğunu, paydaşların neden bazı şirketlere yöneldiğini veya mevcut şirketlerde kaldığını ve hangi şirketlerin paydaşları için daha fazlasını yapmaya çabaladığını anlamak açısından büyük önem taşımaktadır (Bosse vd., 2009).

Paydaş teorisinin, şirketlerin neden sürdürülebilir kalkınma hedefleri doğrultusunda çalışmalar yapması gerektiğine dair iş argümanları belirlemesi kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerine yönelik en önemli katkılarından biridir. Sürdürülebilir kalkınmaya yönelik çalışmalar şirketlerin kendi ekonomik, sosyal ve çevresel çıkarlarına da olumlu katkılar sağlayacaktır. Bu tür çalışmalar beraberinde paydaş memnuniyetini de getirecektir (Wilson, 2003). Paydaş teorisi ve kurumsal sosyal sorumluluk kavramları kurumsal sürdürülebilirliğin temelinde yer alan, kurumsal sürdürülebilirliği destekleyen kavramlar olsa da aralarındaki farklılıklara değinmek kavramları özümsemek açısından anlamlı olacaktır.

Freeman ve Dmytriiev (2017) kurumsal sosyal sorumluluk anlayışı ile paydaş teorisini ele aldıkları çalışmalarında bu iki kavramın temel itibariyle benzerlikler gösterse de farklı kavramlar olduğunu belirtmişlerdir. Freeman ve Dmytriiev (2017)'e göre:

- Kurumsal sosyal sorumluluk, toplum refahını gözeten sosyal sorumluluklara yönelerek diğer iş sorumluluklarına kıyasla sosyal faaliyetlere daha çok önem vermektedir. Paydaş teorisi ise iş dünyasının temelinin paydaşlarla güçlü ilişkiler kurmak olduğunu kabul eder. Dolayısıyla paydaşlar için değer yaratmak öncelikli öneme sahiptir. Paydaş grupları şirketlerin faaliyet gösterdiği sektör ve iş modeline göre farklılık gösterse de ana paydaşlar genellikle şirket sahipleri, hissedarlar, çalışanlar, müşteriler, topluluklar, tedarikçiler ve kredi kuruluşlarından oluşmaktadır. Tüm paydaşlar şirket için eşit derecede öneme sahiptir. Dolayısıyla şirket yöneticileri paydaş çıkarları arasında herhangi bir ayırım yapmadan süreci herkes için en iyi şekilde yönetmenin yollarını aramalıdır.
- Kurumsal sosyal sorumluluk kavramı hayırseverlik, gönüllülük, çevre ve insan hayatını korumaya ve iyileştirmeye yönelik ekolojik faaliyetler ile iş etiği uygulamalarını içeren, genel itibariyle şirketlerin topluma yönelik faaliyetlerini de kapsayan şemsiye bir kavram olarak kabul edilmektedir. Paydaş teorisinden farklı olarak kurumsal sosyal sorumluluk, ne iş dünyasının bütünlüğünün ne olduğunu anlamaya çalışır ne de genel sorumluluk çerçevesini belirlemeye çalışır. Bunun yerine iş dünyasının yerel topluluklara ve genel olarak topluma karşı sorumluluklara odaklanır.
- Hem paydaş teorisi hem de kurumsal sosyal sorumluluk, şirketlerin topluluklara ve topluma karşı sorumluluğunun önemini vurgulamaktadır. Bununla birlikte paydaş teorisi şirket paydaşlarına olan sorumluluklarına odaklanırken, kurumsal sosyal sorumluluk şirketin sosyal faaliyetlerini en üst seviyeye çıkarma eğilimindedir. Şirketlerin şubesi, faaliyeti veya herhangi bir operasyonunun yer almadığı ülkelerde eğitim ve sağlık hizmetlerini desteklemeye yönelik projelerde yer alması bu duruma örnek olarak verilebilir.

- Şirketlerin çalışanlara ve müşterilere karşı sorumlulukları söz konusu olduğunda kurumsal sosyal sorumluluk etik işçi/işveren uygulamalarına ve çevresel faaliyetlere odaklanırken, paydaş teorisi şirket paydaşlarına karşı sorumluluklarına odaklanmakla birlikte paydaşların şirkete ve diğer paydaşlara karşı sorumluluklarını da bütünüyle ele almaya çalışmaktadır.
- Paydaş teorisi şirketlere, şirketin ve paydaşlarının bakış açısıyla bakar. Bununla beraber paydaş teorisi paydaşların birbirine bağımlı olduğunu ifade etmektedir. Başka bir ifadeyle bir paydaş için yaratılan değer, diğer paydaşlar için de yaratıldığını savunmaktadır. Kurumsal sosyal sorumluluk anlayışında ise şirketin belirli sorumlulukları diğer sorumluluklara göre önceliklendirilmiştir. Şirketin topluma karşı ve kısmen de olsa çalışanlar ve müşterilerine karşı olan sorumlulukları, tedarikçiler ve kredi kuruluşları gibi diğer paydaşlara olan sorumluluklarının önünde yer alır.

2.2.1.4 Kurumsal Hesap Verebilirlik

Hesap verebilirlik günümüz modern toplum yapısının en önemli kavramlarından biridir. Organizasyonların amaçları doğrultusunda faaliyetlerine devam edebilmelerinin teminatını oluşturmaktadır. Hesap verebilirlik para, mal veya hizmetlerin amacına uygun bir şekilde kullanılıp kullanılmadığının veya korunup korunmadığının sorgulanmasıdır (Çınar, 2015). Hesap verebilirlik kişinin sorumlu tutulduğu eylemlerle ilgili hesap verme yükümlülüğünü yerine getirmesini ifade eden yasal ve etik sorumluluktur (Wilson, 2003). Hesap verebilir olmak sorumluluklarla ilgili raporlar tutup açıklamalar yaparak kamunun değerlendirmesine karşı hazır bir şekilde süreci takip etmeyi ifade etmektedir (Demirel, 2013).

Hesap verme sorumluluğu aracılığıyla şirketlerin hedeflerine ulaşmak amacıyla hangi kararları aldığı, hangi faaliyetleri gerçekleştirdiği veya şirket hedefleri doğrultusunda nelerin yerine getirilmediği sorgulanmaktadır. Dolayısıyla hesap verme sorumluluğu aynı zamanda şirket faaliyetlerinde iç ve dış denetim ile hukuka uygunluk gibi prosedürlere uyulup uyulmadığını ve sorumlulukların yerine getirilip getirilmediğini değerlendirme imkânı sunmaktadır (Çınar, 2015). Hesap verebilirlik, yöneticilerin şirketlerde bütünlüğü sağlamak amacıyla

başvurduğu yöntemlerden biridir. Hesap verebilirlik, faaliyetler sonucunda ortaya çıkan sonuçlarla ilgili sorulara yanıt verilebilmesi sürecidir (Senal ve Aslantaş Ateş, 2012).

Geleneksel yönetim anlayışında şirket yönetiminin yalnızca hissedarlara karşı hesap vermesi gerektiği kabul edilmektedir. Ancak kurumsal sürdürülebilirlik anlayışı, şirketlerin salt finansal faaliyetleri açısından değil ekonomik, çevresel ve sosyal faaliyetleri açısından da şirket sahipleri, ortakları ve hissedarlar dâhil tüm paydaşlarına karşı hesap verebilir olması gerektiğini benimsemektedir (Tokgöz ve Önce, 2009). Zira iyi bir yönetim anlayışında şirket yönetimi tüm paydaşlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımaktadır (Senal ve Aslantaş Ateş, 2012). Kurumsal hesap verebilirlik teorisinin kurumsal sürdürülebilirliğe katkısı, şirket yöneticileri ile toplum arasındaki ilişkinin niteliğini tanımlamaya yardımcı olmasıdır. Bununla birlikte kurumsal hesap verebilirlik, şirketlerin yalnızca finansal performanslarını değil sosyal ve çevresel performanslarını da raporlamaları gerektiğine ilişkin argümanları ortaya koymaktadır (Wilson, 2003).

2.2.1.5 Meşruiyet Teorisi

Meşruiyet, bir varlığın eylemlerinin, toplumsal olarak oluşturulmuş normlar, değerler, inançlar ve tanımlar çerçevesinde kabul edilebilir, uygun veya haklı görüldüğüne ilişkin yaygın bir algıyı ya da kabulü ifade etmektedir (Suchman, 1995). Aerts ve Cormier (2009)'e göre meşruiyetin stratejik yönetsel yaklaşımı, örgütlerin faaliyetlerini yeniden düzenleyerek ve paydaş algılarını şekillendirerek meşruiyet konumlarını dönüştürebileceklerini ve kurumsal girişimler aracılığıyla kaynaklara erişim sağlayabileceklerini öne sürmektedir. Archel vd., (2009) meşruiyet teorisini, örgütlerin sosyal sözleşmelerini ifa etmelerine, kurumsal amaçlarının paydaşlar tarafından kabul görmesine ve belirsizlik içeren bir çevrede sürdürülebilirliklerini korumalarına olanak tanıyan gönüllü sosyal ve çevresel raporlama uygulamalarını benimsemelerine zemin hazırlayan kavramsal bir çerçeve olarak nitelendirmektedir.

Meşruiyet teorisi, kurumsal iletişim alanında çevresel, sosyal sorumluluk ve sürdürülebilirlik uygulamalarını anlamlandırmak için sıklıkla başvurulan kuramsal çerçevelerden biridir. Bu teoriye göre, bir örgütün faaliyetleri ve

tutumları, içinde bulunduğu toplumun norm ve değerleriyle örtüşmelidir. Diğer bir ifadeyle, şirketler faaliyetlerini sürdürürken toplumsal beklentileri, talepleri ve değerleri sürekli göz önünde bulundurmalıdır (Sahari vd., 2018).

Meşruiyet teorisi, şirketleri kurumsal sosyal sorumluluk açıklamaları yapmaya ve sürdürülebilirlik raporları hazırlamaya yönlendirmektedir. Bunun temel nedeni, bu tür bilgilendirmelerin kuruluşların eylemlerini ve kurumsal itibarlarını meşru kılması, aynı zamanda toplumun ve paydaşların şirketlere yönelik algılarını şekillendirmesidir (Fahmi vd., 2022). Kuzey ve Uyar (2017), sürdürülebilirlik raporlarının bir şirketi meşrulaştırmanın önemli araçlarından biri olduğunu ileri sürmektedir. Zira bu raporlar aracılığıyla kuruluşlar, faaliyetlerini toplumun kabul edebileceği çerçevede yürüttüklerini ortaya koyarak bir nevi “toplumsal faaliyet izni” elde etmektedir. Dolayısıyla şirketlerin uzun vadede varlığını sürdürebilmesi ve ayakta kalabilmesi için meşruiyetini kamuoyu ve toplum nezdinde açıkça kanıtlaması gerekmektedir (Fahmi vd., 2022).

Meşruiyet teorisine göre, şirketler faaliyet gösterdikleri topluma karşı belirli sorumluluklar taşımakta olup kurumsal faaliyetler, içinde bulundukları sosyal çevrenin norm ve beklentilerinden etkilenmektedir. Bu karşılıklı etkileşim doğrultusunda, şirketlerin toplumsal kabul ve kurumsal güvenilirlik elde edebilmeleri, sorumlu ve hesap verebilir bir kurumsal davranış sergilemelerine bağlıdır (Akhter vd., 2023). Meşruiyet, bir şirketin toplumsal kabul ve onay kazanabilmesi için yerine getirmesi gereken temel süreçlerden biri olarak değerlendirilmektedir. Bir şirket, toplumun benimsediği normlar çerçevesinde faaliyet gösteremediğinde, kamuoyunda hoşnutsuzluk ve memnuniyetsizlik oluşur. Bu durum zamanla şirketin genel performansını olumsuz yönde etkileyebilir ve hatta şirketin faaliyetlerine son vermesine kadar varabilir. Bu nedenle şirketlerin sürdürülebilirlik raporlarını kamuoyuyla paylaşmaları büyük önem taşımaktadır. Bu raporlar, şirketler ile paydaşlar ve toplum arasında bir tür meşrulaştırma aracı işlevi görmektedir (Fahmi vd., 2022).

Paydaşların bir şirketin performansını sürdürülemez olarak değerlendirmesi halinde o şirketin meşruiyeti tehlikeye girmekte ve uzun vadeli varlığını sürdürmesi güçleşmektedir. Bu olumsuz sonuçlar müşteri güvensizliği, nitelikli iş gücü çekme zorluğu, hukuki süreçler, sıkılaştırılmış yasal düzenlemeler ve bunların neticesinde zedelenen itibar gibi çeşitli etkenlerden kaynaklanabilmektedir. Meşruiyet teorisi, özellikle zayıf performans sergileyen

şirketlerin sürdürülebilirlik algılarını yönetme eğiliminde olduğunu ileri sürmektedir. Dolayısıyla belirli göstergelerde yetersiz kalan şirketler, gerçek durumlarını gizlemek ve meşruiyetlerini koruyarak olumlu bir sürdürülebilirlik imajı oluşturmak amacıyla yüzeysel, eksik, karşılaştırılması güç veya belirsiz bilgiler sunmayı tercih etmektedir. Bu doğrultuda meşruiyet açıklamalarının kamuoyu algısını yönlendirmeye yönelik stratejik bir araç olarak kullanıldığı öne sürülmektedir (Hummel ve Schlick, 2016).

2.2.2 Kurumsal Sürdürülebilirliğin Boyutları

Geleneksel anlayışa sahip şirketlerde muhasebenin temel kavramlarından süreklilik ilkesinin yerine getirilmesi, uzun vadede likidite sıkıntısı yaşanmaması, maliyet minimizasyonunun sağlanması, şirket sahip ve ortaklarının kâr beklentilerinin karşılanması ile hissedar beklentilerinin karşılanması ekonomik sürdürülebilirlik için yeterli kabul edilmekteydi. Ancak şirketlerin uzun vadede varlıklarını sürdürebilmeleri, finansal varlıklarının etkin yönetiminin yanı sıra bilgi, itibar ve kurum kültürü gibi finansal olmayan varlıklarının da verimli biçimde yönetilmesine bağlıdır. Dolayısıyla geleneksel yönetim anlayışının aksine kurumsal yönetim anlayışını benimseyen şirketlerin uzun vadede başarılı olmaları, ekonomik hedeflerinin yanı sıra sosyal ve çevresel alanlarda da hedefler belirleyerek bu doğrultuda çaba göstermelerine bağlı bulunmaktadır (Hernadi, 2012). Kurumsal sürdürülebilirlik, şirketlerin kısa vade performansını dikkate alarak üretkenliğe odaklanan, uzun vadede çevresel ve sosyal faktörleri dikkate almayan yönetim anlayışının önemli bir alternatifi olarak kabul edilmektedir (Ikram vd., 2020).

Kurumsal sürdürülebilirliğin ekonomik, sosyal ve çevresel boyutlarının varlığı 1997 yılında ilk defa John Elkington tarafından ortaya koyulmuştur. “Triple Bottom Line” (üçlü sorumluluk, üçlü performans) da denilen bu yaklaşımda şirketlerin performansı finansal performanslarının yanı sıra sosyal ve çevresel performanslarını da içerecek şekilde genişletilmiştir (Elkington, 2006). Dyllick ve Hockerts (2002) da kurumsal sürdürülebilirlik kavramını konu edindikleri çalışmalarında kurumsal sürdürülebilirliği ekonomik, sosyal ve çevresel boyutları üzerinden değerlendirmişlerdir. Dolayısıyla kurumsal sürdürülebilirlik; ekonomik, sosyal ve çevresel alanların tamamında sürdürülebilirliğin ve entegrasyonun sağlanmasıyla mümkündür (Hernadi, 2012).

Zira bu alanların herhangi birinde meydana gelecek eksiklik, ihmal veya suistimal şirketin uzun vade hedeflerini riske atarak kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerine zarar verecektir (Gençoğlu ve Aytaç, 2016).

2.2.2.1 Ekonomik Sürdürülebilirlik

Sürdürülebilirliğin başlıca unsuru ekonomik performanstır. Şirketlerin ekonomik performansı faaliyet gösterdiği sektör, pazar, pazardaki konumu, rekabet içinde olduğu diğer şirketlerin durumu gibi daha birçok faktöre bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Sürekli değişkenlik gösteren dinamik pazar koşulları karşısında şirketlerin uzun vade hedeflerine ulaşmak için ilgili ekonomik planlamaları yaparken yatırımcıların, hissedarların ve diğer paydaş gruplarının da beklentilerini karşılamaları gerekmektedir. Nitekim ekonomik hedeflere ulaşılmasında paydaş memnuniyetinin de katkısı olduğu unutulmamalıdır. Ticari sınırların ortadan kalktığı, iletişim ve etkileşimin her geçen gün arttığı günümüz iş dünyasında sürdürülebilir ekonomik başarılar için paydaşların çıkar ve menfaatlerinin de gözetilmesi gerekmektedir (Sarıkaya vd., 2010). Kazanç elde etmek şirketler için temel gerekliliklerden biridir. Ancak uzun vadede ayakta kalabilmek sağlıklı bir finansal yapıya sahip olmakla mümkündür. Dolayısıyla şirketlerin ekonomik yapılarının sürdürülebilirlik tarafından ele alınması bir zorunluluktur (Steurer vd., 2005). Nitekim Steurer vd., (2005)' ne göre ekonomik sürdürülebilirlik, şirketlerin finansal yapısı, uzun vadede rekabet gücü ve paydaşları ile ilişkilerinin finansal yapılarına olan etkilerinin en uygun şekilde yönetilmesi ile sağlanacaktır.

Ekonomik sürdürülebilirlik şirketlerin sahip olduğu sermaye türlerinin yönetsel başarısıyla ilgilidir. Finansal sermaye (öz kaynak, borç), maddi sermaye (makine, arsa, arazi, stok) ve maddi olmayan sermaye (marka, patent, ticari sır, itibar, bilgi birikimi) türleri arasında optimal bir yönetim anlayışı gerektirmektedir (Dyllick ve Hockerts, 2002). Ekonomik sürdürülebilirlik finansal sürdürülebilirlikle ilgilenmektedir. Geleneksel anlayışın aksine katma değer üretmeyi hedefleyen daha geniş bir bakış açısına sahiptir. Uzun vadede rekabet üstünlüğü, sektör ve pazar liderliği, kârlılık ve yüksek nakit akışı konularını kapsamaktadır (Jamali, 2006). Zira ekonomik olarak sürdürülebilir şirketler, uzun vadede hissedarlarına ortalamanın üzerinde getiri sağlayarak refah artışı yaratan, likiditeyi güvence altına alarak uzun vadede yatırımlara kaynak aktarmada

herhangi bir sorunla karşılaşmayan ve her zaman makul nakit akışını temin edebilen şirketlerdir (Dyllick ve Hockerts, 2002).

Ekonomik sürdürülebilirlik şirketlerin çevresel ve sosyal alanları dışında kalan, önem verilmesi halinde finansal ve sürdürülebilir faaliyetlere dair başarılı sonuçların elde edileceği şirketin genel faaliyet alanlarını kapsamaktadır. Dolayısıyla yönetim sadece finansal durumu ilgilendiren alanlara odaklanmak yerine uzun vadede ekonomik başarı elde etmek için finansal alanlar dışında kalan teknoloji, işbirliği, süreç ve bilgi yönetimi, satın alma gibi alanları da dikkate almalıdır (Baumgartner ve Ebner, 2010).

Baumgartner ve Ebner (2010)'e göre şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik anlayışını yönetsel anlamda başarılı bir şekilde şirket faaliyetlerine entegre edebilmeleri için kurumsal sürdürülebilirliğin ekonomik boyutuna dair aşağıdaki faktörleri uygulamaları gerekmektedir:

- Şirket faaliyetlerinde, üretim süreçlerinde ve yeni ürünlerde çevresel etkiyi en aza indirmek için entegre çevre teknolojilerinin ve sıfır emisyon teknolojilerinin kullanımına yönelik ar-ge çalışmalarına ağırlık vermek.
- Üniversiteler, tedarikçiler, ar-ge veya teknoloji merkezleriyle kurulacak, çeşitli iş ortaklıkları aracılığıyla yenilikçi ürünler ve teknoloji transferi üzerine bilgi alışverişinde bulunulacak iş birlikleri gerçekleştirmek.
- Kurumsal sürdürülebilirliğin şirket bünyesinde benimsenmesini sağlamak amacıyla, kurumsal sürdürülebilirlik anlayışına yönelik bilgi, faaliyet veya uygulamaları planlama, geliştirme, organize etme, sürdürme, aktarma, uygulama, ölçme ve değerlendirme süreçlerinden geçirerek şirketin veri tabanını iyileştirme yöntemleri üzerinde çalışmak.
- Şirket faaliyetlerinin etkin bir şekilde yürütülmesi için çalışanların görev, yetki ve sorumlulukları ile iş akış süreçlerini net bir şekilde belirlemek.
- Tedarikçilerle sürdürülebilirlik odaklı ilişkiler geliştirerek, satın alma faaliyetleri ve tedarik zinciri yönetiminin her aşamasında kurumsal sürdürülebilirlik anlayışının benimsenmesini sağlamak.

- Şirketlerin sürdürülebilirlik faaliyetlerini, sürdürülebilirlik raporları aracılığıyla kamuoyu ve paydaşlarla paylaşmak.

2.2.2.2 Çevresel Sürdürülebilirlik

Çevresel sürdürülebilirlik, yalnızca geri dönüşüm, enerji verimliliği veya atık yönetimi gibi yasal ve politik düzenlemelerle sınırlı kalmayıp kurumların toprak, hava ve su ekosistemlerine olan etkilerini bütüncül bir bakış açısıyla ele alan bir yaklaşımdır. Bu anlayış çerçevesinde şirketler; ürün ve hizmetlerini, üretim tesislerini, operasyonel politikalarını ve süreçlerini gözden geçirir. Amaç, atık ve emisyonları minimize ederken verimlilik ve kaynak kullanımını optimize etmektir. Nihai hedef ise gelecek nesillerin doğal kaynaklara erişimini tehlikeye atacak faaliyetlerin azaltılmasıdır (Jamali, 2006). Petrol ve kömür gibi yenilenemez enerji kaynakları bilinçsiz ve düzensiz tüketildiğinde gelecekte erişilemez hale gelecektir. Bu durum, gelecek nesilleri tükenen kaynakların yerine alternatif enerji çözümleri aramaya zorlayacaktır. Kaynakların azalmasıyla birlikte mevcut rezervlerin maliyeti yükselme eğilimi gösterecek, bu da şirketlerin üretim giderlerini doğrudan artıracaktır (Aras ve Crowther, 2008). Ekolojik değerlerin gelecek kuşaklara aktarılması, doğal çevrenin muhafaza edilmesini ve ekosistem dengesini tehdit eden unsurların kontrol altına alınmasını zorunlu kılmaktadır. Çevresel faktörler, temelde ekolojik sürdürülebilirlik bakış açısıyla kalkınmayı ele almaktadır. Bu çerçevede, toplumsal refahın yükseltilmesi için sanayileşme ile doğal kaynakların korunması arasında hassas bir dengenin sağlanması gerektiği öne çıkmaktadır. Tüketici tepkileri, değişen satın alma davranışları ve yeni müşteri beklentileri gibi çevresel dinamikler, şirketlerin stratejik kararlarını derinden etkilemeye başlamıştır. Bu süreçte şirketler, rekabet üstünlüğü kazanmak için çevre yönetimi uygulamalarını kurumsal yapılarına dâhil etme yoluna gitmişlerdir (Hassan ve Roychowdhury, 2019).

Sürdürülebilirlik geleceğe odaklanmaktadır. Temel kaygısı, bugün verilen kararların gelecekteki kaynak kullanım olanaklarını daraltmamasıdır. Bu yaklaşım; yenilenebilir enerji kaynaklarının geliştirilmesi, etkin kullanımı ve verimliliğinin sağlanmasını, çevre kirliliğinin asgariye indirilmesini ve yenilikçi üretim ile dağıtım yöntemlerinin benimsenmesini kapsamaktadır. Aynı zamanda bugün katlanılan maliyetlerin geleceğe dönük bir yatırım olarak değerlendirilmesi gerektiğini ifade etmektedir. Bu tür sürdürülebilir uygulamalar yalnızca toplumun

geleceğini şekillendirmekle kalmaz, şirketlerin uzun vadeli konumlarını da belirler. Bir şirketin bugünkü çevresel performansı, aslında kendi geleceğine yaptığı stratejik bir yatırımdır. Tedarik ve üretim süreçlerinde çevresel standartlara önem veren şirketler, mevcut faaliyetlerini sürdürme kapasitelerini koruyarak gelecekte de değer üretmeye devam edebileceklerdir. Değer yaratma potansiyelini muhafaza eden bir şirket, bu değeri paydaşlarıyla paylaşarak onların refahına katkıda bulunacaktır. Ancak burada değer kavramı salt ekonomik boyutuyla sınırlı tutulmamalı, daha kapsamlı bir çerçevede ele alınmalıdır. Şirket tarafından üretilen ve paydaşlar nezdinde kabul gören bu geniş kapsamlı değer, nihayetinde toplumsal refahın artmasına da hizmet edecektir (Aras ve Crowther, 2008).

Sürdürülebilirlik literatürü incelendiğinde, bu kavramın ağırlıklı olarak çevresel bakış açısıyla ele alındığı görülmektedir. Bu doğrultuda, sürdürülebilirlik hedefine ulaşmak isteyen şirketlerin çevresel zararları en aza indirecek reformist yaklaşımlar benimsemesi, süreçlerini yeniden tasarlaması ve yapısal dönüşümler gerçekleştirmesi gerekmektedir. Bununla birlikte, çevresel sürdürülebilirlik alanında hem teorik hem de uygulamalı düzeyde önemli ilerlemeler kaydedilmiş olsa da şirketler bu yolda hâlâ çeşitli engellerle karşı karşıyadır. Bu engeller arasında; üretim veya tüketim aşamasında toplam maliyete yansıtılmayan çevresel giderlerin kirletici ürünleri fiyat avantajıyla cazip kılması, sanayileşmiş toplumlarda tüketicilerin sürdürülemez tüketim kalıplarına alışkanlık geliştirmiş olması, çıkar gruplarının yarattığı baskılar, finansal kısıtlamalar ve örgütsel durağanlık sayılabilir (Shrivastava, 1995).

Çevresel sürdürülebilirlik, şirketlerin etik temellerini sağlamlaştırmasına ve paydaşlarıyla kalıcı bağlar oluşturmalarına olanak tanıyarak hem iç hem de dış pazarlarda kurumsal itibarlarını güçlendirmelerine katkı sağlamaktadır. Bu kavram, şirket stratejilerinin hayata geçirilmesinde ve kurumsal performansın yükseltilmesinde belirleyici bir işlev üstlenmektedir. Son dönemde pek çok şirket, rekabet avantajı kazanmak ve performanslarını iyileştirmek amacıyla çevre dostu uygulamaları iş politikalarına entegre etmektedir. Bunun yanı sıra yıllık faaliyet raporlarına çevresel performans değerlendirmelerini dâhil etmekte ve yönetim kurullarında çevre yönetimi konusunda uzmanlaşmış profesyonellere yer vermektedir (Danso vd., 2020).

2.2.2.3 Sosyal Sürdürülebilirlik

Sürdürülebilirliğin sosyal boyutu, şirketlerin faaliyette bulundukları toplumsal yapı üzerindeki etkilerine odaklanmaktadır. Bu çerçevede, söz konusu sosyal yapının bileşenlerini oluşturan farklı paydaş ve çıkar grupları gözetilmekte; her bir grubun beklentileri, menfaatleri ve çıkarları arasında bir denge kurulması hedeflenmektedir. Bu yaklaşım; toplumsal olaylar, halk sağlığı, sosyal adalet, eşitlik, fırsat eşitliği, insan hakları, çalışma koşulları, işçi hakları, eğitim ve sağlık hizmetlerine erişim, iş güvenliği, insan kaynakları yönetimi, istihdam sürekliliği ve toplumsal cinsiyet eşitliği gibi faktörleri kapsamaktadır (Jamali, 2006; Meseguer-Sánchez vd., 2021).

Çevresel sürdürülebilirlik doğal kaynakların korunması ve etkin kullanımına odaklanırken, sosyal sürdürülebilirlik insan kaynaklarının geliştirilmesi ve yönetilmesini esas almaktadır. Bu kapsamda bireysel yetkinlikler, kurumsal yapılar, sosyal bağlar ve toplumsal değer sistemleri gibi sosyal kaynakları etkili yönetme ve bu kaynaklardan gelecek nesiller adına fayda sağlama söz konusudur. Sosyal sürdürülebilirlik; eğitim kalitesinin artırılması, toplum sağlığının güvence altına alınması, kültürel zenginliğin ve çeşitliliğin muhafaza edilmesi ile adalet temelli yaklaşımların güçlendirilmesi gibi alanları kapsamaktadır. Dolayısıyla sosyal sürdürülebilirlik organizasyonların kendi insan sermayelerini nitel anlamda geliştirirken toplumsal dayanışmayı arttırarak bulundukları topluma katkı sağlamaları olarak tanımlanmaktadır (Sarkis vd., 2010).

Labuschagne vd., (2005) sosyal sürdürülebilirlik faaliyetlerini dört temel boyutta ele almışlardır: iç insan kaynakları yönetimi, dış toplumsal etkiler, paydaş katılımı ve makro sosyal performans. İç insan kaynakları yönetimi, şirketlerin en kritik sermayesi olan çalışanlarına karşı sosyal yükümlülüklerini kapsamaktadır. Bu boyut; sürekli istihdam imkânlarıyla iş güvencesinin sağlanmasını, ulusal mevzuat ve uluslararası insan hakları standartlarına uygun çalışma koşullarının oluşturulmasını, hakkaniyete dayalı ücretlendirme ve ödül sistemlerinin tasarlanmasını, iş sağlığı ve güvenliği standartlarının iyileştirilmesini, ar-ge faaliyetleri ve kariyer geliştirme programlarıyla çalışan kapasitesinin artırılmasını içermektedir. Dış toplumsal etkiler boyutu, şirketlerin operasyonel süreçlerinin çevre ve toplum üzerindeki yansımalarını değerlendirmektedir. Bu kapsamda kurumların insan sermayesinin gelişimine, verimlilik artışına ve toplumsal refaha

sundukları katkılar incelenmektedir. Paydaş katılımı boyutu, şirketlerin paydaşlarıyla kurdukları ilişkileri ön plana çıkarmaktadır. Burada şirketlerin paydaşlarını faaliyetleri hakkında yeterli düzeyde bilgilendirme kapasitesi ve onları karar alma mekanizmalarına dâhil etme seviyesi değerlendirilmektedir. Makro sosyal performans ise şirketlerin faaliyet gösterdikleri bölge veya ülkeye sağladıkları ekonomik ve çevresel katkıları ele almaktadır. İhracat hacmi, gayri safi yurtiçi hasılaya katkı ve vergi gelirleri gibi ekonomik göstergelerin yanı sıra çevre politikalarının geliştirilmesi ve uygulanması gibi ekolojik katkılar da bu boyutun temel bileşenleri arasında yer almaktadır.

2.2.3 Kurumsal Sürdürülebilirliğin Önemi ve Faydaları

Kurumsal sürdürülebilirlik, iş dünyasında her geçen gün önemini artıran bir yönetim yaklaşımı olarak öne çıkmaktadır. Şirket yöneticileriyle gerçekleştirilen araştırmalar, yöneticilerin yüzde doksanının kurumsal sürdürülebilirliği uzun vadeli başarı için kritik bir unsur olarak değerlendirdiğini ortaya koymaktadır. Öte yandan politika yapıcılar da iklim değişikliği, yoksulluk ve enerji verimliliği gibi küresel ölçekli sorunlarla mücadelede kurumsal sürdürülebilirliğin taşıdığı önemi kavramış durumdadır. Küresel sorunların yoğunlaşmasıyla birlikte kurumsal sürdürülebilirliğe yönelik ilginin artmasının temel nedeni, kamuoyunun şirketlerden bu sorunlara çözüm üretmelerini beklemesidir (Meuer vd., 2020).

Meseguer-Sánchez vd., (2021)'e göre sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma kavramlarının ön plana çıkmasının temel nedenlerinden biri, toplumun çevre üzerindeki etkisinin giderek daha fazla fark edilmesidir. İklim değişikliği, kaynakların bilinçsiz tüketimi ve nüfusun yaşlanması gibi toplumun genelini ilgilendiren sorunların ciddiyetini kavrayan bireyler, salt niceliksel ekonomik büyümenin ötesinde nitelikli ve sorumlu bir kalkınma anlayışının gerekliliğini anlamaya başlamışlardır. İklim değişikliği, enerji verimliliği ve çevreye duyarlı üretim süreçleri gibi insan, doğa ve toplum üzerinde doğrudan etki yaratan konuların önem kazanmasıyla birlikte kurumlar ve şirketler; üretim veya hizmet süreçlerini, operasyonel faaliyetlerini ve kurumsal politikalarını çevresel ve sosyal faktörleri gözetenerek iyileştirmeye yönelmektedir (Al-Najjar ve Anfimiadou, 2012).

Birçok sektörde şirketlerin defter değeri, gerçek piyasa değerlerini yansıtmamaktadır. 1970'lerin sonlarına kadar defter değeri ile piyasa değeri birbirine yakın seyrederken, günümüze değin bu ilişki önemli ölçüde değişmiştir. Yapılan analizler, defter değerinin piyasa değerinin yalnızca dörtte birini temsil ettiğini göstermektedir. Bu iki değer arasındaki farkın doğru yorumlanması, şirket değerlemesi açısından kritik öneme sahiptir. Piyasa değerinin belirlenmesinde maddi varlıkların yanı sıra müşteri ilişkileri, insan sermayesi, marka değeri, kurumsal kültür ve itibar gibi maddi olmayan varlıklar da hesaba katılmaktadır (Kristensen ve Westlund, 2003). Bu gelişme, şirketlerin finansal performanslarının ötesinde çevresel ve sosyal uygulamalarının da raporlanarak değerlendirilmesinin önemini artırmıştır. Nitekim sürdürülebilirlik anlayışının güçlenmesiyle birlikte şirketler artık sadece kâr odaklı ekonomik birimler olarak görülmemektedir. Aksine, paydaşlarının ve toplumun çıkarlarını gözeten; ekonomik, çevresel ve sosyal konularda sorumluluk üstlenen kurumlar olarak kabul edilmektedir (Onocak vd., 2023).

Sürdürülebilirliğin şirketler açısından giderek daha kritik bir kavram haline gelmesinin başlıca nedenleri şu şekilde özetlenebilir (Onocak vd., 2023):

- Şirketlerin uluslararası pazarlara açılarak çok uluslu yapılara dönüşmesi, artan iş hacimleriyle birlikte çevresel ve sosyal sorumluluklarının da genişlemesine yol açmıştır.
- Entegre iş modelleri, şirketleri tedarik zincirinin her aşamasında sorumlu davranmaya yönlendirmektedir.
- Sorumluluk bilincinin yükselmesiyle günümüz tüketicileri satın alma kararlarına çok sayıda faktörü dâhil etmekte, bu durum şirketleri çevresel ve sosyal konulara duyarlı yapılar haline getirmektedir.
- Paydaşların kurumsal yönetim anlayışı çerçevesinde artan şeffaflık beklentisi, şirketleri sürdürülebilirlik yaklaşımına yönelten önemli bir etken olmuştur. Bu şeffaflık talebi yalnızca finansal bilgilerle sınırlı kalmayıp üretim süreçlerini ve ürün veya hizmetlerin çevresel ve toplumsal etkilerini de kapsamaktadır.
- İletişim teknolojilerindeki gelişmeler, küreselleşme ve çok uluslu şirket yapıları nedeniyle bir şirkette yaşanan sorunlar sektördeki veya bölgedeki diğer şirketleri de etkileyebilmektedir. Bu durum şirketleri

faaliyet gösterdikleri tüm pazarlarda sorumlu davranmaya sevk etmektedir.

- İklim değişikliği, yolsuzluklar, göç hareketleri ve doğal afetler gibi küresel sorunlar da iş dünyasını çevresel ve sosyal konularda sorumluluk almaya yöneltmiştir.

Bununla birlikte, Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi tarafından 2010 yılında 766 şirket CEO'sunun katılımıyla gerçekleştirilen araştırma, şirketleri kurumsal sürdürülebilirliğe yönelten temel faktörleri şu şekilde belirlemiştir (Kuşat, 2012):

- Şirket güveni, itibarı ve marka değerindeki artışın kârlılığa olumlu yansımaları,
- Çalışan motivasyonunun ve kâr marjlarının yükselmesi,
- Kurumsal itibarın güçlenmesinin nitelikli işgücüne erişimi kolaylaştırması,
- Toplum nezdinde kazanılan meşruiyetin rakiplere karşı rekabet üstünlüğü sağlaması,
- Çok uluslu yatırım ve finans kuruluşlarından finansal kaynak temin etme olanaklarının artması,
- Bilinçlenen tüketicilerin şirketlerden farklı beklentiler içine girmesi

Kurumsal sürdürülebilirlik, şirketlerin sürdürülebilir kalkınmaya yönelik yaklaşımlarını yansıtmakla birlikte bu anlayışı politika olarak benimseyen şirketlere de önemli avantajlar sunmaktadır. Üretim süreçlerinde enerji verimliliği yüksek teknolojiler kullanan ve çevre dostu ürün ve hizmetler sunan şirketler bu faydalardan yararlanmaktadır. Bu çerçevede etkin bir kurumsal sürdürülebilirlik stratejisinin belirlenmesi, bir yol haritasının oluşturulması ve uygulamaya konulması şirketler için hem kritik hem de zorlu bir süreçtir. Her şirketin kendine özgü nitelikleri bulunmaktadır; yönetim yapısı, faaliyet gösterilen sektör, iş süreçleri, şirket politikaları, paydaş beklentileri ve dış çevre etkileri gibi çok sayıda değişken strateji belirleme sürecini karmaşık hale getirmektedir. Bununla birlikte kurumsal sürdürülebilirlik stratejilerinin formüle edilerek hayata geçirilmesiyle iş stratejileri arasında sağlanacak uyum, şirketlerin ekonomik, çevresel ve sosyal zorluklarla mücadelesine katkı sağlayacaktır. Bu nedenle karar alıcıların iş stratejileriyle örtüşen sürdürülebilirlik stratejileri geliştirmeleri,

kurumsal sürdürülebilirlikten elde edilecek faydayı maksimize edecektir (Kitsios vd., 2020).

Kurumsal sürdürülebilirlik anlayışını benimseyen şirketlerin; müşteriler, alacaklılar, çalışanlar, kredi kuruluşları, hissedarlar ve toplum gibi geniş bir paydaş kitlesinin çıkarlarını gözetmesi ve iş politikalarını bu doğrultuda şekillendirmesi gerekmektedir. Paydaşlarla kurulan güçlü ilişkiler şirketlere çok yönlü faydalar sağlamaktadır: Çalışan verimliliğinde ve hisse senedi getirilerinde artış, pazar avantajı, yönetsel etkinlik ve nihayetinde marka değeri ile kurumsal bilinirlikte yükseliş bu faydalar arasında sayılabilir. Günümüz yönetim anlayışının sadece hissedar refahını maksimize etme odağından, tüm paydaş gruplarınca paylaşılan ve benimsenen değer yaratma anlayışına evrilmesi önemli bir dönüşümü temsil etmektedir. Bu dönüşüm, kurumsal sürdürülebilirliğin ekonomik, çevresel ve sosyal hedefler doğrultusunda sürdürülebilir büyüme sağlayabileceği güçlü bir iş ekosisteminin oluşmasına zemin hazırlamaktadır (Kim ve Kim, 2018).

2.2.4 Sürdürülebilirlik Raporlaması

Şirketlerin belli zaman aralıklarında finansal durumlarının ortaya konularak finansal performanslarının değerlendirilmesini sağlayan finansal raporların 1929 Dünya Ekonomik Buhranı sonrasında ABD’de halka açık şirketler tarafından yayınlanması zorunlu hale getirilmiştir (Akbaş, 2022). Finansal raporlama, şirketlerin kârlılık, likidite ve nakit akışlarını değerlendirerek şirket değerini hesaplamak, faaliyetleri analiz etmek ve bu bilgileri hissedarlar, yatırımcılar ve kredi kuruluşları başta olmak üzere paydaşlarla paylaşmak açısından temel bir araçtır. Finansal raporlarda sunulan bilgilerin şirketin gerçek durumunu yansıtması, doğru ve güvenilir olması ile tüm kullanıcılar tarafından anlaşılabilir nitelik taşıması raporlama kalitesinin temel göstergelerini oluşturmaktadır (Akarçay, 2014). Şirketlerin finansal sonuçlarının yer aldığı raporlar çeşitli paydaş gruplarının beklentilerini karşılamak amacıyla belli dönemler halinde yasal zorunluluk gereği hazırlanan raporlardır. Bu raporlarda şirketlerin varlık ve kaynaklarının etkin bir şekilde korunması veya yönetilmesi değil, ilgili dönem sonuna ait kârlılığa dair bilgiler yer almaktadır (Özsözgün Çalışkan, 2012).

Geleneksel finansal raporlama sistemi, şirket faaliyetlerini ve sonuçlarını ağırlıklı olarak finansal boyutuyla ele almakta ve öncelikli olarak yöneticiler ile hissedarların bilgi gereksinimlerine odaklanmaktadır. Ancak günümüzde hissedarların ötesinde diğer paydaş gruplarının da şirket faaliyetleri ve sonuçlarıyla yakından ilgilendiği bilinmektedir. Piyasalarda yaşanan şirket skandalları toplumun genelinde finansal davranışları etkilemiş ve finansal okuryazarlık düzeyinin yükselmesine katkı sağlamıştır. Dahası bu ilgi yalnızca finansal sonuçlarla sınırlı kalmayıp şirket faaliyetlerinin çevresel ve sosyal boyutlarını da kapsamaktadır. Finansal raporlama, temel olarak hissedarlar ve yöneticilerin bilgi ihtiyacını karşılamaya yönelik olup kârlılığı başlıca başarı ölçütü olarak kabul etmektedir. Bu nedenle paydaşların şirket faaliyetlerinin çevresel ve sosyal etkilerine ilişkin raporlama beklentilerini karşılayamamaktadır. Ayrıca finansal raporlar mali işlemler temelinde hazırlandığından değer hesaplaması parasal işlemlerle sınırlı kalmakta, şirketin çevresel ve sosyal alanlardaki etkileri ile bu etkilerin şirkete sağladığı olumlu geri dönüşler göz ardı edilmektedir. Bu durum yapılan hesaplamaların şirketin gerçek değerini tam olarak yansıtmamasına yol açmaktadır (Özsözgün Çalışkan, 2012).

Bununla birlikte toplum, şirketlerin kaliteli mal ve hizmet sunmasının yanı sıra çalışan hakları, çevre kirliliği, enerji tasarrufu gibi konulara verdiği önemi takip ederek bu konuların sosyal ve çevresel etkilerini de izler hale gelmiştir (Özdemir ve Pamukçu, 2016). Nitekim şirket değerinin tespitinde finansal bilgilerin yanında şirketlerin sosyal ve çevresel performanslarına dair bilgilerle ihtiyaç duyulması finansal olmayan bilgilerin de raporlanma ihtiyacını ortaya çıkarmıştır (Akbaş, 2022).

Sürdürülebilirlik raporlaması şirket faaliyetlerinin ve bu faaliyetlerin ekonomik, sosyal ve çevresel alanlara etkilerinin değerlendirildiği, ölçüldüğü, açıklandığı bir raporlamadır. Bu raporlar şirketlerin ulusal ve uluslararası düzeyde sektörel kıyaslamalar yapmasını sağlayarak paydaşlar için önemli bilgiler üretmektedir (Koçyiğit vd., 2023). Akdoğan, (2024)'na göre sürdürülebilirlik raporları, şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim performansı hakkında bilgi sağlayan, aynı zamanda şirket paydaşlarına şirketin toplumdaki konumu, rolü ve topluma olan katkısı hakkında bilgiler veren raporlardır. Sürdürülebilirlik raporlaması, şirketlerin sadece çevresel performansına odaklanan çevresel raporlamanın aksine, sosyal ve ekonomik performanslarını da içererek şirketlerin

uygulamalarının finansal olmayan yönleri hakkında paydaşların ve bilgi kullanıcılarının şirketler hakkında detaylı bilgi sahibi olmalarını sağlamaktadır (Berthelot vd., 2012; Kuzey ve Uyar, 2017).

Sürdürülebilirlik raporlaması kurumsal raporlamanın zaman içinde geldiği noktayı göstermektedir. Zaman zaman finansal olmayan raporlama, kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması gibi kavramlarla da ifade edilen bu raporlama türünün gelişimi tarihsel süreç incelendiğinde dört aşamanın varlığından bahsedilebilir. İlk aşama, şirketlerin üretim faaliyetlerinin çevre ve canlı yaşamına olumsuz etkilerini azaltmaya çalıştıkları 1960'lı ve 1970'li yıllardır. İkinci aşama hükümetlerin çeşitli düzenlemeler getirdiği, bu düzenlemeleri belli bir sistem dâhilinde şekillendirdiği, şirketlerin bu düzenlemelere uyum sağlamak amacıyla katlandığı maliyetleri azaltmaya çalıştıkları 1980'li yıllardır. Dördüncü ve son aşama ise üçlü sorumluluk raporlaması, kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması gibi farklı raporlama çerçevelerinin gündeme geldiği tartışıldığı 1990'lı yıllardır (Akarçay, 2014).

Burhan ve Rahmanti (2012)'ye göre sürdürülebilirlik raporlaması ile kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması birbiriyle yakından ilişkili, benzer özelliklere sahip olsalar da önemli farklılıklar barındırmaktadırlar. Kurumsal sosyal sorumluluk raporlamalarında şirketlerin çalışan refahı, iş güvenliği, çalışma koşulları işgücü çeşitliliği gibi sosyal; mal veya hizmet üretim süreçleri ile üretilen ürün ve hizmetlerin hava, su, toprak, biyolojik çeşitlilik ve insan hayatı üzerindeki etkileri gibi çevresel konulara dair açıklamalar yer almaktadır. Ancak sürdürülebilirlik raporları şirketlerin ekonomik, çevresel ve sosyal faaliyetlerinin daha geniş ve ayrıntılı bir bakış açısıyla değerlendirildiği raporlama türüdür.

Günümüzde kurumsal sürdürülebilirlik anlayışının şirketler tarafından benimsenmesi, kurumsal sosyal sorumluluk raporlarının sürdürülebilirlik raporlaması olarak yeniden yapılandırılmasını sağlamıştır (Burhan ve Rahmanti, 2012). Bu doğrultuda, sürdürülebilirlik raporlamasının şirketlere sağladığı faydalar şu şekilde özetlenebilir (Saban vd., 2017):

- Bu raporlama sistemi, ekonomik, çevresel ve sosyal açıdan değer yaratan ürün, hizmet ve faaliyetlerin tespit edilmesine olanak tanımaktadır.
- Şirket performansının rakiplerle kıyaslanmasını mümkün kılarak rekabet avantajı sağlamaktadır.

- Marka değerini, kurumsal itibarı ve hesap verebilirliği glendirmektedir.
- İç kontrol yapısının etkinliğini artırarak çalışan performansının yükselmesine katkıda bulunmaktadır.

Kolk (2004)'a göre çok uluslu şirketler arasında kurumsal bilinirlik ve marka farkındalığı gibi nedenlerle sürdürülebilirlik raporu yayınlama oranı oldukça yüksektir. Benzer biçimde petrol, gaz, enerji, otomotiv, bilişim, elektronik ve gıda sektörlerinde faaliyet gösteren şirketlerin sürdürülebilirlik raporu yayınlama oranı diğer sektörlere kıyasla daha fazladır. Özellikle akaryakıt, petrol, gaz, madencilik, kimya, otomotiv ve teknoloji gibi sektörlerdeki büyük ölçekli şirketler ekonomik, sosyal ve çevresel konulardaki uygulamalarını sürdürülebilirlik raporları aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Bu sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin üretim süreçlerinin çevresel riskler içermesi, sürdürülebilirlik raporlamasına duyulan ihtiyaç açıkça ortaya koymaktadır (Burhan ve Rahmanti, 2012).

Sürdürülebilirlik raporları yalnızca hissedarlar, yatırımcılar veya alacaklılar için değil; müşteriler, tedarikçiler, çalışanlar, sivil toplum kuruluşları ve kamuoyunu kapsayan geniş bir paydaş kitlesinin bilgi gereksinimlerini karşılamak amacıyla yayınlanmaktadır (Burhan ve Rahmanti, 2012). Bu doğrultuda şirketlerin sürdürülebilirlik raporlaması yapma nedenleri çeşitli başlıklar altında aşağıdaki gibi ele alınabilir (Kolk, 2004; zszğn alışkan, 2012):

- *Stratejik ve operasyonel nedenler* arasında şirket hedeflerine ulaşma sürecindeki ilerlemeyi izleme kapasitesinin geliştirilmesi, evre yönetimi stratejilerinin etkin uygulanması ve şirket genelinde çevresel konulara ilişkin farkındalığın artırılması yer almaktadır. Kurumsal mesajın hem iç hem de dış paydaşlara açık biçimde iletilmesi ile ileriye dönük faaliyetlerde olası aksaklıkların önlenmesi amacıyla gerekli izinlerin temin edilmesi de bu kapsamda değerlendirilmektedir.
- *Kurumsal fayda odaklı nedenler* şeffaflığın artırılarak toplum nezdinde güvenilirlik kazanılmasını, şirket itibarı ve verimliliğinin yükseltilmesini, iş geliştirme fırsatlarının değerlendirilmesini ve çalışan memnuniyetinin artırılmasını kapsamaktadır. Maliyet avantajı

elde edilmesi ve sürdürülebilirlik endekslerinde yer alınması da bu kategorideki motivasyonlar arasındadır.

- *Dışsal baskı ve uyum gereklilikleri* açısından bakıldığında uluslararası gönüllü standartlara uyum sağlayarak rekabet avantajı elde edilmesi, hükümetler ile düzenleyici ve denetleyici kurumlar tarafından çıkarılan mevzuata uyum zorunluluğu öne çıkmaktadır. Tüketicilerin üretim süreçlerinde çevre dostu teknoloji kullanımı beklentisi ve sürdürülebilirliğin yatırım kararlarında belirleyici bir faktör haline gelmesi de şirketleri raporlamaya yönelten önemli dışsal etkenlerdir

Sürdürülebilirlik raporlamasının sağladığı faydalar bilinmesine rağmen her şirket bu uygulamayı benimsememektedir. Raporlama yapmama kararının arkasında çeşitli gerekçeler bulunmaktadır. Bazı şirketler sürdürülebilirlik raporlamasından elde edilecek faydalara kuşkuyla yaklaşmaktadır. Faaliyet gösterilen sektörde rapor yayınlama eğiliminin düşük olması da şirketleri bu karardan alıkoyan etkenler arasındadır. Toplumda sürdürülebilirlik okuryazarlığının yeterli düzeyde olmaması nedeniyle şirketlerin sürdürülebilirlik faaliyetlerinin karşılık bulamayacağı düşüncesi de raporlamadan kaçınma nedenlerinden birini oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra bazı şirketler çevresel sorunlara yönelik alternatif çözüm yolları aramayı tercih etmektedir. Mevcut çevre yönetimi uygulamalarıyla zaten iyi bir itibara sahip olan şirketler ek raporlama ihtiyacı duymayabilmektedir. Raporlama sürecinin yüksek maliyetler içermesi ve şirketin tüm operasyonlarından uygun veri toplamanın yanı sıra doğru performans kriterlerinin belirlenmesinin güçlüğü de caydırıcı faktörler arasında yer almaktadır. Son olarak sürdürülebilirlik anlayışına uyum düzeyinin düşük olduğu durumlarda raporlamanın şirket itibarına zarar verebileceği, yasal yaptırımları gündeme getirebileceği veya çevreci kuruluşların dikkatini çekebileceği endişesi de şirketleri raporlamadan uzak tutan önemli bir gerekçedir (Kolk, 2004).

Toplumun, tüketicilerin ve şirket paydaşlarının çevresel ve sosyal konulara ilgisi, şirketlerin faaliyetlerine yönelik daha fazla bilgi edinme ihtiyacı, ilgili kurum ve kuruluşlar tarafından yapılan düzenlemeler şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik anlayışını benimsemesini sağlamıştır. Günümüzde kurumsal sürdürülebilirliğe artan ilgi beraberinde sürdürülebilirlik raporlamasının ulusal ve uluslararası piyasalarda değerlendirilmesi gerekliliğini ortaya çıkarmıştır.

Raporlama anlayışında yaşanan bu gelişmelere bağlı olarak şirketlere sürdürülebilirlik raporlarının hazırlanmasında yardımcı olmak ve bu alanda üzerinde uzlaşmış ortak bir dil olacak şekilde sivil toplum kuruluşları tarafından standartlar ve raporlama çerçeveleri hazırlanmıştır (Akbaşı, 2022; Onocak vd., 2023).

2.2.5 ESG

ESG anlayışının temeli kurumsal sosyal sorumluluk anlayışına dayanmaktadır. ESG ilk olarak Birleşmiş Milletler (BM) tarafından 2004 yılında yayınlanan bir raporda ortaya atılmıştır. Bu öncü çalışmayı takiben BM, 2006 yılında yatırımcıların finansal karar alma süreçlerinde çevresel, sosyal ve yönetim faktörlerinin etkilerini artırabilmek için Sorumlu Yatırım İlkelerini oluşturmuştur. Bu kurumsal gelişmenin ardından ESG, disiplinler arası bir ilgi odağı haline gelmiştir. ESG; çevresel, sosyal ve yönetim kelimelerinin İngilizce karşılıklarının (environmental, social, governance) baş harflerinin kısaltma olarak (ESG) kullanılmasıyla uluslararası literatürde genel kabul görmüş ve Türkçeye ÇSY (çevresel, sosyal, yönetim) olarak geçmiştir (Doğan, 2024). Bu çalışmada kısaltma olarak ESG tercih edilmiştir.

Günümüz finans dünyasındaki gelişmeler doğrultusunda çevresel, sosyal ve yönetim kriterlerinin yatırım süreçlerine entegre edilmesi, sorumlu yatırım yaklaşımının temel bileşeni haline gelmiştir. Son dönemde yatırımcıların finansal getirinin yanı sıra şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim performansını da karar süreçlerine dâhil etmesi bu konunun önemini artırmış ve finans sektöründe köklü dönüşümlere zemin hazırlamıştır. ESG yaklaşımı, mal veya hizmet üretim süreçlerinde şirketlerin çevresel etkilerini, toplumsal ilişkilerini ve yönetim kalitesini ölçmeye odaklanarak geleneksel finansal göstergelerin ötesinde kapsamlı bir değerlendirme çerçevesi sunmaktadır (Turnacıgil, 2024).

Son yıllarda etkisini giderek artıran küresel ısınma, iklim değişikliği, doğal kaynakların tahribi, ekonomik krizler, göç hareketleri ve salgın hastalıklar gibi küresel ölçekli olaylar, insan, canlı ve doğal yaşam dengesinin korunmasının önemini ve gerekliliğini açıkça ortaya koymuştur. Gelirlerini artırma ve faaliyetlerini optimize etmenin ötesinde faaliyet gösterdikleri çevreye karşı sorumluluk üstlenmeye başlayan şirketler, paydaşlarından gelen talepler doğrultusunda farklı raporlama sistemleri geliştirme sürecine girmiştir (Çetenak

vd., 2022; Drempetic vd., 2020). Yaşanan salgın hastalıklar ve doğal afetler nedeniyle şirketler hammadde tedarigi ve nihai ürün teslimatında çeşitli güçlüklerle karşılaşmış, bozulan tedarik zincirleri kârlılıklarını olumsuz yönde etkilemiştir. Salgın döneminde dijital ortamın yoğun kullanımıyla çevrimiçi toplulukların önem kazanması, şirketlerin bilgi paylaşımı ve yatırımcı ilişkileri yönetiminin önem kazanmasını sağlamıştır. Zira şirketlerle ilgili ortaya atılan herhangi bir olumsuz haber dijital ortamda hızla yayılarak itibar kaybına neden olmakta ve hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemektedir. Bu nedenle şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim alanlarındaki faaliyetlerine ilişkin şeffaf bilgi paylaşımında bulunmaları ve olası riskleri en aza indirmeleri büyük önem taşımaktadır (Kao, 2023).

ESG, şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim uygulamalarını sistematik bir şekilde değerlendiren ve bu üç boyuttaki performansları bütünleştiren çok boyutlu bir değerlendirme çerçevesidir (Yoon vd., 2018). ESG çerçevesinin çevresel boyutu, şirketlerin çevresel performanslarını kapsamlı biçimde ele almaktadır. Bu boyut şirketin ekolojik ayak izini azaltmaya yönelik stratejik çabalarını kapsamaktadır. Bu değerlendirmede karbon emisyonlarının azaltılması, sera gazı salınımlarının kontrolü, yenilenebilir enerji kaynaklarına geçiş ve genel çevre koruma stratejileri temel odak noktalarını oluşturmaktadır. Doğal kaynak kullanımının optimizasyonu, sürdürülebilir atık yönetimi sistemlerinin uygulanması ve biyolojik çeşitliliğin korunmasına yönelik girişimler de bu kapsamda değerlendirilen önemli unsurlardır. Tüm bu faaliyetler, şirketlerin çevresel sorumluluklarını yerine getirme düzeylerinin belirlenmesinde kritik rol oynamakta ve sürdürülebilir iş modellerinin geliştirilmesine katkı sağlamaktadır (Yang vd., 2024; Yoon vd., 2018). Sosyal boyut, şirketin toplumsal sorumluluğunu ve paydaş ilişkilerini değerlendirmektedir. Şirketlerin farklı paydaş grupları ve toplumla kurduğu ilişkilerin niteliğini incelemektedir. Adil ücretlendirme uygulamaları, güvenli çalışma ortamlarının sağlanması ve iş mevzuatına uygunluk temel değerlendirme kriterleri arasında yer almaktadır. Toplumsal ilişkiler açısından şirketlerin faaliyet gösterdikleri bölgeye sundukları katkılar ve yerel topluluklarla geliştirdikleri bağlar önemli sosyal faktörler olarak ele alınmaktadır. Yerel halka fayda sağlayan projelerin geliştirilmesi ve toplumsal sorunlara çözüm üretilmesi bu kapsamda değerlendirilmektedir. Müşteri ilişkileri boyutunda ise müşteri memnuniyetinin artırılması, kişisel verilerin korunması,

ürün kalitesi ve güvenliği standartları ile pazarlama faaliyetlerinde etik kurallara uyum gibi unsurlar incelenmektedir. Bu alanlarda sorumlu yaklaşım sergileyen şirketler müşterileriyle daha güçlü ve kalıcı ilişkiler kurmaktadır (Jamali, 2006; Turnacıgil, 2024; Yoon vd., 2018). Yönetişim boyutu, şirketlerin karar alma mekanizmalarını ve yönetim yapılarını kapsamlı biçimde değerlendirmektedir. Bu boyut, yönetim kurulunun yapısı ve bağımsızlığı, hissedar hakları ve koruma mekanizmaları, yönetim hakları ve sorumlulukları, şeffaflık ve finansal raporlama kalitesi, etik kurallar ve uyum mekanizmaları gibi kurumsal yönetim ilkelerini kapsamaktadır. Hissedarların şirket yönetimindeki söz hakkı, katılım düzeyi ve yönetim kararlarının şeffaf biçimde paylaşılması da yönetim kalitesinin temel göstergeleridir. Bunun yanı sıra şirketlerin yolsuzluk, rüşvet ve benzeri etik dışı davranışları önlemek amacıyla aldıkları tedbirler ve geliştirdikleri politikalar bu kapsamda incelenmektedir (Turnacıgil, 2024; Yoon vd., 2018).

Şirketler tarafından yapılan finansal bilgi paylaşımlarının paydaşların bilgi ihtiyacını karşılamakta yetersiz kalması, söz konusu finansal olmayan bilgi paylaşımları ile finansal bilgilerin daha anlamlı hale gelmesini ve birlikte değerlendirildiklerinde bilgi kullanıcıları tarafından yatırım kararları almada daha rasyonel sonuçlar ortaya koymasını sağlamaktadır (Atasel ve Güneysu, 2023; Khan vd., 2016). Dolayısıyla şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim alanlarına ait faaliyetlerinin bir göstergesi olan ESG, yatırımcılar arasında giderek daha önemli ve popüler hale gelen şirketin finansal olmayan performans göstergelerini temsil etmektedir (Şerban vd., 2022). Son yıllarda önemi giderek artan ESG skoru hissedarların, yatırımcıların ve diğer paydaşların finansal kararlarında önemli bir belirleyicisi olmakla birlikte finans literatüründe finansal olmayan şirket faaliyetlerinin ölçümünde, değerlendirilmesinde ve sınıflandırılmasında önemli bir kavram olarak yerini almıştır (Çetenak vd., 2022).

ESG, sürdürülebilir yatırımlarla ilgilenen yatırımcıların çevresel uygulamalar ve tartışmalı iş pratikleri nedeniyle finansal riske maruz kalan şirketlere yatırım yapmaktan kaçınmalarına olanak tanımaktadır. Yatırımcılar ESG raporları aracılığıyla üretim süreçlerinde insan ve çevre odaklı uygulamaları hayata geçirmeyen veya etik dışı faaliyetlerinde iyileştirme gerçekleştirilmeyen şirketleri tespit edebilmektedir. Bu sayede sosyal sorumluluk anlayışı çerçevesinde söz konusu şirketlere yatırım yapmaktan kaçınabilmektedirler. ESG, şirketlerin hisse senedi performansını etkileyen önemli bir faktör olarak öne

çıkmaktadır. Bu nedenle ESG analizi, fırsatları ve potansiyel riskleri belirlemeye yardımcı olan yatırım portföyü değerlendirmesinin ayrılmaz bir parçası haline gelmiştir (Şerban vd., 2022).

Paydaş teorisine göre yönetimin başarısı, paydaşlarla kurulan ilişkilerin kalitesiyle doğrudan bağlantılıdır. İyi yönetim anlayışı olarak da nitelendirilen bu teori, şirketin tüm paydaş gruplarını gözetken ve kurumsal yönetim ile ESG faaliyetleri aracılığıyla şirket değerini maksimize etmeye odaklanan bir yaklaşımı esas almaktadır (Halid vd., 2023). Son yıllarda şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim alanlarındaki faaliyetlerini açıkladığı ESG verilerinin paydaşlar arasındaki kullanımı önemli ölçüde artmıştır. Tarmuji vd. (2016)'ne göre şirketlerin sürekli değişim içindeki iş dünyasının zorlu koşullarında faaliyetlerini sürdürme, kârlılıklarını artırma ve rekabet üstünlüğü elde etme hedeflerinin yanı sıra ESG verilerini açıklaması paydaşlar nezdinde olumlu bir imaj ve itibar göstergesidir. Şirketlerin ESG verileri yalnızca statik bir sayısal skordan ibaret olmayıp dinamik bir yapıyı temsil etmektedir. Şirketler geçmiş finansal bilgilere ek olarak sürdürülebilir yönetime ilişkin ESG hedeflerine ulaşmak için gerekli bilgileri de kamuoyuyla paylaşmaktadırlar (Kao, 2023).

ESG'nin şirketlere ekonomik değerin ötesinde çevresel ve sosyal alanlardaki faaliyetleri doğrultusunda uzun vadeli sürdürülebilir kurumsal değer elde etme olanağı sunması, bu uygulamaların önemini giderek artırmaktadır. Söz konusu uygulamalar şirketler tarafından yalnızca hissedar kârını maksimize etmek için değil, tüm paydaş gruplarının çıkarlarını gözetmek amacıyla yürütülmektedir. Günümüzde sürdürülebilirliğin küresel ölçekte kabul görmesiyle birlikte ESG'nin etkin ve verimli biçimde uygulanması yatırımcılar, karar alıcılar ve toplum açısından kritik önem taşımaktadır (Naeem ve Çankaya, 2022).

ESG raporlarında sunulan bilgiler geniş bir paydaş kitlesi için stratejik değer taşımaktadır. Bu raporların hedef kitlesini yatırımcılar, müşteriler, çalışanlar, rakip firmalar, kredi veren kuruluşlar, medya, sivil toplum örgütleri, akademisyenler, araştırmacılar gibi toplumun çeşitli aktörleri oluşturmaktadır. ESG raporlamasının ele aldığı konular göz önünde bulundurularak genel bir değerlendirme yapıldığında, bu raporların ve performans sonuçlarının sağladığı birtakım faydalar bulunmaktadır. Nitekim ESG raporlaması şirketler için çok boyutlu faydalar sağlamaktadır. Bu raporlar öncelikle kurumsal şeffaflığı artırarak bilgi asimetrisini azaltmakta ve yönetimin etkinliğini güçlendirmektedir. ESG

raporları aracılığıyla yönetim kararlarının daha erişilebilir hale gelmesi, kurumsal yönetim ilkelerine uyumun sağlanması ve denetim komitelerinin bağımsızlığının desteklenmesi gibi yönetim alanındaki iyileştirmeler öne çıkmaktadır. Finansal açıdan bakıldığında ESG raporlaması uzun vadeli yatırımcı çekme potansiyelini artırmakta, sermayeye erişimi kolaylaştırmakta, kârlılık, büyüme ve risk yönetimi süreçlerine olumlu katkılar sunmaktadır. Aynı zamanda kurumsal itibar ve marka değerinin güçlenmesine katkı sağlarken, rakiplerle karşılaştırmalı analizlere de olanak tanımaktadır. Sosyal sorumluluk açısından, bu raporlar kurumsal sosyal sorumluluk komitelerinin kurulmasını ve ilgili raporların hazırlanmasını teşvik etmektedir. Hissedar haklarının korunması, yolsuzlukla mücadele politikalarının geliştirilmesi ve hesap verilebilirlik çerçevesinde paydaş işbirliğinin artırılması gibi birtakım katkılar sunmaktadır. ESG yaklaşımı, ürün ve hizmetlerde tüketici sağlığı, güvenliği ve veri gizliliğinin sağlanmasını desteklerken, çalışanların sağlık, güvenlik ve sosyal haklarının korunmasını ve çalışma koşullarının iyileştirilmesini gerekli kılmaktadır. Yönetim kademelerinde ve yönetim kurullarında cinsiyet çeşitliliğinin artırılması da teşvik edilen konular arasında yer almaktadır. Çevresel sürdürülebilirlik açısından, bu raporlar çevresel zararların minimize edilmesini ve yenilikçi ürün-hizmet geliştirme süreçlerini desteklemektedir. Sonuç olarak, ESG raporlaması hem sürdürülebilir kalkınmaya hem de ulusal ekonomiye önemli katkılar sağlayarak şirketlerin toplumsal değer yaratma kapasitelerini güçlendirmektedir (Şeker ve Şengür, 2022).

2.2.6 Türkiye’de Sürdürülebilirlik Alanında Yapılan Düzenlemeler

2000’li yılların başından itibaren ekonomik alanda önemli ilerlemeler kaydeden Türkiye, gelişmekte olan ülkeler arasında dikkat çeker hale gelmiştir. Endüstrileşme sürecindeki ilerlemeler beraberinde hava, kara ve su emisyonları, enerji tüketimi, atık artışı, sorumsuz kaynak kullanımı gibi birçok olumsuz çevre etkilerinde artışa neden olmuştur. Bu durum, Türkiye’de çevresel konularda birey, kurum ve toplum bazlı çalışmaların önem kazanmasını sağlamış ve bu doğrultuda birtakım çalışmalar uygulamaya alınmıştır (Sevim, 2021).

2.2.6.1 Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi (XUSRD)

Sürdürülebilirlik alanında ilginin artmasıyla birlikte halka açık şirketler yerli ve yabancı yatırımcının ilgisini çekmek amacıyla ekonomik, sosyal ve çevresel konulara dair faaliyetlerinin ve uygulamalarının neticelerini gösteren

raporları yayınlamaya başlamışlardır. Bununla birlikte yatırımcılara, şirketlere ve topluma olan etkilerinden dolayı sürdürülebilirlik çalışmalarında borsaların etkin bir şekilde kullanılması gerekliliği fikri neticesinde sürdürülebilirlik raporlarını yayınlayan şirketlerin yer aldığı bir endeks oluşturulmasına karar verilmiştir (Parlakkaya vd., 2019).

Borsa İstanbul, Türkiye’de faaliyet gösteren ve borsada işlem gören şirketler arasında sürdürülebilirlik anlayışını yaygınlaştırmak, farkındalık oluşturmak ve kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarını teşvik etmek amacıyla sürdürülebilirlik endeksi uygulamasını başlatmıştır. Bu doğrultuda, kurumsal sürdürülebilirlik performansı yüksek şirketlerin paylarından oluşan BIST Sürdürülebilirlik Endeksi (XUSRD) 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren hesaplanmaya başlanmış, ardından BIST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi (XSD25) de uygulanmaya başlanmıştır. XSD25’in hesaplanmaya başlaması, finansal piyasalara önemli katkılar sağlamıştır. Bu endeks sayesinde yatırımcılar, sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk ilkelerini benimseyen şirketleri kolayca tespit edebilmekte ve bu şirketlere yönelerek bilinçli yatırım kararları alabilmektedir. Öte yandan varlık yöneticileri açısından da bu endeks, sürdürülebilirlik odaklı fonlar, borsa yatırım fonları ve yapılandırılmış ürünler gibi çeşitli finansal enstrümanlar geliştirmek için yeni bir referans gösterge niteliği taşımaktadır (Borsa İstanbul [BİST], n.d.).

BİST, bu endeksleri oluşturarak iki temel hedef gözetmektedir: Birincisi, şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim risklerine yönelik politikalar geliştirmelerine rehberlik etmek; ikincisi ise şirketlerin sürdürülebilirlik uygulamalarına dair bilgilerini yatırımcılara aktarmaktır. Ayrıca yapılan değerlendirmeler, BİST XUSRD’ye dâhil olan şirketlerin piyasa değerlerinin daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır (Ertuğrul vd., 2024). Nitekim endeks, şirketlerin küresel ısınma, su kullanımı, enerji tasarrufu, atık yönetimi, sağlık, istihdam, güvenlik gibi küresel anlamda önemli olan sürdürülebilirliğe dair konulara yönelimlerini tespit ederek, nesnel değerlendirmelere tabi tutmaktadır (Sevim, 2021).

2.2.6.2 Sürdürülebilirlik İlkeleri Uyum Çerçevesi

Sürdürülebilirlik İlkeleri Uyum Çerçevesi, halka açık şirketlerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ÇSY) faaliyetlerini yürütürken kamuya açıklaması

gereken ana ilkeleri tanımlamaktadır. Bu ilkelere uyum gönüllülük esasına dayanmakta, ancak ilkelere uyulup uyulmadığının “uy ya da açıkla” yaklaşımıyla raporlanması zorunludur. Sürdürülebilirlik İlkeleri Uyum Çerçevesi, halka açık ortaklıkların yerine getirmesi beklenen sorumlulukları genel ilkeler, çevresel ilkeler, sosyal ilkeler ve kurumsal yönetim ilkeleri olmak üzere dört ana başlık altında düzenlenmektedir. Sürdürülebilirlik İlkeleri Uyum Çerçevesine dair düzenlemelerin temel unsurları aşağıda özet olarak ele alınmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu [SPK], n.d.):

- Genel ilkeler kapsamında, yönetim kurullarının ÇSY önceliklerini, risklerini ve fırsatlarını belirleyerek uygun politikalar oluşturması ve bunlara dayalı stratejiler ile hedefler geliştirmesi beklenmektedir. Şirketler, ÇSY politikalarının yürütülmesi için sorumlu birimler atamalı, eylem planları hazırlamalı ve kilit performans göstergeleriyle sürdürülebilirlik performansını ölçmelidir. Bu performans yılda en az bir kez şeffaf ve güvenilir biçimde raporlanmalı, BM 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Amaçları ile ilişkilendirilmeli ve bağımsız üçüncü taraflarca doğrulanması teşvik edilmelidir.
- Çevresel ilkeler kapsamında, şirketlerin çevre yönetimi politikalarını ve uygulamalarını kapsamlı biçimde açıklamalarını gerektirmektedir. Bu çerçevede mevzuata uyum, raporlama sınırları, üst düzey sorumlular ve ilgili komitelerin belirlenmesi beklenmektedir. Sera gazı emisyonları, enerji, su, atık yönetimi ve biyoçeşitlilik gibi çevresel performans göstergeleri dönemsel ve karşılaştırılabilir şekilde raporlanmalı; kullanılan standart ve metodolojiler açıklanmalıdır. Ayrıca iklim kriziyle mücadele stratejisi, enerji verimliliği, yenilenebilir enerji kullanımı ve karbon fiyatlandırması konularında detaylı bilgi verilmesi gerekmektedir.
- Sosyal ilkeler; insan hakları, çalışan hakları ve paydaş ilişkilerini kapsamaktadır. Şirketlerin, uluslararası sözleşmeler çerçevesinde insan hakları ve çalışan hakları politikası oluşturması, işe alımda fırsat eşitliği sağlaması ve ayrımcılıkla mücadele etmesi beklenmektedir. Çalışan yatırımları, iş sağlığı ve güvenliği, çalışan memnuniyeti ve şikâyet mekanizmaları düzenli olarak açıklanmalıdır. Kişisel verilerin korunması, etik politikalar ve sosyal sorumluluk çalışmaları da bu kapsamda değerlendirilmektedir. Şirketler, paydaş iletişimini şeffaf

biçimde sürdürmeli; benimsedikleri raporlama standartları, üyelikler ve sürdürülebilirlik endekslerine yönelik çabalarını kamuoyuyla paylaşmalıdır.

- Kurumsal yönetim ilkeleri bölümü, şirketlerin SPK Kurumsal Yönetim Tebliği'ndeki zorunlu ilkelerin ötesinde tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyum göstermesini gerektirmektedir. Sürdürülebilirlik ve çevresel etkiler kurumsal strateji belirlenirken dikkate alınmalı, paydaş görüşlerine başvurulmalıdır. Sosyal sorumluluk projeleri ve farkındalık etkinlikleriyle sürdürülebilirlik bilincinin artırılması ile uluslararası standartlara katılım teşvik edilmektedir. Rüşvet, yolsuzlukla mücadele ve vergisel dürüstlük konularındaki politikaların da kamuya açıklanması beklenmektedir.

2.2.6.3 Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları

Türkiye’de sürdürülebilirlik raporlamasına ilişkin yasal çerçeve, 4 Haziran 2022 tarihli ve 31856 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan düzenlemeyle şekillenmeye başlamıştır. 6102 sayılı TTK’nin 88. maddesinde yapılan bu değişiklikle birlikte, Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları’nın hazırlanması sorumluluğu Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu’na (KGK) verilmiştir (Korga ve Aslanoğlu, 2024).

KGK’nin yürüttüğü çalışmalar neticesinde, Aralık 2022’de standartların taslakları kamuoyuyla paylaşılmış; bu gelişme, ulusal sürdürülebilirlik standartlarının oluşturulması sürecinde kritik bir aşamayı temsil etmiştir. Kurum, taslak metinler üzerindeki çalışmalarını sonlandırarak 8 Aralık 2023 tarihinde paydaşların görüş ve önerilerini almak amacıyla resmi internet sitesinde yayımlamıştır. Alınan geri bildirimler neticesinde son hali verilen TSRS 1 ve TSRS 2 standartları, 29 Aralık 2023 tarihli ve 32414 sayılı Mükerrer Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Aynı Resmi Gazete’de yer alan “Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları Uygulama Kapsamına İlişkin Kurul Kararı” ile standartlara tabi tutulacak işletmelerin belirlenmesine dair kriterler tanımlanmış ve bu kriterleri sağlayan kurum, kuruluş ve işletmelerin 1 Ocak 2024 tarihinden itibaren sürdürülebilirlik raporu hazırlaması zorunlu kılınmıştır (Özdemir, 2024).

Yapılan düzenlemelerin yanı sıra, sürdürülebilir kalkınma bilincini yaygınlaştırmak ve uygulamalarını güçlendirmek için bir iş dünyası örgütü olan İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği (SKD Türkiye) hayata geçirilmiştir. 2005 yılından bu yana faaliyet gösteren SKD Türkiye, iş dünyasında sürdürülebilir kalkınma anlayışının yerleşmesi, pratiğe dökülmesi ve bu konudaki toplumsal bilincin yükseltilmesi amacıyla çalışan bir sivil toplum kuruluşudur. SKD Türkiye, iklim kriziyle mücadele, doğal kaynakların korunması ve kapsayıcı bir ekonomik dönüşüm yolunda somut adımlar atan üyelerine sürdürülebilirlik süreçlerinde yol göstermekte; daha yaşanabilir, dengeli ve sürdürülebilir bir gelecek inşa etmeye katkı sağlamaktadır. Türkiye'nin 2053 Net Sıfır hedefine uygun olarak, üyelerinin desteğiyle sürdürülebilir ve refah bir geleceğin temellerini atmak için çalışmalarını sürdürmektedir (İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği [SKD Türkiye], n.d.).

2.2.7 Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı ile Finansal Performans Arasındaki İlişki

Sürdürülebilirlik göstergelerinin tanımlanması konusunda görüş birliği olmasına rağmen sürdürülebilirlik uygulamalarının şirket performansı üzerindeki etkisi ve ESG derecelendirmelerinin kurumsal başarıya katkısı hakkındaki görüşler çeşitlilik göstermektedir. 1960'lı yıllarda sürdürülebilirlik yönetimi şirketlerin topluma yönelik hayırseverlik faaliyetleri kapsamında gerçekleştirdikleri kâr amacı gütmeyen bir harcama kalemi olarak değerlendirilmekteydi. Bu görüşe göre, sürdürülebilirlik uygulamaları şirketler için doğrudan bir karlılık kaybı anlamına gelmekteydi. Ancak bu geleneksel görüş, zaman içerisinde değişime uğramıştır. Sürdürülebilirlik uygulamalarının ve diğer kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin şirketlere nasıl değer kattığı vurgulanmaya başlanmış ve bu uygulamaların uzun vadeli rekabet avantajı sağlayabileceği görüşü güç kazanmıştır (Hassan ve Roychowdhury, 2019). Hussaini vd., (2025)'ye göre ESG uygulamaları şirket performansını olumlu yönde etkilemektedir. Güçlü kurumsal sosyal performans piyasaların gelecekteki nakit akışlarında artış beklentisi oluşturmaya ve firmaların sürdürülebilirlikle ilgili potansiyel fırsatları değerlendirmesine olanak tanımaktadır. Ancak, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri piyasa beklentilerini karşılamadığında ve ESG'nin çeşitli bileşenlerini yeterince ele almadığında, yatırımcıların şirketin gelecekteki

nakit akışlarında düşüş öngörmesine yol açarak firma performansını olumsuz etkileyecektir. Diğer yandan, şirketler ESG faaliyetlerine aktif olarak katıldıkça çeşitli paydaş gruplarıyla güçlü ilişkiler kurarak itibar sermayesi oluşturmakta ve zaman içinde müşteri sadakati kazanmaktadır. Bu duru şirketlerin performansının artmasına katkı sağlamaktadır.

Literatürde şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerinde etkilerini inceleyen çalışmalar yer almaktadır. Bu çalışmalarda kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının temsilde şirketlere ait ESG skorlarının, Küresel Raporlama Girişimi (GRI) sürdürülebilirlik raporu hazırlama kılavuzları dikkate alınarak oluşturulan sürdürülebilirlik endeksi neticesinde tespit edilen sürdürülebilirlik skorlarının veya sürdürülebilirlik endekslerine dâhil olma durumlarının dikkate alındığı tespit edilmiştir. Bu çalışmada şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarını temsilen ESG skorlarından yararlanılmıştır.

Şirketlerin ESG raporlamasına önem vermesi ve ESG'yi sürdürülebilir yatırım kararlarına entegre etme fikrinin gelişmesi, ESG performansı ile finansal şirket değeri arasındaki ilişkiyi analiz eden çalışmaların varlığına neden olmuştur (Şerban vd., 2022). Bunlardan Aggarwal (2013), şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada Hindistan'da finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren ve borsada işlem gören şirketler örneklem olarak seçilmiştir. Finansal veriler şirketlerin kurumsal internet siteleri, 2010-2011 ve 2011-2012 dönemlerine ait faaliyet raporları ile Moneycontrol.com internet sitesinden derlenmiştir. Kurumsal sürdürülebilirlik performansına ilişkin veriler ise CSRHub veri tabanından elde edilmiştir. Çalışmada bağımsız değişken olarak şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansları belirlenmiştir. Bağımlı değişkenler ise finansal performansı ölçmek amacıyla aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı kullanılan sermaye getirisi, vergi öncesi kâr ve toplam varlıklardaki büyüme olarak seçilmiştir. Şirket büyüklüğü kontrol değişkeni olarak modele dâhil edilmiştir. Çoklu regresyon analizi sonuçlarına göre şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerinde pozitif ancak istatistiksel olarak anlamsız bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Kurumsal sürdürülebilirlik performansının alt boyutları incelendiğinde ise farklı sonuçlar elde edilmiştir: Sosyal skorun, finansal performans üzerinde anlamsız ve pozitif;

alışanlarla ilgili skorun anlamlı ve negatif; çevresel skorun anlamlı ve negatif; yönetim skorunun ise anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Akben Selçuk (2019), kurumsal sosyal sorumluluk açıklamalarının şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini ve bu ilişkide sahiplik yapısının aracı rolünü incelemiştir. Çalışmanın rneklemi ni BİST'te yer alan finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren 70 şirket oluşturmaktadır. Veriler, 2014-2018 dönemine ait beş yıllık raporlar ile Gelişen Piyasalar Bilgi Hizmetleri veri tabanından derlenmiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluk performanslarının finansal performansları üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Bununla birlikte kurumsal sosyal sorumluluk performansı ile finansal performans arasındaki ilişkide sahiplik yapısının negatif yönde aracı etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Velte (2017), şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma, Frankfurt Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören finans dışı sektörlerdeki şirketlerin 2010-2014 dönemine ait verilerini kapsamaktadır. Çalışmada bağımsız değişken olarak şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansını temsil eden ESG skorları kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler ise finansal performansı ölçmek amacıyla aktif kârlılık oranı ve Tobin Q oranı olarak belirlenmiştir. Ar-Ge harcamaları, firma riski, finansal kaldıraç, şirket büyüklüğü ve sektör türü kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Değişkenlere ilişkin veriler Thomson Reuters Datastream Asset4 ve Thomson Reuters Financial Datastream veri tabanlarından elde edilmiştir. Çok değişkenli regresyon analizi sonuçlarına göre hem genel ESG skorunun hem de çevresel, sosyal ve yönetişim alt boyutlarının aktif kârlılık oranı üzerinde anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Ancak söz konusu skorların Tobin Q değerleri üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır. Bunun yanı sıra hem genel ESG skoru hem de alt skorların firma riskini temsil eden beta katsayısı ve finansal kaldıraç yapısı üzerinde anlamlı ve negatif yönde bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Naeem ve ankaya (2022), şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma, petrol, doğal gaz, yenilenebilir enerji ve elektrik üretimi sektörlerinde faaliyet gösteren 192 şirketin 2008-2019 dönemine ait verilerini kapsamaktadır. Veri seti Thomson Reuters Eikon Asset4 veri tabanından elde edilmiştir.

Araştırmada bağımsız değişken olarak şirketlerin ESG skorları kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler ise finansal performansı temsilen vergi öncesi aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı ve Tobin Q oranı olarak belirlenmiştir. Finansal kaldıraç ve şirket büyüklüğü kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Panel veri regresyon analizi sonuçlarına göre şirketlerin ESG skorlarının vergi öncesi aktif kârlılık oranı üzerinde anlamlı ve negatif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir; benzer şekilde finansal kaldıraç yapısı da bu değişken üzerinde anlamlı ve negatif etki göstermektedir. ESG skorlarının Tobin Q değerleri üzerinde de anlamlı ve negatif etkisi bulunmuş olup finansal kaldıraç ve şirket büyüklüğü değişkenlerinin de Tobin Q üzerinde anlamlı ve negatif etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Öte yandan şirketlerin ESG skorlarının özkaynak kârlılığı oranı üzerinde anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğu, şirket büyüklüğünün ise özkaynak kârlılığı oranını anlamlı ve negatif yönde etkilediği tespit edilmiştir.

Giannopoulos vd. (2022) şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, Thomson Reuters Eikon veri tabanında yer alan, Norveç Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören şirketlerin 2010-2019 yılları arasına ait dönemde kurumsal sürdürülebilirlik skoruna sahip olan 20 şirketi kapsamaktadır. Şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik puanlarını temsil eden ESG skorları çalışmanın bağımsız değişkenini oluştururken, aktif kârlılık oranı ve Tobin Q oranı ise çalışmada bağımlı değişken olarak yer almaktadır. Bununla birlikte şirket büyüklüğü ve finansal kaldıraç değişkenleri ise çalışmada kontrol değişkeni olarak yer almaktadır. Çalışmanın verileri Thomson Reuters Eikon veri tabanı aracılığıyla elde edilmiştir. Çalışmada uygulanan panel veri regresyon analizi sonuçları şirketlerin şirketlerin ESG skorunun ve finansal kaldıraç seviyelerinin aktif kârlılık oranları üzerinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Tobin Q oranına ait analizler incelendiğinde ise ESG skorunun Tobin Q oranı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmektedir.

Bahadori vd. (2021), gelişmekte olan piyasalarda kurumsal sürdürülebilirlik performansı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma, MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi'nde işlem gören finans sektörü dışındaki 623 şirketin 2014-2018 dönemine ait beş yıllık verilerini kapsamaktadır. Veri seti Thomson Reuters Eikon veri tabanından elde edilmiştir.

Çalışmada bağımsız değişken olarak şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansını temsil eden ESG skorları kullanılmıştır. Bağımlı değişken finansal performansı ölçmek amacıyla aktif kârlılık oranı olarak belirlenmiş, şirket büyüklüğü ve kaldıraç ise kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Panel regresyon analizi sonuçlarına göre şirketlerin genel ESG skorları ile çevresel ve sosyal skorlarının aktif kârlılık oranları üzerinde anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Öte yandan yönetim skorlarının aktif kârlılık oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamsız ve negatif yönde bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Atan vd. (2018), kurumsal sürdürülebilirlik performansının şirket performansına etkisini araştırmışlardır. Araştırma, Malezya Borsası'nda işlem gören 54 şirketin 2010-2013 dönemine ait Bloomberg verilerini kapsamaktadır. Analizde ESG skorları bağımsız değişken olarak kullanılırken; özkaynak kârlılık oranı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ve Tobin Q oranı bağımlı değişkenler olarak belirlenmiştir. Firma büyüklüğü ve borç/özkaynak oranı ise kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Panel veri regresyon analizi sonuçları, ESG skorlarının hem genel hem de alt boyutlar itibarıyla özkaynak kârlılık oranı ve Tobin Q oranı üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunmadığını göstermektedir. Buna karşın, borç/özkaynak oranının her iki performans ölçütünü pozitif yönde anlamlı biçimde etkilediği saptanmıştır. Şirket büyüklüğünün ise özkaynak kârlılık oranı ve Tobin Q oranı üzerinde negatif yönde anlamlı bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Son olarak, genel ESG skorlarının ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini pozitif yönde anlamlı düzeyde etkilediği ortaya konmuştur.

Çetenak vd. (2022), sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, BİST'te işlem gören altı bankanın 2010-2020 yıllarını kapsayan 11 yıllık verilerini içermektedir. Modelde ESG skorları bağımsız değişken olarak yer alırken; aktif kârlılık oranı muhasebe temelli, Tobin Q oranı ise piyasa temelli performans göstergesi olarak bağımlı değişkenleri oluşturmaktadır. Sermaye yeterliliği, firma büyüklüğü, likidite, gelir çeşitliliği, kredi riski ve Covid-19 ise kontrol değişkenleri olarak analize dâhil edilmiştir. Veriler Refinitiv Eikon veri tabanı ve şirketlerin mali tablolarından derlenmiştir. Panel regresyon analizi bulguları, genel ESG skorları ile sosyal ve yönetim bileşenlerinin aktif kârlılık oranı ve Tobin Q oranı üzerinde pozitif yönde anlamlı etkilere sahip olduğunu

göstermektedir. Ancak çevresel skorun söz konusu performans göstergeleri üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilememiştir. Kontrol değişkenleri açısından değerlendirildiğinde; sermaye yeterlilik oranının aktif kârlılık oranını pozitif yönde anlamlı bir şekilde etkilediği, gelir çeşitliliği ve kredi riskinin ise aktif kârlılık oranı üzerinde negatif yönde anlamlı etkilere sahip olduğu belirlenmiştir. Tobin Q oranı bakımından likiditenin pozitif, banka büyüklüğünün ise negatif yönde anlamlı etkileri saptanmıştır. Bunun yanı sıra, Covid-19 pandemisinin her iki performans ölçütünü de negatif yönde anlamlı düzeyde etkilediği sonucuna varılmıştır.

Jyoti ve Khanna (2021) hizmet sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, 2014-2018 yılları arasında ait toplam beş yıllık dönemde Bombay Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören ve hizmet sektöründe faaliyet gösteren 28 şirketi kapsamaktadır. Çalışmanın bağımlı değişkenini şirketlerin finansal performansını temsilen aktif kârlılığı, özkaynak kârlılığı ve kullanılan sermayenin kârlılığı değişkenleri oluştururken, sürdürülebilirlik performansını temsil eden ESG skorları ise bağımsız değişken; şirket büyüklüğü ve finansal kaldıraç değişkenleri ise kontrol değişkeni olarak yer almaktadır. Çalışmanın verileri Thomson Reuters Eikon veri tabanı aracılığıyla elde edilmiştir. Panel regresyon veri analizini uygulandığı çalışmada aktif karlılık oranını baz alan analizler incelendiğinde ESG skorlarının hem genel hem de alt bileşen boyutlarında aktif karlılık oranı üzerinde anlamsız etkilere sahip olduğu tespit edilmiştir. Özkaynak kârlılığı oranı dikkate alındığında ise genel ESG skorunun yanı sıra çevresel ve sosyal ESG skorlarının da özkaynak kârlılığı üzerinde anlamlı ve negatif yönlü bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmektedir. Öte yandan kullanılan sermayenin karlılığı oranına yönelik analizler incelendiğinde genel ve çevresel skorların kullanılan sermayenin karlılığı oranı üzerinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Şişman ve Çankaya (2021) şirketlerin ESG skorlarının finansal performansları üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma Thomson Reuters Eikon veri tabanı aracılığıyla 2010-2017 yılları arasında ait toplam sekiz yıllık dönemde ESG skorlarına ve finansal verilerine kesintisiz olarak ulaşılan ve havayolu sektöründe faaliyet gösteren 26 şirketi kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak aktif kârlılık oranı, özkaynak kârlılık oranı ve

Tobin Q oranı kullanılırken, şirketlerin genel ESG skorları, çevresel sosyal ve yönetim alt skorları ise bağımsız değişken olarak yer almıştır. Çalışmada uygulanan panel veri regresyon analizi yöntemi sonuçlarında elde edilen bulgulara ESG alt skorlarının şirketlerin özkaynak kârlılık oranları, aktif kârlılık oranları ve Tobin Q oranları üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı gözlemlenmiştir. Benzer şekilde Genel ESG skorunun özkaynak kârlılık oranı ve Tobin Q oranı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı tespit edilirken, aktif kârlılık oranı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etki tespit edilmiştir.

Malik ve Kashiramka (2024), şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performansları üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Çalışma, 2015-2021 döneminde Hindistan borsasında işlem gören bankacılık ve finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren 272 şirketi kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak aktif karlılık oranı, Tobin Q oranı ve borçlanma maliyeti belirlenirken; ESG skorları bağımsız değişkenleri oluşturmaktadır. Şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç, cari oran ve faiz karşılama oranı kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Ayrıca, Covid-19 pandemisi düzenleyici değişken olarak analize eklenmiştir. Analiz bulgularına göre, şirketlerin genel ESG skoru ile alt bileşenleri olan çevresel ve sosyal skorlarının aktif karlılık oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Öte yandan, şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç ve borçlanma maliyetinin aktif karlılık oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkisi olduğu belirlenmiştir. Tobin Q oranına ilişkin bulgular, finansal kaldıraç ve şirket büyüklüğünün bu oran üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Buna karşın, genel ESG skorunun Tobin Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Borçlanma maliyetine yönelik analizler incelendiğinde, genel ESG, sosyal ve yönetim skorlarının borçlanma maliyeti üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Ancak çevresel skoru borçlanma maliyeti üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu ortaya konulmuştur.

Giannarakis vd. (2016) şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluk performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, Standard & Poor's 500 Endeksi'nde işlem gören, 9 farklı sektörde faaliyet gösteren 104 şirketin 2009-2013 yılları arasına ait

dönemlerini kapsamaktadır. Çalışmanın bağımlı değişkenini finansal performansı temsilen aktif kârlılık oranı; bağımsız değişkenlerini ise kurumsal sosyal sorumluluk performanslarını temsilen ESG skorları oluşturmaktadır. Yönetim kurulundaki üye sayısı, yönetim kurulundaki kadın üye oranı, CEO ikiliği ve yöneticilere ödenen tazminat toplamı değişkenleri ise çalışmanın kontrol değişkenlerini oluşturmaktadır. Çalışmanın verileri Bloomberg veri tabanı aracılığıyla elde edilmiştir. Panel regresyon analizi kullanılan çalışmada, şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluk performanslarının finansal performansları üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde CEO ikiliği ve yöneticilere ödenen tazminat tutarı toplamının da şirketlerin finansal performansları üzerinde anlamlı ve pozitif etkiye sahip olduğu tespit edilirken, yönetim kurulundaki kadın üye oranının şirketlerin finansal performansını anlamlı ve negatif bir şekilde etkilediği belirtilmiştir.

Gündüz ve Gündüz (2025) BİST XUSRD)'de işlem gören şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışmanın veri setini 2019-2023 yıllarına ait 48 şirketin verileri oluşturmaktadır. Çalışmaya ait veriler LSEG Workspace veri tabanı aracılığıyla elde edilmiştir. Çalışmanın bağımsız değişkenlerini şirketlerin ESG skorları oluştururken, aktif kârlılık oranı, özsermaye kârlılık oranı, fiyat/kazanç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı ise çalışmada bağımlı değişken olarak yer almıştır. Şirket büyüklüğü değişkeni ise çalışmanın kontrol değişkenidir. Panel regresyon analizi bulgularına göre, çevresel skorun aktif karlılık oranı üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Özkaynak karlılık oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı açısından ise çevresel, sosyal ve yönetim skorlarının herhangi bir istatistiksel olarak anlamlı etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Öte yandan, yönetim skorunun fiyat/kazanç oranı üzerinde negatif yönde anlamlı bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur.

Bodhanwala ve Bodhanwala (2022) seyahat ve turizm sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma 2011-2017 yılları arası yedi yıllık dönemde faaliyet gösteren Thomson Reuters Asset4 veri tabanı aracılığıyla sürdürülebilirlik ve finansal verilerine ulaşılabilen 146 şirketi kapsamaktadır. Şirketlerin ESG skorları çalışmanın bağımsız

değişkenlerini oluştururken, aktif karlılık oranı, Tobin Q oranı ve yatırılan sermayenin getirisi bağımlı değişkenler olarak yer almaktadır. Çalışmanın kontrol değişkenleri ise satışlardaki büyüme, kaldıraç ve alt sektör gruplarıdır. Analizler neticesinde havayolu taşımacılığı alt sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin genel ve alt ESG skorlarının Tobin Q oranı üzerinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Çevresel ve sosyal skorların aktif karlılık oranı ve yatırılan sermayenin getirisi üzerinde anlamlı bir etkisi tespit edilemezken, yönetim skorunun aktif karlılık oranı ve yatırılan sermayenin getirisi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde bir etki gösterdiği tespit edilmiştir. Otel ve konaklama alt sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin ESG skorlarının genel ve alt skor bileşenlerinde Tobin Q oranı üzerinde anlamlı ve negatif etkiye sahip olduğu ortaya çıkarılmıştır. Bununla birlikte çevresel ve sosyal skorların aktif kârlılık oranı üzerinde anlamlı ve negatif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca otel ve konaklama alt sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin genel ESG skorunun da aktif karlılık oranı ve yatırılan sermayenin getirisi üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yöndedir.

Makridou vd. (2024) enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansal performansları üzerinde sürdürülebilirlik faaliyetlerinin etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma 2002-2020 yıllarını kapsayan dönemde Avrupa'da enerji sektöründe faaliyet gösteren, sürdürülebilirlik ve finansal performans verilerine Thomson Reuters Eikon veri tabanı aracılığıyla ulaşılan şirketleri kapsamaktadır. Aktif karlılık oranı bağımlı değişken olarak yer alırken, ESG skorları bağımsız değişkenleri, kaldıraç, cari oran, piyasa değeri/ defter değeri oranı ve şirket büyüklüğü değişkenleri ise çalışmanın kontrol değişkenlerini tanımlamaktadır. Analizler neticesinde elde edilen bulgular şirketlerin genel ESG skorlarının finansal performansları üzerinde istatistiksel olarak anlamsız bir etkiye sahip olduğunu ortaya tespit edilmiştir. Bununla birlikte elde edilen sonuçlar şirketlerin çevresel skorlarının aktif karlılık oranları üzerinde anlamlı negatif yönde bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Hussaini vd. (2025) kurumsal sürdürülebilirliğin çevresel, sosyal ve yönetim boyutlarının şirketlerin performansı üzerindeki etkisini ortaya koymak amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma Ortadoğu ve Afrika ülkelerinde finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren Thomson Reuters DataStream veri tabanı aracılığıyla sürdürülebilirlik verilerine ulaşılan 165 şirketi kapsamaktadır.

Çalışmanın bağımlı değişkenini Tobin Q oranı; bağımsız değişkenlerini şirketlerin ESG skorları; kontrol değişkenlerini ise finansal kaldıraç, şirket büyüklüğü ve enflasyon değişkenleri oluşturmaktadır. Uygulanan analizler neticesinde çalışmadan elde edilen bulgular şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim skorlarının her birinin finansal performansları üzerinde pozitif yönde ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir.

Dutt vd. (2025) şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma 2020-2024 dönemlerinde NSE 500 endeksinde yer alan finans dışı sektörlerde faaliyet gösteren şirketleri kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişkenler olarak aktif karlılık oranı, özkaynak karlılık oranı, fiyat/kazanç oranı ve Tobin Q oranı kullanılmıştır. Şirketlerin ESG skoru ve ESG tartışma skoru bağımsız değişkenleri oluştururken; şirket büyüklüğü, şirket yaşı, finansal kaldıraç ve şirket likiditesi kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Analiz bulgularına göre, şirketlerin ESG skorunun aktif karlılık oranı ve özkaynak karlılık oranı üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir. Buna karşın, ESG skorunun Tobin Q oranı üzerinde ise anlamlı ve negatif bir etkisi olduğu ortaya konulmuştur. Öte yandan, ESG tartışma skorunun tüm performans göstergeleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Benzer şekilde, ESG skorunun fiyat/kazanç oranı üzerinde de istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olmadığı belirlenmiştir.

Dalal ve Thaker (2019), kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının şirket performansı üzerindeki etkilerini araştırmak amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma, 2015-2017 döneminde Hindistan borsasında işlem gören şirketleri kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişkenler olarak aktif karlılık oranı ve Tobin Q oranı kullanılmıştır. ESG skoru bağımsız değişken olarak belirlenirken; şirket büyüklüğü ve finansal kaldıraç kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre, şirketlerin ESG skorunun hem aktif karlılık oranı hem de Tobin Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğu ortaya konulmuştur. Ancak şirket büyüklüğü ve finansal kaldıraçın aktif karlılık oranı üzerinde anlamlı ve negatif yönde bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

Abdi vd. (2020), şirketlerin ESG skorlarının şirket değeri ve finansal performansları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışma, 2013-2019

döneminde borsada işlem gören ve Thomson Reuters Eikon veri tabanından verilerine ulaşılabilen havayolu şirketlerini kapsamaktadır. Araştırmada piyasa değeri/defter değeri ve Tobin Q oranları bağımlı değişken; ESG skorları bağımsız değişken olarak kullanılmıştır. Aktif karlılık oranı, finansal kaldıraç, kar payı dağıtım oranı, şirket büyüklüğü, şirket yaşı ve ESG skorunun bildirildiği yıl sayısı kontrol değişkenleri olarak modele dâhil edilmiştir. Piyasa değeri/defter değeri oranına ilişkin bulgular incelendiğinde, çevresel ve yönetim skorlarının bu oran üzerinde istatistiksel olarak anlamsız etkilere sahip olduğu tespit edilmiştir. Sosyal skorun etkisi ise negatif yönde ve anlamlıdır. Öte yandan kontrol değişkenleri açısından piyasa değeri/ defter değeri oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki bulunamamıştır. Kontrol değişkenlerinden aktif karlılık oranı ve kar payı dağıtım oranı piyasa değeri/defter değeri oranını negatif yönde etkilerken; şirket büyüklüğü, finansal kaldıraç ve şirket yaşı pozitif yönde etkilemektedir. Tobin Q oranına yönelik analizlerde ise çevresel skorun anlamlı ve pozitif; sosyal skorun anlamlı ve negatif; yönetim skorunun ise istatistiksel olarak anlamsız etkilere sahip olduğu tespit edilmiştir. Kontrol değişkenlerinin Tobin Q oranı üzerindeki etkileri genel olarak anlamsız bulunmuştur.

3. İKİNCİ BÖLÜM: MATERYAL VE YÖNTEM

3.1 Araştırmanın Amacı ve Önemi

Bu araştırmanın amacı, Türkiye’de faaliyet gösteren, Borsa İstanbul’da işlem gören halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemektir. Bu doğrultuda şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarını temsilen çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) skorları; kurumsal yönetim performanslarını temsilen ise kurumsal yönetim derecelendirme notlarından yararlanılmıştır. Araştırma kapsamında, ESG Skorlarının *Genel Skor (ESGS)* ile *Çevresel (ES)*, *Sosyal (SS)* ve *Yönetişim (GS)* sürdürülebilirlik skorlarından oluşan üç bileşeni ile kurumsal yönetim derecelendirmesinin *Toplam Kurumsal Yönetim Notu (TKYN)* ile *Pay Sahipleri İlkesi Notu (PSN)* *Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık İlkesi Notu (KASN)*, *Menfaat Sahipleri İlkesi Notu (MSN)* ve *Yönetim Kurulu İlkesi Notu’ndan (YKN)* oluşan dört bileşeni olmak üzere toplam dokuz bağımsız değişkenin finansal performans üzerindeki etkileri analiz edilmektedir. Finansal performans ise *Aktif Kârlılık Oranı (ROA)*, *Özkaynak Kârlılık Oranı (ROE)*, *Hisse Başına Kâr (HBK)* ve *Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)* olmak üzere dört farklı gösterge ile muhasebe ve piyasa temelli performans göstergeleri şeklinde çok boyutlu olarak ölçülmektedir.

Literatür incelendiğinde ESG skorları ve finansal performans arasındaki ilişki konusunda farklı teorik yaklaşımların olduğu görülmektedir. Bu teorilerden biri olan *paydaş teorisi*, şirketlerin sadece hissedarlarına değil, tüm paydaşlarına karşı sorumluluklarının olduğunu ve bu sorumluluklarını yerine getiren şirketlerin uzun vadede daha iyi finansal performans sergileyeceğini; sürdürülebilirlik uygulamalarının şirket değeri yaratmada kritik rol oynadığını savunmaktadır (Bosse vd., 2009; Harrison ve Wicks, 2013). Benzer şekilde *kaynak temelli görüş teorisi* ise, sürdürülebilirlik uygulamalarının şirketlerin rekabet avantajı sağlayabilecekleri değerli, nadir ve taklit edilmesi zor kaynakları temsil ettiklerini ileri sürmektedir (Barney, 1991). Bununla birlikte *meşruiyet teorisine* göre şirketler, faaliyetlerini yürüttükleri toplumsal çevreyle sürekli bir etkileşim içindedir. Kurumsal güvenilirlik ve itibar elde edebilmeleri, toplumun benimsediği değerler ve beklentilerle uyumlu bir şekilde hareket etmelerine

bağlıdır. Bu nedenle şirketlerin sürdürülebilirlik faaliyetlerine gereken önemi vererek bu alandaki raporlarını kamuoyuyla paylaşmaları, toplumsal kabul ve meşruiyet kazanmaları bakımından büyük önem taşımaktadır (Akhter vd., 2023; Fahmi vd., 2022).

Öte yandan, *neoklasik ekonomi teorisi* ve *hissedar değeri maksimizasyonu yaklaşımı*, şirketlerin birincil sorumluluğunun hissedarlarına karşı olduğunu ve sosyal sorumluluk faaliyetlerinin, bu amacı gerçekleştirmeden uzaklaştırabileceğini öne sürmektedir (Friedman, 1970). Kurumsal yönetim literatürü incelendiğinde, etkin kurumsal yönetim mekanizmalarının asimetrik bilgi problemlerini azaltarak, yönetici-hissedar çıkar çatışmalarını minimize ederek ve şirket şeffaflığını artırarak finansal performansı olumlu yönde etkilediği görülmektedir (Shleifer ve Vishny, 1997).

Vekalet teorisine göre, güçlü kurumsal yönetim yapıları yöneticilerin fırsatçı davranışlarını sınırlayarak hissedar değerini maksimize etmektedir (Jensen ve Meckling, 1976). Bu teorik temeller ışığında ve Türkiye’deki kurumsal yapının özellikleri dikkate alınarak araştırmanın hipotezleri aşağıdaki gibi oluşturulmuştur.

3.2 Araştırmanın Hipotezleri

ESG skorları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla oluşturulan hipotezler aşağıdaki şekildedir;

H₁: Şirketlerin çevresel sürdürülebilirlik skoru ile finansal performansları arasında ilişki vardır.

H_{1a}: Şirketlerin çevresel sürdürülebilirlik skoru ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{1b}: Şirketlerin çevresel sürdürülebilirlik skoru ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{1c}: Şirketlerin çevresel sürdürülebilirlik skoru ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.

H_{1d}: Şirketlerin çevresel sürdürülebilirlik skoru ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.

H₂: Şirketlerin sosyal sürdürülebilirlik skoru ile finansal performansları arasında ilişki vardır.

H_{2a}: Şirketlerin sosyal sürdürülebilirlik skoru ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{2b}: Şirketlerin sosyal sürdürülebilirlik skoru ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{2c}: Şirketlerin sosyal sürdürülebilirlik skoru ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.

H_{2d}: Şirketlerin sosyal sürdürülebilirlik skoru ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.

H₃: Şirketlerin yönetim sürdürülebilirlik skoru ile finansal performansları arasında ilişki vardır.

H_{3a}: Şirketlerin yönetim sürdürülebilirlik skoru ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{3b}: Şirketlerin yönetim sürdürülebilirlik skoru ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{3c}: Şirketlerin yönetim sürdürülebilirlik skoru ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.

H_{3d}: Şirketlerin yönetim sürdürülebilirlik skoru ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.

Kurumsal yönetim derecelendirme notları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ölçmek amacıyla oluşturulan hipotezler aşağıdaki şekildedir;

H₄: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait pay sahipleri ilkesi notu ile finansal performansları arasında ilişki vardır.

H_{4a}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait pay sahipleri ilkesi notu ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{4b}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait pay sahipleri ilkesi notu ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{4c}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait pay sahipleri ilkesi notu ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.

H_{4d}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait pay sahipleri ilkesi notu ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.

H₅: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu ile finansal performansları arasında ilişki vardır.

H_{5a}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{5b}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{5c}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.

H_{5d}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.

H₆: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait menfaat sahipleri ilkesi notu ile finansal performansları arasında ilişki vardır.

H_{6a}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait menfaat sahipleri ilkesi notu ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{6b}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait menfaat sahipleri ilkesi notu ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{6c}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait menfaat sahipleri ilkesi notu ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.

H_{6d}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait menfaat sahipleri ilkesi notu ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.

H₇: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait yönetim kurulu ilkesi notu ile finansal performansları arasında ilişki vardır.

H_{7a}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait yönetim kurulu ilkesi notu ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{7b}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait yönetim kurulu ilkesi notu ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.

H_{7c}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait yönetim kurulu ilkesi notu ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.

H_{7d}: Şirketlerin kurumsal yönetimine ait yönetim kurulu ilkesi notu ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.

3.3 Araştırma Yöntemi

Bu araştırmanın metodolojik çerçevesi çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) skorları ile kurumsal yönetim derecelendirme notlarının finansal performans üzerindeki etkilerini sistematik olarak incelemek üzere tasarlanmıştır. Çalışma, pozitivist bilim felsefesinin temel ilkeleri doğrultusunda tasarlanmış olup, toplumsal ve doğal olgulara ilişkin nesnel bilginin ampirik araştırma yöntemleriyle ulaşılabilir olduğu önermesine dayanmaktadır (Bryman, 2016). Bu

doğrultuda, nicel araştırma metodolojisi benimsenmiş olup hipotez-tümdengelimli yaklaşım çerçevesinde nedensellik ilişkilerinin ampirik olarak test edilmesi hedeflenmiştir. Araştırmanın temeli, sosyal olguların ölçülebilir ve genellenebilir özelliklere sahip olduğu varsayımına dayanmakta olup, bu durum kurumsal sürdürülebilirlik performansı ve kurumsal yönetim kalitesinin objektif göstergeler aracılığıyla gerçekleştirilebileceğini ifade etmektedir (Saunders vd., 2019).

Araştırma tasarımı, açıklayıcı ve nedensel bir karaktere sahip olup, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkilerini panel veri analizi metodolojisi aracılığıyla incelemektedir. Bu metodolojik tercih, hem yatay kesit hem de zaman serisi boyutlarını içeren veri yapısının avantajlarından yararlanarak, gözlenemeyen firma heterojenliğini kontrol etme ve dinamik ilişkileri modelleme imkanı sunmaktadır (Baltagi, 2021). Araştırma yöntemi olarak arşivsel araştırma yaklaşımı benimsenmiş olup, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin ESG skorları ve kurumsal yönetim derecelendirme notlarına ait ikincil veri kaynaklarından sistematik olarak derlenen büyük ölçekli veri setleri kullanılmıştır. Bu yöntem, geniş örneklem büyüklüğüne ulaşma, zaman içindeki değişimleri gözlemleme ve objektif finansal göstergeleri kullanma avantajları sunmaktadır. Verilerin analizinde Stata 17 istatistiksel paket programından yararlanılmıştır.

3.4 Araştırma Evreni ve Örneklem

Araştırmanın evrenini, kurumsal sürdürülebilirlik ile kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen, Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık şirketler oluşturmaktadır. Bu evrenin seçilmesinin temel gerekçesi, halka açık şirketlerin düzenleyici otoriteler tarafından belirlenen raporlama standartlarına tabi olmaları, finansal ve finansal olmayan bilgilerini periyodik olarak kamuya açıklamaları ve dolayısıyla veri erişilebilirliği açısından uygun koşullar sunmalarıdır. Örneklem seçiminde amaçlı örnekleme stratejisi benimsenmiş olup, teorik ve metodolojik gerekçelerle belirli kriterlere dayalı bir seçim prosedürü uygulanmıştır (Patton, 2015).

Araştırma, iki farklı ancak birbiriyle ilişkili ampirik problemi ele aldığından, her bir problem için ayrı örneklem çerçeveleri oluşturulmuştur. Birinci araştırma problemi olan ESG skorlarının finansal performans üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla, 2014-2023 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören ve

kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarını benimseyen şirketler hedef evren olarak belirlenmiştir. Bu evrenden hareketle: (i) Refinitiv Eikon veritabanında ESG skorlarının mevcut olması, (ii) finansal performans göstergelerinin eksiksiz olarak raporlanmış olması ve (iii) finansal sektör dışında faaliyet gösterme kriterlerini karşılayan şirketler örnekleme dâhil edilmiştir.

Finansal sektör firmalarının örneklemden çıkarılmasının gerekçesi, bu firmaların kendine özgü düzenleyici çerçevelere tabi olmaları, bilanço yapılarının ve kârlılık dinamiklerinin reel sektör firmalarından önemli ölçüde farklılaşması ve dolayısıyla karşılaştırılabilirlik sorunları yaratmasıdır (Palepu vd., 2019). Bankacılık sektörüne ait sermaye yeterliliği düzenlemeleri, kredi karşılıkları ve faiz marjı gibi sektöre özgü performans göstergeleri, reel sektör firmalarının operasyonel performans dinamiklerinden yapısal olarak farklıdır. Benzer şekilde, sigorta şirketlerinin prim üretimi, hasar oranları ve teknik karşılık gibi göstergeleri, üretim ve ticaret şirketlerinin finansal performans göstergelerinden önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Bu metodolojik yaklaşım, uluslararası finans literatüründe yaygın olarak benimsenen bir uygulama olup, örneklemin homojenliğini ve elde edilen bulguların genellenebilirliğini artırmaktadır (Fama ve French, 1992). Bu kriterler doğrultusunda gerçekleştirilen örneklem seçim prosedürü sonucunda, 10 yıllık dönem için toplam 403 firma-yıl gözlemi elde edilmiştir.

İkinci araştırma problemi olan kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkilerini analiz etmek amacıyla, 2013-2023 yılları arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketler hedef evren olarak belirlenmiştir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, SPK'nın belirlediği kurumsal yönetim ilkelerine uyum düzeyi bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından değerlendirilen ve 10 üzerinden asgari 7 kurumsal yönetim notuna sahip şirketleri içermektedir. Bu endeksin seçilmesi, kurumsal yönetim kalitesinin objektif ve standardize edilmiş kriterler çerçevesinde ölçülmesini ve dolayısıyla güvenilir ampirik analizler yapılmasını mümkün kılmaktadır (Sönmez, 2023). ESG analizinde uygulanan kriterlerle paralel bir örneklem seçim prosedürü izlenmiş, ayrıca kurumsal yönetim derecelendirme notlarının dört bileşeni için eksiksiz veri bulunması kriteri dikkate alınmıştır. Bu prosedür sonucunda 309 firma-yıl gözlemi elde edilmiştir.

3.5 Veri Toplama Süreci

Araştırmada kullanılan veriler, çoklu veri kaynaklarından sistematik bir şekilde toplanmıştır. Veri toplama prosedürü, triangülasyon prensibine uygun olarak tasarlanmış olup (Creswell ve Creswell, 2017; Denzin, 2012), farklı kaynaklardan elde edilen verilerin çapraz doğrulaması yoluyla veri güvenilirliğinin artırılması hedeflenmiştir. Veri toplama süreci, *ESG performans verileri, kurumsal yönetim derecelendirme notları, finansal performans verileri ve kontrol değişkenlerine ilişkin veriler* olmak üzere dört temel kategori altında yapılandırılmıştır.

ESG performans verileri, Refinitiv Eikon veritabanının ESG modülünden elde edilmiştir. Refinitiv Eikon ESG veri seti, küresel ölçekte 7.000'den fazla halka açık şirket için 500'ü aşkın ESG veri bilgisini içermekte olup, şirketlerin raporladığı verileri, medya kaynaklarını ve sivil toplum kuruluşlarının değerlendirmelerini entegre eden kapsamlı bir metodoloji kullanmaktadır (Refinitiv, 2022). London Stock Exchange Group, Refinitiv'in satın alımını Ocak 2021'de sonuçlandırmıştır. Eylül 2023 tarihi itibarıyla şirket, "LSEG Data & Analytics" markası altında faaliyetlerini yürütmeye devam etmektedir (Güçlü ve Göktaş, 2023). Bu veri tabanının seçilmesinin temel gerekçeleri arasında, (i) standardize edilmiş ve şeffaf bir puanlama metodolojisi kullanması, (ii) sektörel normalizasyon ve ağırlıklandırma prosedürleri uygulaması, (iii) zaman içinde metodolojik tutarlılığı koruması ve (iv) akademik literatürde yaygın olarak kullanılması yer almaktadır (Drempetic vd., 2020). ESG skorları, 1) *çevresel performans* için kaynak kullanımı, emisyonlar ve yenilik; 2) *sosyal performans* için işgücü, insan hakları, toplum ve ürün sorumluluğu; 3) *yönetişim performansı* için yönetim, hissedarlar ve kurumsal sosyal sorumluluk stratejisi kategorilerini kapsayan ağırlıklı ortalamalar olarak hesaplanmaktadır (Şeker ve Şengür, 2022; Velte, 2017).

Kurumsal yönetim derecelendirme notları, TKYD tarafından kamuya açıklanan verilerden ve derecelendirme kuruluşlarının raporlarından elde edilmiştir. Türkiye'de kurumsal yönetim derecelendirmesi, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne dayanan ve SPK tarafından kabul edilen Kurumsal Yönetim İlkeleri çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Derecelendirme metodolojisi, pay sahipleri (%25), kamuyu aydınlatma ve şeffaflık (%25), menfaat sahipleri (%15) ve yönetim kurulu (%35) olmak üzere dört ana bileşenden oluşmakta ve her

bileşen için 0-10 arasında derecelendirme notları verilmektedir. Bu sistem, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının çok boyutlu değerlendirilmesini ve bileşenler düzeyinde detaylı analizler yapılmasını mümkün kılmaktadır (Ay, 2025; Sönmez, 2023).

Finansal performans göstergeleri ve firma karakteristiklerine ilişkin veriler, Refinitiv Eikon veritabanının finansal veri modülünden elde edilmiştir. Veri kalitesinin sağlanması amacıyla, KAP'ta yayınlanan bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarla çapraz kontrol gerçekleştirilmiştir. Yönetim kurulu karakteristikleri gibi finansal tablolarda doğrudan yer almayan kontrol değişkenlerine ilişkin veriler, şirketlerin yıllık faaliyet raporları, kurumsal yönetim uyum raporları ve genel kurul bilgilendirme dokümanlarından manuel kodlama prosedürü ile toplanmıştır. Manuel veri toplama sürecinde, veri güvenilirliğini sağlamak amacıyla çift kodlayıcı prosedürü uygulanmış ve kodlayıcılar arası güvenilirlik Cohen's Kappa testi ile analiz edilmiştir. Cohen's Kappa testi iki bağımsız değerlendirici/kodlayıcı arasındaki uyumu ölçmek için kullanılan bir istatistiksel testtir. Test sonucunda hesaplanan Cohen's Kappa katsayısı ($\kappa=0.92$, $p<0.001$), iki bağımsız kodlayıcının değerlendirmelerinde %92 oranında ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bir uyumun ve manuel kodlama sürecinin oldukça güvenilir olduğunu göstermektedir.

Araştırmada ESG skorları ile finansal performans ilişkisi ve kurumsal yönetim notları ile finansal performans ilişkisi ayrı örneklemeler üzerinden analiz edilmiştir. ESG analizleri için 403 firma, kurumsal yönetim analizleri için ise 309 firma örnekleme dahil edilmiştir. Her iki örneklem için de Thomson Reuters Business Classification (TRBC) sistemi kullanılarak sektörel sınıflandırma yapılmıştır.

Tablo 3.1. ESG ve Kurumsal Yönetim Analizlerinde Kullanılan Örneklemelerin Sektörel Dağılımının Karşılaştırması

Sektör	ESG Örneklemi		Kurumsal Yönetim Örneklemi	
	Frekans	Yüzde (%)	Frekans	Yüzde (%)
Temel Malzemeler	56	13.90	36	11.65
Döngüsel Tüketim	108	26.80	79	25.57
Döngüsel Olmayan Tüketim	70	17.37	71	22.98
Enerji	27	6.70	22	7.12
Sağlık	18	4.47	-	-
Sanayi	57	14.14	68	22.01
Teknoloji	31	7.69	22	7.12
Kamu Hizmetleri	36	8.93	11	3.56
Toplam	403	100.00	309	100.00

Tablo 3.1’de görüldüğü üzere, her iki örnekleme de döngüsel tüketim sektörü en büyük grubu oluşturduğundan dolayı (ESG: %26.80, KY: %25.57). örneklemelerin karşılaştırılabilirliği açısından önem taşımaktadır. Ancak sektörel dağılımlarda bazı önemli farklılıklar dikkat çekmektedir. Döngüsel olmayan tüketim sektörünün kurumsal yönetim örneklemindeki payı %22.98, ESG örnekleminde %17.37 belirgin şekilde yüksektir. Benzer şekilde, sanayi sektörü kurumsal yönetim örnekleminde %22.01 ile ikinci büyük grubu oluştururken, ESG örnekleminde bu oran %14.14’tür.

Örneklem büyüklüğündeki bu farklılık, kurumsal yönetim derecelendirmesinin ESG değerlendirmelerine göre daha sınırlı sayıda firma tarafından alındığını ortaya koymaktadır. Bu durum, Türkiye’de kurumsal yönetim derecelendirme sisteminin ESG değerlendirmelerine göre daha dar bir kapsama sahip olduğunu, ancak her iki sistemin de benzer sektörel dağılım özelliklerini koruduğunu göstermektedir. Bu benzerlik, iki farklı analiz setinden elde edilen bulguların karşılaştırılabilirliği ve tutarlılığı açısından metodolojik bir avantaj sağlamaktadır.

Veri toplama sürecinin son aşamasında, elde edilen verilerin güvenilirliği için gerekli prosedürler uygulanmıştır. Bu kapsamda, (i) eksik veri analizi ve listwise deletion yöntemiyle eksik gözlemlerin çıkarılması, (ii) Grubbs testi ve Mahalanobis uzaklığı kullanılarak tek ve çok değişkenli aykırı değerlerin tespiti ve değerlendirilmesi, (iii) değişkenler arası mantıksal tutarlılık kontrolleri ve (iv) zaman serisi kırılmalarının incelenmesi gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamlı veri toplama ve kontrol süreçleri sonucunda, ESG analizi için dengeli olmayan panel

veri yapısında 403 firma-yıl gözlemi, kurumsal yönetim analizi için ise 309 firma-yıl gözlemi içeren nihai veri setleri oluşturulmuştur.

3.6 Araştırmada Kullanılan Modeller

Araştırmanın ekonometrik modellemesi, çevresel, sosyal ve yönetim sürdürülebilirlik skorları (ESG) ile kurumsal yönetim derecelendirme notlarının finansal performans üzerindeki etkilerini birbirinden bağımsız olarak incelemek üzere iki ayrı model grubu çerçevesinde yapılandırılmıştır. Bu metodolojik ayrım, her bir değişken grubunun firmaların finansal performans göstergeleri üzerindeki özgül etkilerinin ayrıştırılmasını ve potansiyel çoklu doğrusal bağlantı sorunlarının minimize edilmesini sağlamaktadır (Greene, 2018; Wooldridge, 2010). Panel veri analizinin sunduğu metodolojik avantajlardan yararlanılarak, gözlenemeyen firma çeşitliliği, zamansal değişkenlik ve sektörel farklılaşmaların kontrol altına alındığı kapsamlı bir analitik çerçeve geliştirilmiştir.

Finansal performansın çok boyutlu özelliğinden yararlanmak amacıyla dört farklı bağımlı değişken tanımlanmıştır: (i) muhasebe temelli performansın ve varlık kullanım etkinliğinin göstergesi olarak *aktif kârlılık oranı (ROA)*, (ii) muhasebe temelli performansın ve özkaynak verimliliğinin göstergesi olarak *özkaynak kârlılık oranı (ROE)*, (iii) piyasa temelli değerlendirme ve pay sahiplerinin doğrudan getirisini yansıtan gösterge olarak *hisse başına kâr (HBK)* ve (iv) piyasa temelli değerlendirme ve büyüme fırsatlarının göstergesi olarak *piyasa değeri/defter değeri oranı (PD/DD)* kullanılmıştır (Combs vd., 2005; Richard vd., 2009). Bu çok kriterli performans değerlendirme yaklaşımı, farklı paydaş gruplarının beklentilerini kapsayan bütüncül bir analiz imkânı sunmaktadır.

ESG bileşenlerine ait skorların finansal performans göstergeleri üzerindeki etkilerini incelemek üzere geliştirilen dört modelden oluşan ilk model grubu, aşağıdaki temel ekonometrik model üzerine kurulmuştur:

Model 1: Aktif Kârlılık Oranı (ROA) – ESG Bileşenleri İlişkisi

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 ES_{it} + \beta_2 SS_{it} + \beta_3 GS_{it} + \gamma_1 YÜYE_{it} + \gamma_2 YBAĞ_{it} + \gamma_3 YCİN_{it} + \gamma_4 YKÜL_{it} + \gamma_5 İKİLİK_{it} + \gamma_6 BÜYÜK_{it} + \gamma_7 KAL_{it} + \gamma_8 KAR_{it} + \gamma_9 CARİ_{it} + \gamma_{10} YAŞ_{it} + \gamma_{11} ULUS_{it} + \mu_i + \lambda + \delta + \varepsilon_{it}$$

Model 2: Özkaynak Kârlılık Oranı (ROE) – ESG Bileşenleri İlişkisi

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 ES_{it} + \beta_2 SS_{it} + \beta_3 GS_{it} + \gamma_1 YÜYE_{it} + \gamma_2 YBAĞ_{it} + \gamma_3 YCİN_{it} + \gamma_4 YKÜL_{it} + \gamma_5 İKİLİK_{it} + \gamma_6 BÜYÜK_{it} + \gamma_7 KAL_{it} + \gamma_8 KAR_{it} + \gamma_9 CARİ_{it} + \gamma_{10} YAŞ_{it} + \gamma_{11} ULUS_{it} + \mu_i + \lambda + \delta + \varepsilon_{it}$$

Model 3: Hisse Başına Kâr (HBK) – ESG Bileşenleri İlişkisi

$$HBK_{it} = \alpha + \beta_1 ES_{it} + \beta_2 SS_{it} + \beta_3 GS_{it} + \gamma_1 YÜYE_{it} + \gamma_2 YBAĞ_{it} + \gamma_3 YCİN_{it} + \gamma_4 YKÜL_{it} + \gamma_5 İKİLİK_{it} + \gamma_6 BÜYÜK_{it} + \gamma_7 KAL_{it} + \gamma_8 KAR_{it} + \gamma_9 CARİ_{it} + \gamma_{10} YAŞ_{it} + \gamma_{11} ULUS_{it} + \mu_i + \lambda + \delta + \varepsilon_{it}$$

Model 4: Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) – ESG Bileşenleri İlişkisi

$$PD/DD_{it} = \alpha + \beta_1 ES_{it} + \beta_2 SS_{it} + \beta_3 GS_{it} + \gamma_1 YÜYE_{it} + \gamma_2 YBAĞ_{it} + \gamma_3 YCİN_{it} + \gamma_4 YKÜL_{it} + \gamma_5 İKİLİK_{it} + \gamma_6 BÜYÜK_{it} + \gamma_7 KAL_{it} + \gamma_8 KAR_{it} + \gamma_9 CARİ_{it} + \gamma_{10} YAŞ_{it} + \gamma_{11} ULUS_{it} + \mu_i + \lambda + \delta + \varepsilon_{it}$$

Yukarıdaki modellerde ES_{it} , SS_{it} ve GS_{it} sırasıyla i firmasının t dönemindeki *çevresel*, *sosyal* ve *yönetişim* ESG skorlarını temsil etmektedir. ESG bileşenlerinin ayrı ayrı modellere dahil edilmesi, her bir sürdürülebilirlik bileşeninin finansal performans üzerindeki marjinal katkısının bileşen bazlı değerlendirilmesine olanak tanımaktadır.

Kurumsal yönetim bileşenlerine ait derecelendirme notlarının finansal performans göstergeleri üzerindeki etkilerini analiz etmek üzere geliştirilen dört modelden oluşan ikinci model grubu, SPK tarafından belirlenen dört temel kurumsal yönetim ilkesi çerçevesinde yapılandırılmıştır:

Model 5: Aktif Kârlılık Oranı (ROA) - Kurumsal Yönetim Bileşenleri İlişkisi

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 PSN_{it} + \beta_2 KASN_{it} + \beta_3 MSN_{it} + \beta_4 YKN_{it} + \gamma_1 YÜYE_{it} + \gamma_2 YBAĞ_{it} + \gamma_3 YCİN_{it} + \gamma_4 YKÜL_{it} + \gamma_5 İKİLİK_{it} + \gamma_6 BÜYÜK_{it} + \gamma_7 KAL_{it} + \gamma_8 KAR_{it} + \gamma_9 CARİ_{it} + \gamma_{10} YAŞ_{it} + \gamma_{11} ULUS_{it} + \mu_i + \lambda + \delta + \varepsilon_{it}$$

Model 6: Özkaynak Kârlılık Oranı (ROE) - Kurumsal Yönetim Bileşenleri İlişkisi

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 PSN_{it} + \beta_2 KASN_{it} + \beta_3 MSN_{it} + \beta_4 YKN_{it} + \gamma_1 YÜYE_{it} + \gamma_2 YBAĞ_{it} + \gamma_3 YCİN_{it} + \gamma_4 YKÜL_{it} + \gamma_5 İKİLİK_{it} + \gamma_6 BÜYÜK_{it} + \gamma_7 KAL_{it} + \gamma_8 KAR_{it} + \gamma_9 CARİ_{it} + \gamma_{10} YAŞ_{it} + \gamma_{11} ULUS_{it} + \mu_i + \lambda + \delta + \varepsilon_{it}$$

Model 7: Hisse Başına Kâr (HBK) - Kurumsal Yönetim Bileşenleri İlişkisi

$$HBK_{it} = \alpha + \beta_1 PSN_{it} + \beta_2 KASN_{it} + \beta_3 MSN_{it} + \beta_4 YKN_{it} + \gamma_1 YÜYE_{it} + \gamma_2 YBAĞ_{it} + \gamma_3 YCİN_{it} + \gamma_4 YKÜL_{it} + \gamma_5 İKİLİK_{it} + \gamma_6 BÜYÜK_{it} + \gamma_7 KAL_{it} + \gamma_8 KAR_{it} + \gamma_9 CARİ_{it} + \gamma_{10} YAŞ_{it} + \gamma_{11} ULUS_{it} + \mu_i + \lambda + \delta + \varepsilon_{it}$$

Model 8: Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/D) - Kurumsal Yönetim Bileşenleri İlişkisi

$$PD/DD_{it} = \alpha + \beta_1 PSN_{it} + \beta_2 KASN_{it} + \beta_3 MSN_{it} + \beta_4 YKN_{it} + \gamma_1 YÜYE_{it} + \gamma_2 YBAĞ_{it} + \gamma_3 YCİN_{it} + \gamma_4 YKÜL_{it} + \gamma_5 İKİLİK_{it} + \gamma_6 BÜYÜK_{it} + \gamma_7 KAL_{it} + \gamma_8 KAR_{it} + \gamma_9 CARİ_{it} + \gamma_{10} YAŞ_{it} + \gamma_{11} ULUS_{it} + \mu_i + \lambda + \delta + \varepsilon_{it}$$

Bu modellerde PSN_{it} , $KASN_{it}$, MSN_{it} ve YKN_{it} sırasıyla *pay sahipleri ilkesi notu*, *kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu*, *menfaat sahipleri notu* ve *yönetim kurulu notunu* temsil etmektedir. Kurumsal yönetim bileşenlerinin ayrı değişkenler olarak modellere dahil edilmesi, farklı yönetim mekanizmalarının birbirleriyle olan etkileşimlerinin ampirik olarak test edilmesini mümkün kılmaktadır.

Belirtilen modellerde μ_i firma sabit etkilerini, λ yıl sabit etkilerini, δ sektör sabit etkilerini ve ε_{it} hata terimini temsil etmektedir. Firma sabit etkileri, zamanla değişmeyen firmaya özgü karakteristiklerin (örn., kurumsal kültür, coğrafi konum, kuruluş özellikleri) kontrol edilmesini sağlamaktadır. Yıl sabit etkileri, tüm firmaları eş zamanlı olarak etkileyen makro ekonomik dalgalanmaların, yasal düzenlemelerin ve piyasa koşullarındaki dalgalanmaların etkilerini kontrol altına almaktadır (Petersen, 2008). Sektör sabit etkileri ise ait olduğu sektöre özgü özelliklerin, rekabet yoğunluğunun ve teknolojik gerekliliklerin hem sürdürülebilirlik uygulamaları hem de finansal performans üzerindeki sistematik etkilerini kontrol altına almaktadır (Hoberg ve Phillips, 2016).

Kontrol değişkenlerinin seçiminde, finans ve sürdürülebilirlik literatüründeki teorik ve ampirik bulgular dikkate alınmıştır. Yönetim kurulu karakteristikleri (YÜYE, YBAĞ, YCİN, YKÜL, İKİLİK) kaynak bağımlılığı teorisi ve vekalet teorisi çerçevesinden hareketle, kurumsal yönetim uygulamalarının doğrudan etkilerini kontrol etmektedir (Hillman ve Dalziel, 2003; Jensen ve Meckling, 1976). Firmaya özgü kontrol değişkenleri (BÜYÜK, KAL, KAR, CARI, YAŞ, ULUS) ise ölçek ekonomileri, finansal sınırlılıklar, operasyonel karmaşıklık, likidite pozisyonu, kurumsal olgunluk ve uluslararasılaşma düzeyinin etkilerini ayrıştırmaktadır (Orlitzky vd., 2003; Van Fleet vd., 2000).

Kullanılan ekonometrik yöntem, panel veri yapısının sunduğu within-firm değişkenliğini kullanarak, zaman içinde sabit kalan gözlemlenemeyen heterojenlikten kaynaklanan içsellik problemlerini ortadan kaldırmaktadır. Bununla birlikte, dinamik içsellik, ters nedensellik ve zamanla değişen gözlenemeyen faktörlerin potansiyel etkilerinin tamamen giderilemeyebileceği kabul edilmektedir (Roberts ve Whited, 2013). Bu sınırlamalar, tahmin edilen katsayıların nedensel etkiler yerine korelasyonel ilişkiler olarak yorumlanması gerektiğini ifade etmektedir.

3.7 Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Bu bölümde, araştırmada kullanılan değişkenlerin detaylı tanımları ve ölçüm yöntemleri yer almaktadır. Araştırma kapsamında dört bağımlı değişken, dokuz bağımsız değişken, kurumsal yönetim karakteristiklerine ilişkin beş ve firma karakteristiklerine ilişkin altı olmak üzere on bir kontrol değişkeni kullanılmıştır. Değişkenlere ait detaylı açıklamaların olduğu tablo Ek-1’de gösterilmiştir.

3.7.1 Bağımlı Değişkenler

Araştırmada finansal performansın çok boyutlu olmasından dolayı, *muhasebe temelli* ve *piyasa temelli* olmak üzere dört farklı performans göstergesi kullanılmıştır. Muhasebe temelli göstergeler şirketlerin faaliyet sonuçlarını objektif bir şekilde yansıttıkları için tercih edilirken; piyasa temelli göstergeler ise yatırımcıların geleceğe yönelik hisse senetleri üzerindeki beklentisini yansıttığı için uygulama alanı bulmaktadır. Bu doğrultuda çalışmada finansal performans göstergesi olarak muhasebe temelli göstergelerden *aktif karlılık oranı (ROA)* ve

öz kaynak karlılık oranı (ROE) kullanılırken; piyasa temelli göstergelerden ise *hisse başına kar (HBK)* ve *piyasa değeri-defter değeri oranı (PD/DD)* kullanılmıştır. Muhasebe ve piyasa temelli göstergeler birlikte kullanılarak tek bir tarafı temsil eden göstergeleri kullanmanın beraberinde getireceği eksiklik ve zayıflıkların önüne geçilerek finansal performansın farklı boyutlarının kapsamlı bir şekilde analiz edilmesini sağlamaktadır (Düzer ve Önce, 2017; Venkatraman ve Ramanujam, 1986).

Aktif Kârlılık Oranı (ROA):

Firmanın aktiflerini ne kadar etkin kullandığını gösteren muhasebe temelli performans göstergesidir. *Net karın toplam aktif toplamına oranlanması* ile hesaplanan bu gösterge, yönetimin operasyonel etkinliğini ölçmekte ve aynı zamanda sektörler arası karşılaştırma için kullanılmaktadır (Penman, 2013). Firmanın varlıklarının ne derece kârlı kullanıldığının göstergesi olan bu oran firmaların faaliyetlerinde kullandığı varlıkları aracılığa ne kadarlık bir getiri elde ettiğini göstermektedir. ROA'nın yüksek olması, firmanın aktiflerini etkin ve verimli kullanarak güçlü operasyonel performansa sahip olduğunu göstermektedir. (Düzer ve Önce, 2017). Literatür incelendiğinde aktif kârlılığı oranının finansal performans göstergesi olarak yer aldığı çok sayıda çalışma yer aldığı görülmektedir (Amba, 2014; Coleman ve Wu, 2021; Çetenak vd., 2022; Dalal ve Thaker, 2019; Giannopoulos vd., 2022; Haider vd., 2015; Jyoti ve Khanna, 2021; Kalia ve Aggarwal, 2023; Kılıç, 2015; Kyere ve Ausloos 2021; Naeem ve Çankaya, 2022; Pandya ve Marvadi, 2011; Renders vd., 2010; Rossi vd., 2015; Şişman ve Çankaya, 2021; Tükenmez vd., 2017; Uyar vd., 2021; Uyar ve Sarak, 2020; Velte, 2017; Wanyama ve Olweny, 2013).

Özkaynak Kârlılık Oranı (ROE):

Hissedarların yatırımlarından elde ettikleri getiriye gösteren önemli bir performans göstergesidir. *Net karın özkaynak toplamına oranlanması* ile hesaplanan bu gösterge, finansal kaldıraç etkisini de içerdiği için firmanın sermaye yapısı kararlarının sonuçlarını yansıtmaktadır (Brigham ve Houston, 2021). Sermaye sahipleri tarafından şirkete yapılan yatırımın etkin kullanılıp kullanılmadığının göstergesidir. Yüksek ROE, hissedarlar için değer yaratımının güçlü olduğunu göstermektedir. Literatür incelendiğinde özkaynak karlılık oranının finansal performans göstergesi olarak yer aldığı çok sayıda çalışmaya

rastlanılmaktadır (Coleman ve Wu, 2021; Haider vd., 2015; Handa, 2018; Jyoti ve Khanna, 2021; Kalia ve Aggarwal, 2023; Kılıç, 2015; Naeem ve Çankaya, 2022; Oana Pinte v d., 2021; Pandya ve Marvadi, 2011; Renders v d., 2010; Rossi v d., 2015; Şişman ve Çankaya, 2021; Uyar v d., 2021; Wanyama ve Olweny, 2013).

Hisse Başına Kâr (HBK):

Her bir hisse senedi için elde edilen kar miktarını göstermekte ve piyasa değerlemesinde temel rol oynamaktadır. *Net karın firmanın tedavüldeki hisse senedi sayısına bölünmesiyle* hesaplanan bu gösterge, yatırımcıların hisse senedi değerlendirme modellerinde yaygın olarak kullandığı temel ölçüttür (Damodaran, 2012). HBK'nin artması, genellikle hisse senedi fiyatlarında pozitif etkiye neden olmaktadır. HBK'nin sadece dış paydaşlar için değil, aynı zamanda üst düzey yöneticiler ve şirket sahipleri için de stratejik ve finansal sonuçları olan bir performans ölçütü olduğunu ortaya koymaktadır (Nasfi, 2022). HBK oranı, doğrudan hisse senedi başına düşen net kâr tutarını gösterdiği için, diğer finansal performans göstergelerine kıyasla hissedarlar açısından daha somut ve anlamlı bilgiler sunmaktadır (Şenol ve Ulutaş, 2018). Literatür incelendiğinde HBK oranının finansal performans göstergesi olarak yer aldığı çok sayıda çalışmaya rastlanılmaktadır (Ahmad v d., 2023; Alfalih, 2023; Carnini Pulino v d., 2022; Chawarura v d., 2025; Jyoti ve Khanna, 2021; Mashayekhi ve Bazaz, 2008; Öztemiz ve Karasioglu, 2023; Yoon v d., 2018).

Piyasa Değeri/Defter Değeri Oranı (PD/DD):

Piyasanın firmayı nasıl değerlendirdiğini ve gelecekteki büyüme beklentilerini yansıtan önemli bir göstergedir. İşletmelerin *hisse senetlerinin toplam piyasa değerlerinin, defter değerlerine oranlanmasıyla* olarak hesaplanan bu gösterge, firmanın maddi olmayan varlıklarının ve büyüme fırsatlarının piyasa tarafından nasıl algılandığını (Fama ve French, 1992) ve şirketin borsada işlem gören piyasa değerinin özkaynaklarının kaç katına ulaştığını göstermektedir (Düzer ve Önce, 2017). Yüksek piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) oranı, genellikle güçlü büyüme beklentilerini yansıtmaktadır. Literatürde PD/DD oranının finansal performans göstergesi olarak yer aldığı çok sayıda çalışma yer almaktadır (Abdi v d., 2020; Düzer ve Önce, 2017; Erdoğan ve Demir, 2015; Kanca v d., 2021; Kara v d., 2015; Makridou v d., 2024; Reddy v d., 2010; Renders v d., 2010; Rizwan v d., 2016; Turan ve Bayyurt, 2013; Ünal, 2024).

3.7.2 Bağımsız Değişkenler

Bu değişkenler, ESG skorları ve kurumsal yönetim derecelendirme notları olmak üzere iki ana kategoriye ayrılmaktadır. ESG faktörleri, Refinitiv Eikon veritabanının metodolojisine uygun olarak ölçülmüştür.

Şirketlerin sürdürülebilirlik odaklı uygulamaları, sürdürülebilirlik performanslarının en önemli göstergelerinden biridir. Sürdürülebilirlik performansı, şirketlerin sürdürülebilirlik anlayışını şirket faaliyetlerine ve iş süreçlerine ne ölçüde dâhil ettiğini ifade etmektedir (Kılıç vd., 2022). ESG bir şirketin sürdürülebilirlik, kurumsal sosyal performansının belirli bir nicel ölçüsü olarak hizmet ederek şirketin sürdürülebilirlik ve sosyal sorumluluk çabalarının şirketin finansal ve operasyonel performansının ölçülebilir sonuçları üzerindeki etkisinin daha iyi anlaşılmasını sağlamaktadır. (Zumente ve Bistрова, 2021). Literatür incelendiğinde ESG skorları ile finansal performans ilişkisini araştıran çok sayıda çalışma yer almaktadır (Dalal ve Thaker, 2019; Giannopoulos vd., 2022; Jyoti ve Khanna, 2021; Kaiser, 2020; Kalia ve Aggarwal, 2023; Naeem ve Çankaya, 2022; Şişman ve Çankaya, 2021; Tarmuji vd., 2016; Velte, 2017).

Kurumsal Sürdürülebilirlik Genel Skoru (ESGS):

0-100 arasında değişen *Kurumsal Sürdürülebilirlik Genel Skoru (ESGS)*, çevresel, sosyal ve yönetim skorlarının ağırlıklı ortalaması olarak hesaplanarak şirketlerin genel sürdürülebilirlik performansını yansıtmaktadır (Şeker ve Şengür, 2022; Velte, 2017).

Çevresel Sürdürülebilirlik Skoru (ES):

Şirketlerin çevresel etkilerini azaltma ve çevresel fırsatları değerlendirme kapasitelerini ölçmektedir. Bu skor, *kaynak kullanımı*, *emisyonlar* ve *inovasyon* olmak üzere üç kategoriden oluşmaktadır. *Kaynak kullanımı kategorisi* bir şirketin su, enerji ve malzeme kullanımını azaltma ve tedarik zinciri yönetiminde iyileştirmeler yaparak eko-verimli çözümler bulmadaki performansını; *emisyonlar kategorisi* sera gazı emisyonları, atık yönetimi ve kirliliği azaltma konusundaki taahhüdünü ve etkinliğin; *inovasyon kategorisi* ise bir şirketin yeşil teknolojiler, eko-tasarım ve çevresel araştırma geliştirme faaliyetleri ile çevresel maliyetleri ve bunun müşteriler için yükünü azaltma performansını göstermektedir.

Sosyal Sürdürülebilirlik Skoru (SS):

Şirketlerin sosyal paydaşlarıyla ilişkilerini ve sosyal etkilerini yönetme kapasitelerini ölçmektedir. Bu skor, *işgücü, insan hakları, toplum ve ürün sorumluluğu* olmak üzere dört kategoriden oluşmaktadır. *İşgücü kategorisi* bir şirketin çalışan haklarının korunması, çalışan sağlığı ve güvenliğine önem vermesi, çeşitlilik ve fırsat eşitliğinin korunması, eğitim ve kariyer gelişim konularını; *insan hakları kategorisi* bir şirketin temel insan hakları sözleşmelerine saygı gösterme konusundaki taahhüdünü; *toplum kategorisi*, bir şirketin halk sağlığını koruma, tedarik zinciri yönetimi ve toplum ilişkilerini; *ürün sorumluluğu kategorisi* ise ürün kalitesi, güvenliği ve gizlilik konularını kapsamaktadır.

Yönetişim Sürdürülebilirlik Skoru (GS):

Bir şirketin nasıl yönetildiği, ve denetlendiğiyle ilgili uygulamaları kapsayarak şirketlerin kurumsal yönetim kalitesini ve etik standartlarını ölçmektedir. Bu skor, *yönetim, hissedarlar ve kurumsal sosyal sorumluluk stratejisi* olmak üzere üç kategoriden oluşmaktadır. *Yönetim kategorisi* bir şirketin en iyi kurumsal yönetim ilkelerini izlemeye yönelik taahhüdünü ve etkinliğini ölçerek yönetim kurulu yapısı, yönetici tazminatı ve denetim konularını; *hissedarlar kategorisi* bir şirketin hissedarlarına eşit muamele edilmesine yönelik etkinliğini ölçerek hissedar hakları, eşit muamele ve şeffaflık konularını; *kurumsal sosyal sorumluluk stratejisi kategorisi* ise sürdürülebilirlik raporlaması ve entegrasyon konularını değerlendirmektedir.

Kurumsal yönetim derecelendirmesi değişkenleri, SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri çerçevesinde ölçülmektedir (Alptürk ve Söker, 2024; Horasan vd., 2017; Kurt ve Elagöz, 2022).

Toplam Kurumsal Yönetim Notu (TKYN):

Pay Sahipleri İlkesi, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri ve Yönetim Kurulu notları olmak üzere dört bileşenin ağırlıklı ortalaması olarak hesaplanmakta ve 1-10 arasında değişmektedir.

Pay Sahipleri İlkesi Notu (PSN):

Pay sahiplerinin haklarının korunması ve kullanılması konusundaki uygulamaları değerlendirmektedir. Bu not, pay sahiplerinin bilgi alma hakları, genel kurul süreçleri, oy hakları ve azınlık hakları gibi konuları kapsamaktadır.

Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Notu (KASN):

Şirketin bilgi açıklama politikaları, şeffaflık uygulamaları ve kamuyu aydınlatma kalitesini değerlendirmektedir. Bu not, finansal ve finansal olmayan bilgilerin zamanında, doğru ve eksiksiz açıklanması konularını kapsamaktadır.

Menfaat Sahipleri Notu (MSN):

Şirketin çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, alacaklılar ve toplum gibi menfaat sahipleriyle ilişkilerini değerlendirmektedir.

Yönetim Kurulu Notu (YKN):

Yönetim kurulunun yapısı, işleyişi, etkinliği ve bağımsızlığını değerlendirmektedir.

3.7.3 Kontrol Değişkenleri

Kontrol değişkenleri, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin daha net bir şekilde açıklanabilmesi için sabit tutulan faktörlerdir. Araştırmada, ESG ve kurumsal yönetim değişkenlerinin finansal performans üzerindeki etkilerini daha doğru ölçebilmek amacıyla literatürde yaygın olarak kullanılan kontrol değişkenleri modellere dahil edilmiştir. Özellikle yönetim kurulu özellikleri, kurumsal yönetim kalitesinin temel belirleyicileri olarak literatürde yaygın olarak incelenmektedir (Cengiz ve Karabayır, 2022; Kabir vd., 2023).

Kurumsal yönetim özellikleri ile ilgili kontrol değişkenleri, firma finansal performansını etkileyebilecek diğer faktörlerin etkilerini kontrol etmek amacıyla modele dahil edilmiştir.

Yönetim Kurulu Büyüklüğü (YÜYE):

Yönetim kurulunda yer alan toplam üye sayısını ifade etmektedir. Literatürde yönetim kurulu büyüklüğünün finansal performans üzerindeki etkisi konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Vekalet teorisi (Fama ve Jensen, 1983) büyük yönetim kurulları koordinasyon maliyetlerini artırarak karar alma süreçlerini yavaşlatabilir ve firma performansını olumsuz etkileyebilir. Kaynak bağımlılığı teorisine göre (Pfeffer ve Salancik, 1978), daha büyük yönetim kurulları dış kaynaklara erişim ve çeşitli uzmanlıkları bünyesinde barındırma açısından avantajlı olabilmekte, bu durum firma performansını olumlu etkileyebilmektedir. Literatürde finansal performans etkisinin ölçülmesinde yönetim kurulu

büyükliğünün kullanıldığı çok sayıda çalışmaya rastlanılmaktadır (Afrifa ve Tauringana, 2015; Cengiz ve Karabayır, 2022; Ciftci vd., 2019; Giannarakis vd., 2016; Karayel ve Doğan, 2014; Kyere ve Ausloos, 2021; Mashayekhi ve Bazaz, 2008; Oana Pinteş vd., 2021; Rizwan vd., 2016; Vo ve Phan, 2013).

Yönetim kurulu büyüklüğü= Yönetim kurulundaki toplam üye sayısının doğal logaritması.

Yönetim Kurulu Bağımsızlığı (YBAĞ):

Vekalet teorisi, bağımsız üye oranının yüksek olduğu kurulların yönetici davranışlarını daha etkin denetlediği ve hissedar çıkarlarını daha iyi koruduğu öne sürülmektedir (Weisbach, 1988). Yönetim kurulu bağımsızlığının finansal performans üzerindeki etkisi, kurumsal yönetim literatüründe vekalet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi çerçevesinde açıklanmaktadır. Vekalet teorisine göre, bağımsız yönetim kurulu üyeleri, yönetici davranışlarını izleyerek ve kontrol ederek hissedar çıkarlarını koruma potansiyeline sahiptir (Fama ve Jensen, 1983). Bununla birlikte, kaynak bağımlılığı teorisine göre, bağımsız yönetim kurulu üyeleri, dış kaynaklara erişim, stratejik bağlantılar ve çeşitli uzmanlık alanları sağlayarak firma performansına katkıda bulunabilirler (Pfeffer ve Salancik, 1978). Ampirik çalışmalar, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin oranının artmasının genellikle firma finansal performansı üzerinde pozitif bir etki yarattığını göstermektedir (Hermalin ve Weisbach, 2003). Ancak, bu ilişkinin doğrusal olmadığı ve belirli bir eşik değerden sonra azalan getiri sağlayabileceği de araştırmacılar tarafından vurgulanmaktadır. Literatürde finansal performans etkisinin ölçülmesinde yönetim kurulu bağımsızlığının yer aldığı çok sayıda çalışma bulunmaktadır (Afrifa ve Tauringana, 2015; Al-Matari vd., 2012; Borlea vd., 2017; Ciftci vd., 2019; Fooladi, 2012; Mashayekhi ve Bazaz, 2008; Oana Pinteş vd., 2021; Vo ve Phan, 2013).

Yönetim kurulu bağımsızlığı= Bağımsız üye sayısı / toplam üye sayısı

Yönetim Kurulu Cinsiyet Çeşitliliği (YCİN):

Yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin finansal performansı üzerindeki etkisi, vekalet teorisi ve kaynak bağımlılığı teorisi perspektifleriyle açıklanabilmektedir. Vekalet teorisi bağlamında, kadın yönetim kurulu üyeleri farklı bakış açıları ve izleme mekanizmalarıyla yönetici davranışlarını daha etkin kontrol edebilmekte ve bilgi asimetrisini azaltabilmektedirler (Adams ve Ferreira,

2009). Kaynak bağımlılığı teorisi açısından ise cinsiyet çeşitliliği, kurula farklı yetenekler, bağlantılar ve stratejik bakış açıları getirerek firma kaynaklarının daha etkin yönetimini sağlayabilmektedir (Hillman vd., 2002). Ampirik çalışmalar, cinsiyet çeşitliliğinin firma performansı üzerindeki etkisinin karmaşık olduğunu, bazı araştırmalarda pozitif ilişki gözlenirken (Carter vd., 2003), bazılarında ise istatistiksel olarak anlamlı bir etki bulunamadığını göstermektedir (Marinova vd., 2016). Bu farklılıklar, cinsiyet çeşitliliğinin performans üzerindeki etkisinin ülke, sektör ve firma özellikleri gibi bağlamsal faktörlere bağlı olduğunu göstermektedir.

Yönetim Kurulu Cinsiyet Çeşitliliği= Kadın üye sayısı / Toplam üye sayısı

Yönetim Kurulu Kültürel Çeşitliliği (YKÜL):

Vekalet teorisine göre yönetim kurulu, pay sahiplerinin şirket yönetimini denetlemek ve gözetim altında tutmak için başvurdukları temel mekanizmalardan birini oluşturmaktadır. Bu çerçevede, yönetim kurullarına yabancı üyelerin katılımının, denetim süreçlerini kolaylaştırıcı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Pay sahipleri açısından değerlendirildiğinde, yönetim kurulundaki yabancı üyelerin varlığı, kurulun faaliyetlerinin daha etkin bir biçimde gözetlenmesine olanak sağlamaktadır (Karoğlu, 2016; Oxelheim ve Randøy, 2003). Yabancı yönetim kurulu üyeleri, farklı ülkelerdeki iş ortakları, müşteri kitlesi, tedarik zinciri yönetimi konusunda önemli öngörülere sahiptirler. Ayrıca, yönetim kurulunda uluslararası temsilin varlığı, şirketin küresel pazarlara ve kaynaklara verdiği önemi somut bir şekilde yansıtmakta ve yurt dışındaki paydaşlarla güçlü ilişkiler kurma kararlılığını simgelemektedir. Bunlara ek olarak, yabancı yöneticilerin deneyimleri ve uluslararası iş ağlarındaki konumları, şirkete kritik uzmanlık ve bağlantı imkanları kazandırmaktadır. Bu durum, daha nitelikli yatırım ve operasyonel kararların alınmasını kolaylaştırmakta, küresel kaynaklara erişimi atırmakta ve şirket için yeni pazar fırsatlarının kapılarını açmaktadır (Oxelheim vd., 2013). Literatürde yönetim kurulu kültürel çeşitliliğinin firma performansı üzerindeki etkisini inceleyen bazı çalışmalarda pozitif (Assenga, 2021; Mnzava, 2022; Ujunwa, 2012) yönde bir etkinin varlığı tespit edilirken, bazı çalışmalarda ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir (Assenga vd., 2018; Darmadi, 2011).

Yönetim Kurulu Kültürel Çeşitliliği = Yabancı üye sayısı / toplam üye sayısı

Yönetim İkiliği (İKİLİK):

Yönetim ikiliği (CEO duality), aynı kişinin hem CEO hem de yönetim kurulu başkanı rolünü üstlenmesi durumunu ifade etmekte olup, vekalet teorisi ve temsil teorisi perspektifleriyle açıklanmaktadır. vekalet teorisi bağlamında, yönetim ikiliği denetim mekanizmalarını zayıflatarak yönetici fırsatçılığını artırabilmekte ve hissedar çıkarlarını olumsuz etkileyebilmektedir (Fama ve Jensen, 1983). Temsil teorisi açısından ise, güçlü ve yetenekli bir liderin hem CEO hem de yönetim kurulu başkanı olması organizasyonel bütünlüğü ve karar alma süreçlerini hızlandırarak firma performansına olumlu katkı sağlayabilmektedir (Donaldson ve Davis, 1991). Literatürdeki çalışmalar, yönetim ikiliğinin firma performansı üzerindeki etkisinin heterojen olduğunu, bazı araştırmalarda negatif ilişki gözlenirken (Palaniappan, 2017), bazılarında ise pozitif ilişki gözlemlenmiştir (Asamoah ve Puni 2021; Palaniappan, 2017). Bu farklılıklar, yönetim ikiliğinin performans üzerindeki etkisinin firma büyüklüğü, sektör dinamikleri ve kurumsal yönetim mekanizmaları gibi bağlamsal faktörlere bağlı olduğunu düşündürmektedir. Literatürde yönetim ikiliğinin finansal performans etkisini inceleyen çok sayıda çalışmaya rastlanabilir (Al-Matari vd., 2012; Ciftci vd., 2019; Fooladi, 2012; Mashayekhi ve Bazaz, 2008; Oana Pinteş vd., 2021; Vo ve Phan, 2013).

Yönetim İkiliği (CEO ikiliği)= CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması durumunda 1, aksi takdirde 0.

Firma özellikleri ile ilgili kontrol değişkenleri, firma finansal performansını etkileyebilecek diğer faktörlerin etkilerini kontrol etmek amacıyla modele dahil edilmiştir.

Firma Büyüklüğü (BÜYÜK):

Kârlılık ve finansal performans üzerine etkisi incelenen ve şirketin belli bir zamandaki çalışan sayısı, satış hacmi, üretim miktarı, net kâr, varlık toplamı, özkaynak gibi çeşitli değişkenlerle temsil edilen büyüklük göstergesidir (İskenderoğlu vd., 2012). Çalışmada firma büyüklüğü *aktif toplamının doğal logaritması* alınarak hesaplanmaktadır. Literatürde firma büyüklüğünün kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirliğin finansal performans üzerinde etkisinde kontrol değişkeni olarak kullanıldığı çok sayıda çalışmalar mevcuttur (Renders vd., 2010; Kılıç, 2014; Kılıç, 2015; Shahwan, 2015; Azeez, 2015; Wahyudin ve

Solikhah, 2017; Velte, 2017; Wang ve Sarkis, 2017; Tükenmez vd., 2017; Dalal ve Thaker, 2019; Ciftci vd., 2019; Uyar vd., 2021; Coleman ve Wu, 2021; Kiptoo vd., 2021; Kyere ve Ausloos, 2021; Çetenak vd., 2022; Giannopoulos vd., 2022; Naeem ve Çankaya, 2022; Kalia ve Aggarwal, 2023; Özer vd., 2023; Rahman ve Saima, 2018).

Finansal Kaldıraç (KAL):

Sermaye yapısı ile performans arasındaki ilişkiyi açıklamada kullanılan teorilerden biri olan vekâlet teorisine göre şirket yöneticilerinin ve sermaye sahiplerinin hedeflerinin ve beklentilerinin farklı olduğu durumlarda yöneticiler ile sermaye sahipleri arasında çatışmalar yaşanmaktadır. Bu çatışmalar, yöneticilerin hissedarlar ve şirket menfaati yerine kendi menfaatleri doğrultusunda hareket ettiği ve kilit karar verici konumunda olduğu durumlarda yaşanmaktadır. Vekâlet teorisi finansal kaldıraçın şirket performansı üzerindeki etkisini iki şekilde yorumlamaktadır. İlk olarak, şirketin finansal kaldıraçının yükselmesi vekâlet maliyetlerini de artıracaktır. Bu durum borç sahipleri ile hissedarlar arasındaki çatışmanın artmasına neden olacaktır. Zira hissedarlar artan borçlanma maliyetine rağmen yüksek riskli yatırımları benimseme eğilimindedirler. Dolayısıyla yüksek kaldıraç ile performans arasında negatif bir ilişki vardır. Ancak diğer taraftan kaldıraç, şirket performansı olumlu yönde de etkiyebilmektedir. Yüksek kaldıraç daha fazla borç ve faiz giderine yol açtığından şirketin iflas riski yükselecektir. Bu durumda yöneticilerin iflastan ve artan maliyetlerden kaçınmak için daha iyi performans göstermek zorunda kalmaları şirketin performansını artıracaktır (Hossain ve Nguyen, 2016). Çalışmada kaldıraç değeri borç toplamının kaynak toplamına bölünmesiyle elde edilmiştir.

Finansal kaldıraç, *yabancı kaynaklar toplamının aktif toplamına oranlanmasıyla* hesaplanmaktadır. Yüksek kaldıraç oranına sahip şirketlerin finansal risk düzeylerinin daha yüksek olduğu ve bu durumun sürdürülebilirlik yatırımlarını sınırlayabileceği öne sürülmektedir (Myers, 1984). Literatürde incelendiğinde finansal kaldıraç oranının kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirliğin finansal performans üzerinde etkisinde kontrol değişkeni olarak kullanıldığı çok sayıda çalışmalar yer almaktadır (Renders vd., 2010; Azeez, 2015; Kılıç, 2014; Shahwan, 2015; Velte, 2017; Wang ve Sarkis, 2017; Tükenmez vd., 2017; Dalal ve Thaker 2019; Ciftci vd., 2019; Uyar vd., 2021; Coleman ve

Wu, 2021; Kyere ve Ausloos, 2021; Giannopoulos vd., 2022; Naeem ve Çankaya, 2022; Özer vd., 2023; Wahyudin ve Solikhah; 2017; Rahman ve Saima, 2018).

Firma Yaşı (YAŞ):

Şirketin kuruluşundan itibaren geçen yıl sayısını ifade etmektedir. Şirketin faaliyet süresinin uzunluğunu göstermesi açısından finansal performansı etkilemesi olası görülmektedir. Firma yaşı büyük olan şirketlerin her zaman finansal anlamda başarılı olacağını söylemek mümkün değildir. Uzun yıllar faaliyet gösteren, sektörlerinde söz sahibi olan şirketler iş tecrübelerine ve maddi imkanlarına rağmen değişime ayak uyduramamakta ve performansları düşüş gösterebilmektedir (Koç, 2021; Tükenmez vd., 2017). Literatürde firma yaşının kurumsal yönetim ve kurumsal sürdürülebilirliğin finansal performans üzerinde etkisinde kontrol değişkeni olarak kullanıldığı çok sayıda çalışmalar yer almaktadır (Renders vd., 2010; Azeez, 2015; Velte, 2017; Wang ve Sarkis, 2017; Tükenmez vd., 2017; Ciftci vd., 2019; Uyar vd., 2021; Coleman ve Wu, 2021; Kiptoo vd., 2021; Özer vd., 2023; Aygün vd., 2010; Rossi vd., 2015; Rahman ve Saima, 2018).

$$\text{Firma Yaşı} = \text{Analiz yılı} - \text{Kuruluş yılı}$$

Firma Karmaşıklığı (KAR):

Firma karmaşıklığı, bir işletmenin varlık yapısı içerisinde alacak ve stokların ne ölçüde yer aldığını ortaya koyan bir göstergedir (Rewczuk ve Modzelewski, 2019). Bu değişken, alacaklar ve stokların toplamının, firmanın toplam varlıklarına bölünmesiyle hesaplanmaktadır. Firmanın likidite durumu, operasyonel verimliliği ve genel finansal performansı, firma karmaşıklığının bir göstergesi olarak kabul edilen alacaklar ve stokların toplam varlıklara oranı incelenerek etkili bir biçimde değerlendirilebilir (Durand, 2019; Habib vd., 2019; Merter vd., 2024).

$$\text{Firma Karmaşıklığı} = (\text{Stoklar} + \text{Ticari Alacaklar}) / \text{Toplam Varlıklar}$$

Borç Ödeme Gücü (CARI):

Cari oran, işletmenin kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesini göstererek finansal esneklik sağlar ve bu esneklik sayesinde işletmelerin beklenmedik piyasa dalgalanmalarına karşı dayanıklılık göstererek sürdürülebilir performans sergilemelerine yol açabilir (Altman, 1968; Beaver,

1966). Likidite teorisine göre, optimal cari oran seviyesi işletmenin hem fırsat maliyetini minimize ederken hem de finansal sıkıntı maliyetlerini azaltarak firma değerini maksimize eder, böylece operasyonel verimlilik ve karlılık üzerinde pozitif etki yaratır (Jensen, 1986; Myers ve Majluf, 1984). Literatür incelendiğinde cari oranın finansal performans üzerinde hem pozitif yönde etkilerinin (Akenga, 2017; Liceli ve İlban 2024; Sundas ve Butt, 2021) hem de anlamlı bir etkisinin olmadığı (Hertina vd., 2021; Saleem ve Rehman, 2011) çalışmalar yer almaktadır.

Cari Oran = Dönen Varlık Toplamı/Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar Toplamı

Çokulusluluk (ULUS):

Çok ulusluluk, bir şirketin ülkesi dışındaki pazarlarda doğrudan yabancı yatırımlar, stratejik işbirlikleri veya ihracat yoluyla değer yaratma faaliyetlerinde bulunması ve faaliyetlerini coğrafi olarak çeşitlendirmesi durumudur (Dunning, 1993; Rugman ve Verbeke, 2004). Şirketlerin uluslararası pazarlarda faaliyet gösterme derecesi ve ihracat gerçekleştirmesi çok ulusluluğun temel göstergeleri olarak kabul edilmektedir (Ramaswamy, 1995; Sullivan, 1994).

Literatürde çok ulusluluk ve finansal performansı arasında bir ilişki olduğu, ancak bu ilişkinin şeklinin ve büyüklüğünün çalışmanın özelliklerine göre değiştiği görülmektedir (Yang ve Driffield, 2012)

Çok Ulusluluk = Şirketin uluslararası faaliyetlerinin bulunması (yurtdışı satışlarının toplam satışları oranının % 20 aşması) durumunda 1, aksi takdirde 0

Bu kapsamlı kontrol değişkenleri, ESG skorları ve kurumsal yönetim derecelendirme notlarının firma finansal performans üzerindeki etkilerinin çok boyutlu olarak analiz edilmesini sağlamaktadır. Yıl ve sektör sabit etkilerinin modellere dahil edilmesi, makroekonomik dalgalanmaların ve sektörel farklılıkların kontrolünü sağlayarak elde edilecek sonuçların güvenilirliğini artırmaktadır.

4. ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: BULGULAR

Bu bölümde, araştırma kapsamında toplanan verilerin analiz sonuçları detaylı olarak yer almaktadır. Analiz süreci, tanımlayıcı istatistiklerle başlayarak korelasyon analizi ve panel veri analizi sonuçlarıyla devam etmektedir. Elde edilen bulgular, 2014-2023 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören, Refinitiv Eikon veritabanında ESG skorlarına ulaşılabilen ve 2013-2023 BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan şirketlerin ESG skorlarının ve kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin finansal performansları üzerindeki etkilerini ortaya koymaktadır.

4.1 Tanımlayıcı İstatistikler

Araştırmanın ampirik analizlerinin ilk aşamasını oluşturan tanımlayıcı istatistikler, veri setinin dağılımsal özelliklerinin kapsamlı bir şekilde incelenmesini ve değişkenlerin merkezi eğilim ile yayılım ölçülerinin sistematik olarak değerlendirilmesini mümkün kılmaktadır. Bu ön analizler analizler, parametrik test varsayımlarının geçerliliğinin değerlendirilmesi, potansiyel aykırı (uç) değerlerin tespiti ve değişkenler arası ilişkilerin belirlenmesi açısından metodolojik öneme sahiptir (Hair vd., 2019; Tabachnick ve Fidell, 2007). Tablo 4.1’de yer alan tanımlayıcı istatistikler araştırma kapsamında tüm değişkenlere ilişkin gözlem sayısı, aritmetik ortalama, standart sapma, medyan, minimum ve maksimum değerleri içermektedir.

Tablo 4.1. Tanımlayıcı istatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Medyan	En düşük	En yüksek
ROA	403	0.069	0.062	0.063	-0.096	0.248
ROE	403	0.064	0.984	0.165	-8.435	0.668
HBK	403	0.307	0.626	0.115	-0.492	4.175
PD/DD	403	1.583	2.119	0.955	0.009	12.608
ESGS	403	0.598	0.216	0.643	0.029	0.923
ES	403	0.592	0.268	0.658	0.012	0.971
SS	403	0.523	0.225	0.535	0.064	0.909
GS	403	0.664	0.24	0.718	0.011	0.973
TKYN	309	9.288	0.341	9.341	7.62	9.76
PSN	309	9.134	0.472	9.194	7.4	9.818
KASN	309	9.497	0.424	9.567	7.274	9.947
MSN	309	9.553	0.53	9.751	7.38	9.951
YKN	309	9.136	0.356	9.211	7.116	9.782
YÜYE	403	8.881	2.876	9	5	18
YBAĞ	403	0.341	0.097	0.333	0	0.6
YCİN	403	0.137	0.142	0.111	0	0.833

Tablo 4.1. Tanımlayıcı istatistikler (devam)

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Medyan	En düşük	En yüksek
YKÜL	403	0.041	0.106	0	0	0.5
İKİLİK	403	0.856	0.351	1	0	1
BÜYÜK	403	21.177	1.378	21.269	17.271	24.298
KAL	403	0.29	0.171	0.299	0	0.692
KAR	403	0.295	0.173	0.288	0.012	0.772
CARİ	403	0.549	0.214	0.529	0.092	1.087
YAŞ	403	44.303	21.264	46	3	107
ULUS	403	0.474	0.5	0	0	1

Finansal performans göstergelerine ilişkin tanımlayıcı istatistikler, Türkiye’de faaliyet gösteren halka açık şirketlerin farklılaşan performans yapılarını göstermektedir. Aktif kârlılık oranı (ROA) değişkeninin dağılımsal özellikleri incelendiğinde, örneklem ortalamasının %6.9 ($\sigma = 0.062$) düzeyinde gerçekleştiği gözlemlenmektedir. Bu bulgu, örneklem kapsamındaki şirketlerin varlık verimliliği açısından orta düzeyde bir performans sergilediğini işaret etmektedir. ROA dağılımının -0.096 ile 0.248 arasında yer alması, firmalar arası çeşitliliğin ve sektörel farklılaşmanın belirgin düzeyde olduğuna işaret etmektedir (Waddock ve Graves, 1997).

Özkaynak kârlılık oranı (ROE) değişkeninin dağılım özellikleri, finansal kaldıraç etkisinin ve sermaye yapısı kararlarının performans göstergeleri üzerindeki güçlendirici etkisini yansıtmaktadır. Ortalama ROE değerinin %6.4 düzeyinde gerçekleşmesine karşın, standart sapmanın 0.984 olarak yüksek bir değer çıkması, veri setinde uç değerlerin varlığına işaret etmektedir. Minimum değer -8.435 olarak gözlemlenmesi, örneklem döneminde bazı firmaların ciddi finansal sıkıntılar yaşadığını ve negatif özkaynak getirileri raporladığını göstermektedir. Medyan değer (0.165) aritmetik ortalamadan belirgin şekilde yüksek olması, dağılımın negatif çarpıklık sergilediğini ve parametrik olmayan istatistiksel tekniklerin uygulanması gerekliliğini ortaya koymaktadır (Wooldridge, 2010).

Hisse başına kar (HBK) değişkeninin dağılım özellikleri, sermaye piyasası katılımcıları açısından kritik öneme sahip olan bu göstergenin belirgin değişkenlik gösterdiğini ortaya koymaktadır. Ortalama HBK değerinin 0.307 ($\sigma = 0.626$) olarak gerçekleşmesi ve dağılım aralığının -0.492 ile 4.175 arasında yer alması örneklemdeki firmaların farklılaşan kârlılık düzeylerine sahip olduğunu göstermektedir. Medyan değer (0.115) ortalamadan düşük olması, dağılımın

pozitif çarpıklık sergilediğini ve az sayıda yüksek performanslı firmanın ortalama değeri yukarı yönde etkilendiğini işaret etmektedir. Bu dağılımsal özellik, log-transformasyon veya winsorization gibi veri dönüştürme tekniklerinin uygulanması ihtiyacını gündeme getirmektedir (Leone vd., 2019).

Piyasa temelli performans göstergesi olan piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranının tanımlayıcı istatistikleri, yatırımcıların Türkiye’deki şirketlere yönelik değerlendirme farklılıklarını yansıtmaktadır. Ortalama PD/DD oranının 1.583 ($\sigma = 2.119$) olarak gerçekleşmesi, piyasanın genel itibarıyla şirketleri muhasebe temelli defter değerlerinin üzerinde fiyatladığını göstermektedir. Bu bulgu, maddi olmayan varlıkların ve büyüme fırsatlarını değerlemede önemli rol oynadığını işaret etmekte olup, kaynak temelli görüş bakış açısıyla tutarlılık göstermektedir (Barney, 2018; Surroca vd., 2010).

ESG performans ölçütlerinin dağılımsal özellikleri, Türkiye’deki şirketlerin sürdürülebilirlik sürecindeki mevcut konumlarını ve gelişim potansiyellerini ortaya koymaktadır. Kurumsal sürdürülebilirlik genel skorunun (ESGS) ortalama değerinin 0.598 ($\sigma = 0.216$) olarak gerçekleşmesi, 0-1 skalasında orta düzeyin üzerinde bir performansı işaret etmektedir. Bu bulgu, gelişmekte olan piyasalardaki ESG performans düzeylerini inceleyen çalışmalarla (Li vd., 2021: 0.52; Garcia vd., 2022: 0.61) karşılaştırıldığında, Türkiye’deki şirketlerinin görece rekabetçi bir konumda olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, maksimum değerin 0.923 olması, en iyi uygulamaları benimseyen şirketlerde dahi tam ESG bütünleşmesinin henüz gerçekleşmediğini ortaya koymaktadır.

ESG bileşenlerinin ayrıştırılmış analizi, sürdürülebilirlik performansının çok boyutlu yapısını ve boyutlar arası farklılaşmayı ortaya koymaktadır. *Çevresel sürdürülebilirlik skorunun* (ES) ortalama değeri 0.592 ($\sigma = 0.268$) olarak gerçekleşirken, *sosyal sürdürülebilirlik skorunun* (SS) 0.523 ($\sigma = 0.225$) düzeyinde kalması, Türkiye’deki şirketlerin sosyal boyutta göreceli olarak daha zayıf performans sergilediğini göstermektedir. Bu bulgu, gelişmekte olan ekonomilerde sosyal sermaye yatırımları ve paydaş katılımının henüz yeterli düzeyde kurumsallaşmadığını ortaya koyan literatürle uyumludur (Jamali ve Karam, 2018). *Yönetişim sürdürülebilirlik skorunun* (GS) 0.664 ($\sigma = 0.240$) ile en yüksek ortalamaya sahip olması ise, düzenleyici baskıların ve kurumsal yönetim reformlarının ESG performansının yönetim boyutunda nispeten daha güçlü iyileştirmeler sağladığını ortaya koymaktadır.

Kurumsal yönetim derecelendirme notlarına ilişkin tanımlayıcı istatistikleri, yönetim kalitesi değerlendirmelerinin yüksek oranda yoğunlaştığını ortaya koymaktadır. Toplam kurumsal yönetim notunun (TKYN) ortalama değerinin 9.288 ($\sigma = 0.341$) olması ve minimum değer 7.62 olarak gözlemlenmesi, derecelendirme sürecine tabi olan firmaların zaten belirli bir yönetim kalitesi seviyesinin üzerinde olduğunu göstermektedir. Bu durum, potansiyel bir seçim yanlılığının varlığına işaret etmekte olup, yalnızca yüksek yönetim standartlarına sahip firmaların gönüllü olarak derecelendirme sürecine girdiğini düşündürmektedir.

Kurumsal yönetim bileşenlerinin karşılaştırmalı analizi, *menfaat sahipleri notunun* (MSN) 9.553 ($\sigma = 0.530$) ile en yüksek ortalamaya sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu bulgu, Türkiye'deki kurumsal yönetim sisteminin paydaş odaklı özelliğini yansıtmakta ve Anglo-Sakson modelinden ziyade Kıta Avrupası modeline yakınlığını teyit etmektedir (Aguilera ve Jackson, 2010). *Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notunun* (KASN) 9.497 ($\sigma = 0.424$) düzeyinde gerçekleşmesi, sermaye piyasası düzenlemeleri ve zorunlu açıklama yükümlülüklerinin şeffaflık standartlarını yükselttiğini ortaya koymaktadır. *Pay sahipleri* (PSN: 9.134) ve *yönetim kurulu* (YKN: 9.136) *notlarının* görece düşük ortalamalar sergilemesi ise, bu alanlarda iyileştirme potansiyelinin varlığını işaret etmektedir.

Gözlem sayılarındaki farklılaşma (ESG değişkenleri için $n=403$, kurumsal yönetim değişkenleri için $n=309$), veri erişilebilirliği kısıtlarını ve endeks üyeliği kriterlerindeki farklılıklarından kaynaklanmaktadır. Bu durum, örneklem temsil kabiliyeti ve bulguların genellenebilirliği açısından metodolojik sınırlılıklar yaratmakta olup, sonuçların yorumlanmasında ihtiyatlı bir yaklaşım gerektirmektedir (Little ve Rubin, 2019). Bununla birlikte, mevcut örneklem büyüklükleri panel veri analizinin büyük örneklem özelliklerinden yararlanmak için yeterli düzeydedir.

4.2 Korelasyon Analizi Sonuçları

Korelasyon analizi, değişkenler arasındaki doğrusal ilişkilerin yönünü ve gücünü belirlemek amacıyla gerçekleştirilmiştir. Bu analiz, çoklu doğrusal bağlantı probleminin tespiti ve değişkenler arası ilişkilerin ön değerlendirmesi için

önem taşımaktadır. Bu amaçla Pearson korelasyon katsayıları hesaplanmış ve istatistiksel anlamlılık düzeyleri test edilmiştir.

Tablo 4.2'deki ESGS skoru ile finansal performans göstergeleri arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde ulaşılan bulgular, ESG performansının finansal performansla pozitif ilişkili olduğuna dair ilk kanıtları sunacak şekilde kurumsal sürdürülebilirlik genel skoru (ESGS) ile ROA arasında 0.08 ($p<0.1$); ROE arasında 0.13 ($p<0.01$); HBK arasında 0.22 ($p<0.01$) ve PD/DD arasında 0.17 ($p<0.01$) düzeyinde pozitif ilişkilerin olduğunu göstermektedir. Özellikle HBK ile ESGS arasındaki 0.22 korelasyon katsayısı, ESG uygulamalarının hisse başına kar üzerinde nispeten güçlü bir pozitif etkiye sahip olabileceğini işaret etmektedir.

ESGS bileşenlerinin finansal performansla ilişkisi değerlendirildiğinde, çevresel sürdürülebilirlik skoru (ES) ile finansal performans göstergeleri arasındaki korelasyonların genel olarak pozitif ancak nispeten zayıf olduğu görülmektedir. ES ile ROE arasında 0.10 ($p<0.05$), HBK arasında 0.18 ($p<0.01$) ve PD/DD arasında 0.15 ($p<0.01$) düzeyinde pozitif yönde korelasyonlar tespit edilmiştir. Sosyal sürdürülebilirlik skoru (SS) ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkiler incelendiğinde, SS ile ROA arasında 0.08 ($p<0.1$); ROE arasında 0.01 ($p<0.1$); HBK arasında 0.15 ($p<0.01$) ve PD/DD arasında 0.11 ($p<0.05$) düzeyinde pozitif yönde korelasyonlar bulunmuştur.

Yönetişim sürdürülebilirlik skoru (GS) ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkiler değerlendirildiğinde, GS ile ROA arasında 0.08 ($p<0.1$); ROE arasında 0.16 ($p<0.01$); HBK arasında 0.23 ($p<0.01$) ve PD/DD arasında 0.19 ($p<0.01$) düzeyinde pozitif yönde korelasyonlar tespit edilmiştir. Bu bulgular, yönetim sürdürülebilirlik skorunun finansal performans göstergeleri üzerinde diğer ESG bileşenlerine göre daha güçlü bir etkiye sahip olabileceğini göstermektedir.

Tablo 4.3'teki kurumsal yönetim derecelendirme notları ile finansal performans göstergeleri arasındaki korelasyon katsayıları incelendiğinde, toplam kurumsal yönetim notu (TKYN) ile ROA arasında 0.112 ($p<0.05$), ROE arasında 0.101 ($p<0.1$), HBK arasında 0.226 ($p<0.01$) ve PD/DD arasında 0.066 düzeyinde pozitif yönde korelasyonlar tespit edilmiştir. Kurumsal yönetim bileşenleri açısından, menfaat sahipleri notu (MSN) ile finansal performans göstergeleri arasındaki korelasyonların güçlü olduğu görülmektedir. MSN ile ROA arasında

0.184 ($p<0.01$), ROE arasında 0.154 ($p<0.01$), HBK arasında 0.221 ($p<0.01$) ve PD/DD arasında 0.167 ($p<0.01$) düzeyinde pozitif yönde korelasyonlar tespit edilmiştir.

Korelasyon analizi sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde, ESG skorları ve kurumsal yönetim derecelendirme notları ile finansal performans göstergeleri arasında genel olarak pozitif yönde ilişkilerin olduğu görülmektedir. Ancak, bu ilişkilerin gücü değişkenlere göre farklılık göstermektedir. Korelasyon katsayılarının genel olarak 0.5'in altında olması, ciddi çoklu doğrusal bağlantı probleminin bulunmadığını göstermektedir. Bu ön bulgular, ESG ve kurumsal yönetim bileşenlerinin finansal performans üzerindeki etkilerinin karmaşık olduğunu ve çok değişkenli analiz yöntemlerinin gerekliliğini ortaya koymaktadır.

Tablo 4.2. ESG modeli değişkenleri arası korelasyon matrisi

Değişkenler	(1) ROA	(2) ROE	(3) HBK	(4) PD/DD	(5) ESGS	(6) ES	(7) SS	(8) GS	(9) YÜYE	(10) YBAĞ
(1) ROA	1.00									
(2) ROE	0.81***	1.00								
(3) HBK	0.48***	0.47***	1.00							
(4) P/D	0.20***	0.12**	0.78***	1.00						
(5) ESGS	0.08*	0.13***	0.22***	0.17***	1.00					
(6) ES	0.04	0.10**	0.18***	0.15***	0.90***	1.00				
(7) SS	0.08*	0.01*	0.15***	0.11**	0.74***	0.55***	1.00			
(8) GS	0.08*	0.16***	0.23***	0.19***	0.93***	0.81***	0.55***	1.00		
(9) YÜYE	-0.02	0.05	0.15***	0.12**	0.05	0.11**	-0.02	0.03	1.00	
(10) YBAĞ	-0.12**	-0.12**	-0.27***	-0.19***	-0.06	-0.09*	0.04	-0.07	-0.28***	1.00

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.2. ESG modeli değişkenleri arası korelasyon matrisi (devam)

Değişkenler	(1) ROA	(2) ROE	(3) HBK	(4) P/D	(11) YCİN	(12) YKÜL	(14) İKİLİK	(15) BÜYÜK	(16) KAL	(17) KAR	(18) CARİ	(19) YAŞ	(20) ULUS
(11) YCİN	-0.01	-0.02	-0.03	-0.03	1.00								
(12) YKÜL	0.08*	0.17***	0.11**	0.06	-0.14***	1.00							
(14) İKİLİK	-0.13***	-0.10**	-0.05	-0.00	0.39***	-0.15***	1.00						
(15) BÜYÜK	-0.03	-0.04	0.25***	0.34***	-0.289***	0.06	0.06	1.00					
(16) KAL	-0.31***	-0.08*	-0.08	-0.12**	-0.10**	0.03	-0.03	0.18***	1.00				
(17) KAR	0.04	0.21***	-0.03	-0.20***	0.07	-0.01	-0.07	-0.34***	-0.11**	1.00			
(18) CARİ	0.03	0.26***	0.01	-0.19***	-0.05	0.04	-0.03	-0.15***	0.23***	0.73***	1.00		
(19) YAŞ	-0.05	-0.06	0.16***	0.24***	-0.08*	-0.02	0.12**	0.25***	0.04	0.13***	0.22***	1.00	
(20) ULUS	0.08*	0.10*	0.12**	0.09*	-0.01	0.06	0.13***	0.15***	0.20***	0.04	0.26***	0.37***	1.00

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.3. Kurumsal yönetim modeli değişkenleri arası korelasyon matrisi

Değişkenler	(1) ROA	(2) ROE	(3) HBK	(4) PD/DD	(5) TKYN	(6) PSN	(7) KASN	(8) MSN	(9) YKN	(10) YÜYE
(1) ROA	1.000									
(2) ROE	0.844***	1.000								
(3) HBK	0.561***	0.576***	1.000							
(4) P/D	0.094*	0.098*	-0.002	1.000						
(5) TKYN	0.112**	0.101*	0.226***	0.066	1.000					
(6) PSN	-0.058	-0.058	0.053	0.018	0.729***	1.000				
(7) KASN	0.098*	0.095*	0.164***	0.017	0.815***	0.421***	1.000			
(8) MSN	0.184***	0.154***	0.221***	0.167***	0.761***	0.403***	0.509***	1.000		
(9) YKN	0.153***	0.143**	0.285***	0.031	0.858***	0.434***	0.647***	0.619***	1.000	
(10) YÜYE	0.003	0.060	0.215***	0.140**	0.241***	0.024	0.300***	0.270***	0.209***	1.000

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.3. Kurumsal yönetim modeli değişkenleri arası korelasyon matrisi (devam)

Değişkenler	(1) ROA	(2) ROE	(3) HBK	(4) P/D	(11) YBAĞ	(12) YCİN	(13) YKÜL	(14) İKİLİK	(15) BÜYÜK	(16) KAL	(17) KAR	(18) CARİ	(19) YAŞ	(20) ULUS
(11) YBAĞ	-0.027	0.002	-0.105*	-0.060	1.000									
(12) YCİN	-0.01	-0.05	-0.07	-0.17***	0.10*	1.00								
(13) YKÜL	-0.17***	-0.10*	-0.08	0.12**	0.02	0.02	1.00							
(14) İKİLİK	-0.02	0.05	0.12**	0.21***	-0.24***	-0.17***	0.19***	1.00						
(15) BÜYÜK	0.20***	0.22***	0.33***	-0.09	0.16***	-0.18***	-0.06	0.04	1.00					
(16) KAL	0.20***	0.03	-0.05	-0.47***	0.01	0.02	-0.27***	-0.38***	-0.18***	1.00				
(17) KAR	0.08	0.17***	0.04	0.22***	-0.10*	0.23***	0.05	0.02	-0.32***	-0.15***	1.00			
(18) CARİ	0.14**	0.28***	0.16***	0.44***	-0.08	-0.04	0.18***	0.34***	-0.01	-0.53***	0.74***	1.00		
(19) YAŞ	-0.10*	-0.07	0.11*	0.10*	-0.18***	-0.11**	0.34***	0.17***	0.18***	-0.06	0.04	0.18***	1.00	
(20) ULUS	-0.05	0.08	0.11*	0.10*	0.03	-0.20***	0.20***	0.24***	0.15***	-0.17***	0.10*	0.36***	0.35***	1.00

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir

Panel veri analizinden önce, bağımsız değişkenler arasındaki çoklu doğrusal bağlantı probleminin varlığını test etmek üzere *Varyans Enflasyon Faktörü (VIF)* analizi gerçekleştirilmiştir. VIF değerleri, bir bağımsız değişkenin diğer bağımsız değişkenler tarafından ne ölçüde açıklanabildiğini göstererek; iki veya daha fazla bağımsız değişken arasındaki örtüşmeyi ölçmektedir. Literatürde VIF değerinin 10'dan küçük olması, bağımsız değişkenler arasında ciddi çoklu doğrusal bağlantı probleminin bulunmadığını gösterirken (Hair vd., 2010); VIF değerinin 10'un üzerinde olması durumunda, bağımsız değişkenler arasındaki yüksek korelasyonun regresyon modelinin güvenilirliğini ve yorumlanabilirliğini ciddi şekilde etkileyebileceğini vurgulamaktadır (Myers, 1990).

Tablo 4.4'teki VIF analizi sonuçları incelendiğinde, ESG modellerinde çevresel skor (ES) ve yönetim skorunun (GS) sırasıyla 3.41 ve 3.45 VIF değerleriyle en yüksek değerlere sahip olduğu tespit edilmiştir. Benzer şekilde, KAR değişkeni de 3.36 VIF değeriyle yüksek bir korelasyon sergilemektedir. Bu değerler, literatürde kabul edilen 10 eşik değerinin altında olmakla birlikte, bu değişkenler arasında orta düzeyde çoklu doğrusal bağlantı olduğunu göstermektedir.

Kurumsal yönetim modellerinde ise daha yüksek VIF değerleri gözlemlenmektedir. Özellikle CARİ değişkeni 6.15 VIF değeriyle en problemli değişken olarak öne çıkmaktadır. KAR değişkeni de bu modelde 4.72 VIF değeriyle yüksek korelasyon göstermektedir. YKN değişkeni 2.83, KASN değişkeni 2.63 ve MSN değişkeni 2.50 VIF değerleriyle orta düzeyde korelasyon sergilemektedir.

Tolerans değerleri açısından değerlendirildiğinde, en düşük tolerans değerinin kurumsal yönetim modellerinde CARİ değişkeninde 0.1625 olduğu görülmektedir. Bu değeri KAR değişkeninin 0.2118 tolerans değeri izlemektedir. ESG modellerinde ise en düşük tolerans değeri GS değişkeninde 0.2898 olarak tespit edilmiştir. Tüm değişkenlerin tolerans değerlerinin kritik eşik olan 0.1'den büyük olması, ciddi çoklu doğrusal bağlantı probleminin bulunmadığını göstermektedir.

Tablo 4.4. Çoklu doğrusal bağlantı test sonuçları: VIF ve tolerans değerleri

Değişkenler	ESG Modelleri		Kurumsal Yönetim Modelleri	
	VIF Değeri	Tolerans Değeri	VIF Değeri	Tolerans Değeri
ESG/KY Değişkenleri				
ES	3.41	0.2936	--	--
SS	1.81	0.5538	--	--
GS	3.45	0.2898	--	--
PSN	--	--	1.67	0.5975
KASN	--	--	2.63	0.3796
MSN	--	--	2.50	0.4002
YKN	--	--	2.83	0.3536
YÜYE	1.69	0.5917	1.93	0.5171
YBAĞ	1.21	0.8253	1.49	0.6721
YCİN	1.76	0.5689	1.90	0.5263
YKÜL	1.14	0.8786	1.62	0.6163
İKİLİK	1.75	0.5722	1.43	0.6985
BÜYÜK	1.74	0.5753	2.05	0.4889
KAL	1.35	0.7387	2.32	0.4312
KAR	3.36	0.2977	4.72	0.2118
CARİ	3.41	0.2929	6.15	0.1625
YAŞ	1.46	0.6868	1.80	0.5547
ULUS	1.42	0.7058	1.54	0.6504

4.3. Panel Veri Analizi Sonuçları

Araştırmanın temel amacı olan ESG skorları ve kurumsal yönetim notlarının finansal performans üzerindeki etkilerini ölçmek amacıyla dengesiz panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Bu bölümde, *uygun tahminci seçimi*, *varsayımlardan sapma testleri* ve *regresyon sonuçları* detaylı olarak yer almaktadır.

Çalışmada kullanılan veri seti 86 firma ve 10 yıllık dönemi (2014-2023) kapsayan dengesiz bir panel veri yapısına sahiptir. Zaman boyutunun ($T=10$) kesit boyutuna ($N=86$) göre oldukça kısa olması ve $N>T$ durumunun varlığı gerekçeleriyle panel veri analizinde birim kök testi uygulanmamıştır. Harris ve Tzavalis (1999) zaman boyutunun sabit ve küçük olduğu mikro panellerde birim kök testlerinin ciddi boyut bozulmalarına ve güç kayıplarına yol açtığını ileri sürmektedir. Özellikle $T<25$ olduğu durumlarda panel birim kök testlerinin güvenilir sonuçlar vermediği belirtilmektedir (Hlouskova ve Wagner, 2006). Wooldridge (2010), $N>T$ durumunda birim kök testinin gerekli olmadığını ve bunun yerine sabit etkiler modelinin kullanılması, zaman etkilerinin modele dahil edilmesi ve serisel korelasyon için kümeleme yapılmasının yeterli olacağını önermiştir. Bu nedenle, veri setimizin kısa zaman boyutu ($T=10$) ve yüksek kesit sayısı ($N=86$) dengesiz panel yapısı göz önüne alındığında testlerin düşük gücü ve kısa zaman serilerinde durağanlık kavramının zayıf temellendirilmesi sebebiyle birim kök testlerinin uygulanmaması uygun bulunmuş; analizde sabit etkiler modeli ile serisel korelasyon kontrolü tercih edilmiştir.

4.3.1 Uygun Tahmincilerin Belirlenmesi

Panel veri analizinde uygun tahminci yönteminin belirlenmesi, güvenilir ve tutarlı sonuçlar elde edilmesi açısından kritik öneme sahiptir. Tablo 4.5'teki ESG değişkenlerinin finansal performans göstergeleri üzerindeki etkilerini analiz etmek için oluşturulan dört farklı model için gerçekleştirilen spesifikasyon testlerin sonuçları yer almaktadır. Spesifikasyon testleri, ekonometrik veya istatistiksel bir modelin doğru şekilde kurulup kurulmadığını, model varsayımlarının geçerli olup olmadığını ve kullanılan tahmin yönteminin uygun olup olmadığını; panel veri yapısının özelliklerini dikkate alarak en uygun ekonometrik yöntemin belirlenmesini sağlamaktadır. *F (Chow) testi* havuzlanmış OLS ile sabit etkiler modeli arasında, *Breusch-Pagan Lagrange Multiplier (LM) testi* havuzlanmış OLS ile rassal etkiler modeli arasında, *Hausman testi* ise sabit etkiler ile rassal etkiler modeli arasında seçim yapmak için kullanılmıştır.

Tablo 4.5'teki spesifikasyon test sonuçları incelendiğinde, tüm modellerde üç testin de %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. *F* testi sonuçları (Model 1: 3.03; Model 2: 2.20; Model 3: 3.76; Model 4: 14.01) havuzlanmış OLS yerine *sabit etkiler modelinin* tercih edilmesi gerektiğini göstermektedir. Breusch-Pagan LM testi sonuçları (Model 1: 24.02; Model 2:

18.64; Model 3: 101.15; Model 4: 467.35) birim etkilerin varlığını doğrulayarak havuzlanmış OLS yerine rassal etkiler modelinin uygun olduğunu işaret etmektedir. Hausman testi sonuçları ise (Model 1: 45.49; Model 2: 39.36; Model 3: 115.82; Model 4: 110.22) tüm modellerde sabit etkiler tahmincisinin *rassal etkiler tahmincisine* göre daha uygun olduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 4.5'teki spesifikasyon test sonuçları değerlendirildiğinde, ESG değişkenlerinin finansal performans üzerindeki etkilerini analiz eden tüm modeller için sabit etkiler tahmincisinin kullanılmasına karar verilmiştir. Bu karar, panel veri setindeki gözlenemeyen firma-spesifik etkilerin bağımsız değişkenlerle korelasyonlu olduğunu ve bu etkilerin kontrol edilmesinin tutarlı tahminler elde etmek için gerekli olduğunu göstermektedir. Sabit etkiler modelinin seçilmesi, her firmanın kendine özgü ve zaman içinde değişmeyen özelliklerinin (örneğin, kurumsal kültür, yönetim felsefesi, coğrafi konum) finansal performans üzerindeki etkilerinin kontrol edilmesini sağlayacaktır.

Tablo 4.5. ESG değişkenleri için panel veri model seçim test sonuçları

Modeller	F (Chow) Testi (F-istatistik)	Breusch-Pagan LM Testi (Ki-kare)	Hausman Testi (Ki-kare)	Karar
Model 1 (ROA)	3.03***	24.02***	45.49***	Sabit Etkiler
Model 2 (ROE)	2.20***	18.64***	39.36***	Sabit Etkiler
Model 3 (HBK)	3.76***	101.15***	115.82***	Sabit Etkiler
Model 4 (PD/DD)	14.01***	467.35***	110.22***	Sabit Etkiler

Not: ***, %1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.6'daki kurumsal yönetim değişkenlerinin finansal performans göstergeleri üzerindeki etkilerini inceleyen modeller için gerçekleştirilen panel veri spesifikasyon test sonuçları yer almaktadır. ESG modellerinde olduğu gibi, kurumsal yönetim modellerinde de havuzlanmış OLS, rassal etkiler ve sabit etkiler tahmincileri arasında seçim yapmak için F (Chow), Breusch-Pagan LM ve Hausman testleri uygulanmıştır.

Tablo 4.6'daki test sonuçları değerlendirildiğinde, ilk üç model için tüm testlerin %1 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. F testi sonuçları (Model 1: 4.42; Model 2: 4.85; Model 3: 6.46; Model 4: 6.81) kurumsal yönetim modellerinde de *firma-spesifik etkilerin varlığını* doğrulamaktadır. Breusch-Pagan

LM testi sonuçları (Model 1: 22.56; Model 2: 31.48; Model 3: 49.17; Model 4: 85.90) *panel yapının varlığını* teyit ederek havuzlanmış OLS'nin uygun olmadığını göstermektedir. Hausman testi sonuçlarında dikkat çekici bir farklılık görülmektedir: İlk üç model için test istatistikleri (Model 1: 86.41; Model 2: 107.56; Model 3: 62.67) %1 düzeyinde anlamlı iken, Model 4 için Hausman test istatistiği (14.15) istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu sonuçlardan hareketle, kurumsal yönetim değişkenlerinin ROA, ROE ve HBK üzerindeki etkilerini inceleyen ilk üç model için *sabit etkiler tahmincisi*, PD/DD oranı üzerindeki etkilerini inceleyen dördüncü model için ise *rassal etkiler tahmincisi* tercih edilmiştir. Model 4'te rassal etkiler tahmincisinin seçilmesi, kurumsal yönetim uygulamalarının piyasa değerlemesi üzerindeki etkisini analiz ederken, gözlenemeyen firma etkilerinin bağımsız değişkenlerle korelasyonu olmadığını ve rassal etkiler modelinin daha etkin tahminler sağladığını göstermektedir. Bu farklılık, piyasa temelli performans göstergelerinin muhasebe temelli performans göstergelerine kıyasla farklı dinamiklere sahip olabileceğini işaret etmektedir.

Tablo 4.6. Kurumsal yönetim değişkenleri için panel veri model seçim test sonuçları

Modeller	F (Chow) Testi (F-istatistik)	Breusch-Pagan LM Testi (Ki-kare)	Hausman Testi (Ki-kare)	Karar
Model 1 (ROA)	4.42***	22.56***	86.41***	Sabit Etkiler
Model 2 (ROE)	4.85***	31.48***	107.56***	Sabit Etkiler
Model 3 (HBK)	6.46***	49.17***	62.67***	Sabit Etkiler
Model 4 (PD/DD)	6.81***	85.90***	14.15	Rassal Etkiler

Not: ***, %1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

4.3.2 Varsayımlardan Sapma Testleri

Panel veri analizinde güvenilir sonuçlar elde edebilmek için regresyon varsayımlarının sağlanması gerekmektedir. Bu tabloda, ESG değişkenlerinin finansal performans üzerindeki etkilerini inceleyen modeller için gerçekleştirilen varsayımlardan sapma testlerinin sonuçları tablo 4.7'de yer almaktadır. *Wooldridge otokorelasyon testi* hata terimleri arasında birinci dereceden otokorelasyon (serisel korelasyon) olup olmadığını, *Değiştirilmiş Wald heteroskedasite testi* gruplar arası değişen varyans problemini, *Pesaran testi* ise yatay kesitsel bağımlılığı test etmektedir. Bu testler, standart hata tahminlerinin ve test istatistiklerinin geçerliliği açısından kritik öneme sahiptir.

Tablo 4.7'deki test sonuçları incelendiğinde, tüm modellerde ciddi varsayım ihlallerinin bulunduğu görülmektedir. Wooldridge otokorelasyon testi sonuçları (Model 1: $F=18.388$; Model 2: $F=43.623$; Model 3: $F=14.534$; Model 4: $F=56.331$) tüm modellerde %1 düzeyinde hata terimlerinde birinci dereceden otokorelasyon olduğunu göstermektedir. Değiştirilmiş Wald testi sonuçları (Model 1: $\chi^2=9030.57$; Model 2: $\chi^2=31991.02$; Model 3: $\chi^2=17660.15$; Model 4: $\chi^2=57926.66$) tüm modellerde %1 düzeyinde grup-içi değişen varyans probleminin varlığını ortaya koymuştur. Pesaran yatay kesitsel bağımlılık testi sonuçları da (Model 1: $CD=29.13$; Model 2: $CD=11.57$; Model 3: $CD=14.18$; Model 4: $CD=20.66$) tüm modellerde %1 düzeyinde anlamlı olup, yatay kesit bağımlılığının varlığını doğrulamaktadır.

Ortaya çıkan bu bulgular, ESG modellerinde otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık problemlerinin eş zamanlı olarak mevcut olduğunu göstermektedir. Bu durum, standart sabit etkiler tahmincisinin standart hatalarının yanlış ve tutarsız olacağını, dolayısıyla güvenilir çıkarımlar yapılamayacağını işaret etmektedir. Bu nedenle, *dirençli (robust) standart hatalar* kullanılması veya bu problemleri dikkate alan alternatif tahmin yöntemlerinin (Driscoll-Kraay, PCSE veya sistem GMM gibi) tercih edilmesi gerekmektedir. Özellikle yatay kesitsel bağımlılığın varlığı, ESG uygulamalarının sektörel veya makroekonomik dalgalanmalardan ortak şekilde etkilendiğini ve firmaların birbirlerinden bağımsız olmadığını göstermektedir.

Tablo 4.7. ESG modelleri için varsayımlardan sapma test sonuçları

Model	Wooldridge Otokorelasyon Testi	Değiştirilmiş Wald Heteroskedasite Testi	Pesaran Yatay Kesitsel Bağımlılık Testi	Karar
Model 1 (ROA)	18.388***	$\chi^2(86) = 9030.57$ Prob > $\chi^2 =$ 0.000	$CD = 29.13$ ***	Otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık var.
Model 2 (ROE)	43.623***	$\chi^2(86) = 31991.02$ Prob > $\chi^2 =$ 0.0000	$CD = 11.57$ ***	Otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık var.
Model 3 (HBK)	14.534***	$\chi^2(86) = 17660.15$ Prob > $\chi^2 =$ 0.0000	$CD = 14.18$ ***	Otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık var.
Model 4 (PD/DD)	56.331***	$\chi^2(86) = 57926.66$ Prob > $\chi^2 =$ 0.0000	$CD = 20.66$ ***	Otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık var.

Not: ***, %1 seviyesinde anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.8'deki kurumsal yönetim değişkenlerinin finansal performans göstergeleri üzerindeki etkilerini analiz eden modeller için gerçekleştirilen varsayımlardan sapma testlerinin sonuçları değerlendirildiğinde, Model 1 (ROA) dışındaki tüm modellerde otokorelasyon probleminin bulunduğu görülmektedir. *Wooldridge otokorelasyon testi* sonuçlarına göre, Model 1'de ($F=1.356$, $p=0.253$) otokorelasyon tespit edilmezken; Model 2 ($F=6.012$, $p=0.020$), Model 3 ($F=18.968$, $p=0.0001$) ve Model 4'te ($F=38.113$, $p=0.0000$) istatistiksel olarak anlamlı otokorelasyon tespit edilmiştir. *Değiştirilmiş Wald heteroskedasite testi* sonuçları ise tüm modellerde %1 düzeyinde anlamlı çıkmıştır (Model 1: $\chi^2=1797.25$; Model 2: $\chi^2=330702.75$; Model 3: $\chi^2=7357.61$; Model 4: $\chi^2=31654.16$). Özellikle Model 2'deki aşırı yüksek test istatistiği değeri, ROE modelinde çok ciddi bir değişen varyans probleminin varlığına işaret etmektedir. *Pesaran yatay kesitsel bağımlılık testi* de tüm modellerde %1 düzeyinde anlamlı yatay kesit bağımlılığının varlığını gösteren sonuçlar vermiştir (Model 1: $CD=4.90$; Model 2: $CD=6.73$; Model 3: $CD=28.59$; Model 4: $CD=16.79$).

Kurumsal yönetim modellerindeki varsayım ihlalleri, ESG modellerine benzer bir durum sergilemektedir. Ancak ROA modelinde otokorelasyon probleminin bulunmaması dikkat çekmektedir. Bu durum, kurumsal yönetim uygulamalarının aktif karlılık oranı (ROA) üzerindeki etkisinin diğer performans göstergelerine kıyasla daha istikrarlı ve zamandan bağımsız olabileceğini düşündürmektedir. Bununla birlikte, tüm modellerde heteroskedasite ve yatay kesitsel bağımlılık problemlerinin varlığı, standart tahmin yöntemlerinin yetersiz kalacağını; bu nedenle kurumsal yönetim modellerinde de *dirençli (robust) standart hatalar* kullanılması özellikle de yatay kesitsel bağımlılığı dikkate alan panel veri yaklaşımlarının benimsenmesini gerektirmektedir. Bu problemlerin varlığı, kurumsal yönetim uygulamalarının etkilerinin firma büyüklüğüne, sektöre ve makroekonomik koşullara göre değişkenlik gösterebileceğini ve firmaların ortak dalgalanmalardan etkilendiğini ortaya koymaktadır.

Tablo 4.8. Kurumsal yönetim modelleri için varsayımlardan sapma test sonuçları

Model	Wooldridge Otokorelasyon Testi	Değiştirilmiş Wald Heteroskedasite Testi	Pesaran Yatay Kesitsel Bağımlılık Testi	Karar
Model 1 (ROA)	1.356 (p=0.253)	χ^2 (37) = 1797.25 Prob > χ^2 = 0.000	CD= 4.90***	Otokorelasyon yok; değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık var.
Model 2 (ROE)	6.012** (p=0.020)	χ^2 (37) 330702.75 Prob > χ^2 = 0.000	= CD= 6.73***	Otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık var.
Model 3 (HBK)	18.968***	χ^2 (37) 7357.61 Prob > χ^2 = 0.0000	= CD= 28.59***	Otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık var.
Model 4 (PD/DD)	38.113***	χ^2 (37) 31654.16 Prob > χ^2 = 0.0000	= CD= 16.79***	Otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık var.

Not: ***, ** sırasıyla %1 ve %5 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir

4.3.3 Regresyon Analizi Sonuçları ve Hipotez Testleri

Araştırma kapsamında, dört farklı finansal performans göstergesi (ROA, ROE, HBK ve PD/DD) için ayrı modeller kurulmuş ve her bir hipotez sistematik olarak test edilmiştir. Modellerde *yıl ve sektör sabit etkileri* kontrol edilerek, makroekonomik dalgalanmaların ve sektörel heterojenliğin etkileri kontrol altına alınmıştır. Ayrıca, *firma büyüklüğü, finansal kaldıraç, organizasyonel karmaşıklık, likidite durumu, firma yaşı ve çok uluslu faaliyet gösterme durumu* gibi kontrol değişkenleri modellere dahil edilerek, ESG ve kurumsal yönetim değişkenlerinin net etkileri tespit edilmeye çalışılmıştır.

4.3.3.1 ESG Bileşenlerinin Finansal Performans Üzerindeki Etkileri:

Panel Regresyon Sonuçları

ESG bileşenlerinin ayrı ayrı dahil edildiği ve *aktif karlılık oranının* bağımlı değişken olarak incelendiği tablo 4.9'daki Model 1'in regresyon analizinin sonuçları, çevresel sürdürülebilirlik skorunun (ES) ROA üzerinde ($\beta=0.0408$, $t=1.91$) pozitif yönde ve %10 düzeyinde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu bulgu, çevresel sürdürülebilirlik uygulamalarının firmaların varlık verimliliğini ve karlılığını artırdığını göstermektedir. Regresyon sonuçları aynı zamanda sosyal sürdürülebilirlik skorunun (SS) ROA üzerinde ($\beta=0.0273$, $t=3.40$) pozitif yönde ve %1 düzeyinde oldukça güçlü bir etkiye sahip olduğunu

göstermektedir. Bu sonuç, çalışan refahı, müşteri memnuniyeti ve toplumsal sorumluluk projelerinin firmaların aktif karlılığına önemli katkılar sağladığını ortaya koymaktadır. Buna karşın, yönetim sürdürülebilirlik skorunun (GS) ROA üzerinde ($\beta=-0.0926$, $t=-2.98$) negatif yönde ve %1 düzeyinde anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. Bu sonuç Türkiye bağlamında yönetim skorunun kısa vadede ek maliyet ve kaynak kullanımı gerektirmesi, karmaşık raporlama ve uyum süreçlerinin operasyonel verimliliği olumsuz etkilemesi ve uzun vadeli faydaların ancak belirli bir eşikten sonra ortaya çıkması ile açıklanabilir (Agbakwuru vd., 2024).

ESG genel skorunun (ESGS) dahil edildiği tablo 4.10'daki Model 1'in regresyon analiz sonuçları incelendiğinde ise, ESGS'nin ROA ($\beta=-0.0251$, $t=-2.80$) üzerinde negatif yönde ve %1 düzeyinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu çelişkili görünen sonuç ESG bileşenlerinin birlikte değerlendirildiğinde farklı dinamiklerin ortaya çıkabileceğini göstermektedir.

Tablo 4.9'daki Model 1'e ait kurumsal yönetim karakteristiklerini gösteren kontrol değişkenleri incelendiğinde, ROA üzerinde yönetim kurulu büyüklüğünün (YÜYE) ($\beta=0.0034$, $t=1.78$); bağımsız üye oranının (YBAĞ) ($\beta=0.0512$, $t=2.80$) ve yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin (YCİN) ($\beta=0.0094$, $t=3.27$) pozitif yönde; yönetim ikiliğinin (IKILIK) ($\beta=-0.0202$, $t=-3.03$) negatif yönde ve anlamlı etkisinin olduğu; bununla birlikte yönetim kurulu kültürel çeşitliliğinin ise (YKÜL) istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olmadığı görülmektedir.

ESG bileşenlerinin *öz kaynak karlılık oranı (ROE)* üzerindeki etkisinin araştırıldığı tablo 4.9'daki Model 2'nin sonuçlarına göre çevresel sürdürülebilirlik skorunun (ES) ROE üzerinde anlamlı etkisinin olmadığı; sosyal sürdürülebilirlik skorunun (SS) ($\beta=0.0947$, $t=2.47$) sosyal yatırımların öz kaynak getirilerini artırdığı şeklinde pozitif yönde ve %5 düzeyinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Yönetişim sürdürülebilirlik skorunun ise (GS) ROE ($\beta=-0.1541$, $t=-2.50$) üzerinde negatif ve %5 düzeyinde anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. Bu bulguların çevresel sürdürülebilirlik dışında Model 1'deki , (ROA modeli) bulgular ile benzerlik göstermektedir. Tablo 4.10'da yer alan ESG genel skorunun (ESGS) dahil edildiği Model 2'nin regresyon analiz sonuçları incelendiğinde ise, ESGS'nin ROE ($\beta=-0.1562$, $t=-2.20$) üzerinde negatif yönde ve %5 düzeyinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir.

Tablo 4.9 ve 4.10'daki Model 2'e ait kurumsal yönetim karakteristiklerini gösteren kontrol değişkenleri incelendiğinde yönetim kurulu üye sayısı (YÜYE) (Tablo 4.9: $\beta=0.0278$, $t=2.59$; Tablo 4.10: $\beta=0.0363$, $t=2.77$); bağımsız üye oranı (YBAĞ) (Tablo 4.9: $\beta=0.5157$, $t=4.16$; Tablo 4.10: $\beta=0.5588$, $t=2.47$) ROE üzerinde her iki tabloda da pozitif ve anlamlı etkiler göstermektedir. Tablo 4.9'daki yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği (YCİN) ($\beta=0.0487$, $t=2.25$) pozitif ; yönetim İkliliği (İKİLİK) ($\beta=-0.0871$, $t=-1.95$) ise negatif ve anlamlı bir etki gösterirken, tablo 4.10'da anlamlı bir etki tespit edilememiştir.

ESG bileşenlerinin *hisse başına kar* (HBK) üzerindeki etkisinin araştırıldığı tablo 4.9'daki Model 3'ün sonuçlarına göre, çevresel sürdürülebilirlik skoru (ES) hisse başına kar (HBK) ($\beta=0.3287$, $t=2.18$) üzerinde pozitif yönde ve %5 düzeyinde anlamlı bir etki göstermektedir. Bu bulgu, çevresel yatırımların doğrudan hissedar değeri oluşturmada katkıda bulunduğunu göstermektedir. Sosyal sürdürülebilirlik skorunun (SS) hisse başına kar (HBK) üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisi tespit edilememiştir. Yönetişim sürdürülebilirlik skoru (GS) ise HBK ($\beta=-0.8134$, $t=-2.66$) üzerinde negatif yönde ve %1 düzeyinde anlamlı bir etki göstermektedir. Tablo 4.10'daki Model 3'ün regresyon analiz sonuçlarına göre ESGS'nin HBK ($\beta=-0.4838$, $t=-2.91$) üzerinde negatif yönde ve %1 anlamlılık düzeyinde etki tespit edilmiştir. Bu bulgular, ESG yatırımlarının kısa vadede hisse başına karı olumsuz etkileyebileceğini düşündürmektedir.

Tablo 4.9 ve 4.10'daki Model 3'e ait kontrol değişkenlerinde HBK üzerinde firma büyüklüğü (BÜYÜK) (Tablo 4.9: $\beta=0.4351$, $t=2.38$; Tablo 4.10: $\beta=0.4671$, $t=2.30$) ve borç ödeme gücü (CARİ) (Tablo 4.9: $\beta=0.7131$, $t=3.49$; Tablo 4.10: $\beta=0.8202$, $t=2.48$) üzerinde pozitif ve anlamlı etkiler gösterirken, finansal Kaldıraç (KAL) ise (Tablo 4.9: $\beta=-1.9770$, $t=-6.12$; Tablo 4.10: $\beta=-2.2780$, $t=-6.52$) negatif yönde ve anlamlı etki sergilemektedir. Borç ödeme gücünün HBK üzerinde pozitif yönde etkisinin olması likiditenin hisse başına kar için önemli olduğunu göstermektedir.

ESG bileşenlerinin *piyasa değeri/defter değeri* (PD/DD) üzerindeki etkisinin araştırıldığı tablo 4.9'daki Model 4'ün analiz sonuçları, çevresel sürdürülebilirlik skoru (ES) PD/DD üzerinde ($\beta=0.9134$, $t=3.54$) pozitif yönde ve %1 düzeyinde anlamlı oldukça güçlü bir etki göstermektedir. Bu bulgu, yatırımcıların çevresel performansı değerlendirdiğini ve piyasa değerini artırdığını

göstermektedir. Sosyal sürdürülebilirlik skoru (SS) ($\beta=-0.6352$, $t=-2.48$) negatif yönde ve %5 düzeyinde; yönetim sürdürülebilirlik skoru (GS) ($\beta=-1.2744$, $t=-3.35$) ise negatif yönde ve %1 düzeyinde anlamlı bir etki göstermektedir. Tablo 4.10'daki Model 4'ün regresyon analiz sonuçları ESGS'nin PD/DD ($\beta=-1.4765$, $t=-2.34$) üzerindeki etkisinin negatif yönde ve %5 düzeyinde anlamlı olduğunu sergilemektedir. Kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğünün PD/DD üzerindeki etkisinin her iki tabloda da (Tablo 4.9: $\beta=1.2957$, $t=19.38$; Tablo 4.10: $\beta=2.0321$, $t=3.75$) pozitif yönde ve oldukça güçlü olduğu tespit edilmiş olup, bu da aktif büyüklüğü yüksek olan firmaların piyasada daha yüksek değerlendirildiğini göstermektedir. Finansal kaldıraç (KAL) tüm modellerde tutarlı bir şekilde negatif ve güçlü etkiler sergilemekte olup, bu da yüksek borçluluğun finansal performansı olumsuz etkilediğini doğrulamaktadır.

Model açıklama güçleri (R^2) incelendiğinde, Model 4 olan PD/DD modelinin en yüksek açıklama gücüne sahip olduğu görülmektedir (Tablo 4.9: $R^2_{PD/DD}$: %64.25; Tablo 4.10: $R^2_{PD/DD}$: %50.62). Bu durum, piyasa değerlemesinin ESG bileşenlerinden daha fazla etkilendiğini göstermektedir. ROA model orta düzeyde, (R^2_{ROA} : %30.25) HBK modeli yüksek düzeyde; (R^2_{HBK} : %64.25) ve ROE modeli ise en düşük açıklama gücünü sergilemektedir (R^2_{ROE} : %17.38). Tüm modellerde F istatistikleri %1 düzeyinde anlamlı olup, modellerin bir bütün olarak anlamlı olduğunu göstermektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, ESG faktörlerinin finansal performans üzerindeki etkileri karmaşık ve çok boyutlu olduğu dikkat çekmektedir. Çevresel sürdürülebilirlik (ES) piyasa temelli performans göstergelerinden HBK ve PD/DD üzerinde muhasebe temelli finansal performans göstergeleri olan ROA'ya kıyasla daha yüksek oranda pozitif yönde etki gösterdiği görülmektedir. Sosyal sürdürülebilirliğin (SS) muhasebe temelli performans göstergeleri olan ROA ve ROE üzerinde pozitif yönde; piyasa temelli performans göstergelerinden PD/DD üzerinde ise negatif yönde etkili olduğu bulgusuna ulaşılmıştır. Yönetişim faktörlerinin (GS) tüm finansal performans göstergeleri üzerinde ortaya çıkan negatif etkileri, Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarının henüz optimal düzeyde olmayabileceğini veya yönetim skorunun kısa vadede ek maliyet ve kaynak kullanımı gerektirmesi, karmaşık raporlama ve uyum süreçlerinin operasyonel verimliliği olumsuz etkilemesi ve uzun vadeli faydaların ancak belirli bir eşikten sonra ortaya çıkması ile açıklanabilir (Agbakwuru vd., 2024). Kontrol

değişkenlerinden özellikle bağımsız üye oranının tutarlı pozitif etkileri, yönetim kurulu bağımsızlığının önemini vurgulamaktadır.

ESG skorunun finansal performans üzerinde negatif etkisinin teorik temelleri, fırsat maliyeti hipotezi (yüksek ESG yatırımlarının şirkete alternatif kullanım fırsatlarını azaltması) ve ekonomik kaynakların verimsiz tahsisi sorunları ile açıklanabilir. Bu bulgular kısa vadede işletmelerin ESG uyum maliyetlerinin karlılıklarını olumsuz etkilediğini göstermiştir.

Tablo 4.9. ESG bileşenlerinin skorlarının finansal performans üzerindeki etkileri:

Panel regresyon sonuçları

Değişkenler	Model 1 (ROA)		Model 2 (ROE)		Model 3 (HBK)		Model 4 (PD/DD)	
	Katsayı	t	Katsayı	t	Katsayı	t	Katsayı	t
ES	0.0408	1.91*	-0.0217	-0.21	0.3287	2.18**	0.9134	3.54***
GS	-0.0926	-2.98***	-0.1541	-2.50**	-0.8134	-2.66***	-1.2744	-3.35***
SS	0.0273	3.40***	0.0947	2.47**	-0.0418	-0.39	-0.6352	-2.48**
YÜYE	0.0034	1.78*	0.0278	2.59***	-0.0095	-0.40	-0.0211	-1.09
YBAĞ	0.0512	2.80***	0.5157	4.16***	-0.4111	-1.78*	-0.2822	-0.73
YCİN	0.0094	3.27***	0.0487	2.25**	0.1238	1.31	0.1171	0.86
YKÜL	0.0082	0.88	-0.0933	-0.89	0.2836	1.19	-0.3011	-2.20**
İKİLİK	-0.0202	-3.03***	-0.0871	-1.95*	-0.1364	-1.37	-0.3058	-1.94*
BÜYÜK	0.0035	0.28	-0.0605	-0.95	0.4351	2.38**	1.2957	19.38***
KAL	-0.3045	-7.25***	-0.8152	-4.28***	-1.9770	-6.12***	-2.6353	-11.98***
KAR	0.0051	0.12	0.3363	1.75	-0.3930	-1.24	-0.1141	-0.22
CARİ	0.0481	2.06**	0.2053	2.41**	0.7131	3.49***	-0.6981	-1.65
YAŞ	-0.0043	-0.07	0.0604	0.40	-0.4954	-3.29***	-1.6574	-5.25***
ULUS	-0.0019	-0.16	0.0070	0.22	0.1090	1.07	-0.0530	-0.38
Sabit	0.0193	0.04	0.7839	0.42	-6.6708	-1.59	-18.1398	-7.86***
Yıl Etkisi	DAHİL		DAHİL		DAHİL		DAHİL	
Sektör Etkisi	DAHİL		DAHİL		DAHİL		DAHİL	
R ²	0.3025		0.1738		0.3765		0.6425	
Gözlem Sayısı	403		403		403		403	
F değeri	150.77***		14616.07***		244.97***		1469.76***	

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir

Tablo 4.10. ESG genel skorunun finansal performans üzerindeki etkileri: Panel regresyon sonuçları

Değişkenler	Model 1 (ROA)		Model 2 (ROE)		Model 3 (HBK)		Model 4(PD/DD)	
	Katsayı	t	Katsayı	t	Katsayı	t	Katsayı	t
ESGS	-0.0251	-2.80***	-0.1562	-2.20**	-0.4838	-2.91***	-1.4765	-2.34**
YÜYE	0.0021	0.94	0.0363	2.77***	-0.0258	-0.80	-0.0861	-1.63
YBAĞ	0.0524	3.11***	0.5588	2.47**	-0.3982	-1.48	-3.8401	-2.82***
YCİN	0.0063	1.64	0.0799	0.29	0.1505	1.41	0.3652	1.10
YKÜL	0.0126	1.55	-0.0776	-0.73	0.4056	1.54	0.3586	0.84
İKİLİK	-0.0121	-1.40	-0.0159	-0.22	-0.1434	-1.07	-0.4230	-1.16
BÜYÜK	0.0033	0.24	-0.0899	-1.03	0.4671	2.30**	2.0321	3.75***
KAL	-0.3132	-9.66***	-0.8654	-6.06***	-2.2780	-6.52***	-4.9767	-4.59***
KAR	0.0028	0.05	0.2859	1.25	-0.6688	-1.50	-0.8471	-0.98
CARİ	0.0697	2.39**	0.0409	0.63	0.8202	2.48**	0.1938	0.31
YAŞ	0.0043	1.88*	0.0462	0.25	0.0545	6.07***	0.0917	3.73***
ULUS	-0.0043	-0.43	0.0348	1.28	0.1930	1.36	0.5570	1.78*
Sabit	-0.1515	-0.62	1.5039	0.60	-11.0379	-2.76***	-40.9180	-3.68***
Yıl Etkisi	DAHİL		DAHİL		DAHİL		DAHİL	
Sektör Etkisi	DAHİL		DAHİL		DAHİL		DAHİL	
R ²	0.3344		0.3070		0.4087		0.5062	
Gözlem Sayısı	403		403		403		403	
F değeri	150.64***		638.69***		278.60***		595.73***	

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir

4.3.3.2 Kurumsal Yönetim Bileşenlerinin Finansal Performans Üzerindeki Etkileri: Panel Regresyon Sonuçları

Kurumsal yönetim bileşenlerinin ayrı ayrı dahil edildiği ve *aktif karlılık oranının* bağımlı değişken olarak incelendiği tablo 4.11'deki Model 1'in regresyon analizi sonuçları incelendiğinde, farklı kurumsal yönetim bileşenlerinin değişken etkiler sergilediği görülmektedir. Pay sahipleri (PSN) ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notunun (KASN) ROA üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır. Buna karşılık, menfaat sahipleri notu (MSN) ROA üzerinde ($\beta=0.0537$, $t=4.93$) pozitif yönde ve %1 düzeyinde oldukça güçlü bir etkiye sahiptir. Bu bulgu çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler ve diğer paydaşlarla olan ilişkilerin kalitesinin firma karlılığını doğrudan artırdığını göstermektedir. Yönetim kurulu notu (YKN) da ROA üzerinde ($\beta=0.0641$, $t=2.82$) pozitif yönde ve %1 düzeyinde anlamlı bir etki sergilemektedir. Bu sonuç, etkin yönetim kurulu yapı ve uygulamalarının operasyonel verimliliği artırdığını ortaya koymaktadır.

Toplam kurumsal yönetim notunun (TKYN) dahil edildiği tablo 4.12'deki regresyon analizi sonuçlarına göre, TKYN'nin ROA üzerinde ($\beta=0.1028$, $t=2.87$) pozitif yönde ve %1 düzeyinde anlamlı bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu

bulgu, kurumsal yönetim kalitesinin genel olarak aktif karlılığını artırdığını göstermektedir. Yönetim kurulu karakteristiklerinden yönetim kurulu bağımsızlığı (YBAĞ) tablo 4.12'deki TKYN modelinde ($\beta=-0.1605$, $t=-1.90$) %10 düzeyinde anlamlıdır. Bu bulgu, Türkiye bağlamında bağımsız üyelerin henüz beklenen katma değeri yaratamadığını veya bağımsızlık kriterlerinin yeterince etkin uygulanmadığını düşündürmektedir.

Kurumsal yönetim bileşenlerinin *öz kaynak oranı (ROE)* üzerindeki etkisinin araştırıldığı tablo 4.11'deki Model 6'nın analiz sonuçları, kurumsal yönetim bileşenlerinin etkileri ROA modeline benzerlik sergilemektedir. Pay sahipleri notu ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu (KASN)'nın ROE üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkileri bulunmamaktadır. Menfaat sahipleri notu (MSN) ROE ($\beta=0.1055$, $t=2.72$) üzerinde pozitif yönde ve %1 düzeyinde anlamlı bir etkiye sahiptir. Bu bulgu paydaş ilişkilerinin öz kaynak getirilerini de artırdığını göstermektedir. Yönetim kurulu notu (YKN) ROE ($\beta=0.2140$, $t=2.99$) %1 düzeyinde en güçlü pozitif yönde etkiyi sergilemektedir.

Toplam kurumsal yönetim notunun (TKYN) dahil edildiği tablo 4.12'deki regresyon analizi sonuçları, TKYN'nin ROE ($\beta=0.1940$, $t=2.91$) üzerindeki etkisinin pozitif yönde ve %1 düzeyinde anlamlı olduğu göstermektedir. Bu bulgu, kurumsal yönetim kalitesinin özsermaye sahiplerinin getirilerini artırdığını doğrulamaktadır. Yönetim kurulu karakteristiklerinden, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin (YCİN) etkisi istatistiksel olarak anlamlı değildir. Kontrol değişkenlerinden firma büyüklüğü (BÜYÜK) TKYN modelinde ROE ($\beta=0.0205$, $t=2.73$) üzerinde %1 düzeyinde pozitif yönde ve anlamlı bir etki göstermektedir.

Kurumsal yönetim bileşenlerinin *hisse başına kar (HBK)* üzerindeki etkisinin araştırıldığı tablo 4.11'deki Model 7'nin analiz bulguları daha karmaşık bir yapı sergilemektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu (KASN) HBK üzerinde ($\beta=-0.3384$, $t=-3.13$) negatif yönde; yönetim kurulu notu (YKN) ise HBK ($\beta=0.5880$, $t=3.49$) üzerinde pozitif yönde ve %1 düzeyinde oldukça güçlü etkilere sahip olduğu görülmektedir. KASN ile ilgili ulaşılan bulgu, şeffaflık uygulamalarının kısa vadede hisse başına karı azalttığını, özellikle ek uyum maliyetleri nedeniyle olumsuz etkilediğini göstermektedir. Buna karşın pay sahipleri notu (PSN) ile menfaat sahipleri notu (MSN)'in HBK üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkisi olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Toplam kurumsal yönetim notunun (TKYN) dahil edildiği tablo 4.12'deki regresyon analizi sonuçları, TKYN'nin HBK üzerindeki ($\beta=0.2089$, $t=2.58$) pozitif yönde ve %5 düzeyinde anlamlı etkisi olduğu görülmektedir. Bu sonuç, genel kurumsal yönetim kalitesinin hissedar değeri yaratmaya konusunda katkıda bulunduğunu göstermektedir. Dikkat çekici bir bulgu, yönetim ikililiğinin (İKİLİK) TKYN modelinde HBK üzerinde ($\beta=0.3222$, $t=2.92$) %1 düzeyinde pozitif yönde ve anlamlı bir etkiye sahip olmasıdır. Bu sonuç, Türkiye özelinde güçlü liderliğin belirli durumlarda hisse başına karı artırabildiğini düşündürmektedir.

Tablo 4.11'deki Model 8'de yer alan piyasa değerlemesi modelinin sonuçları Model 7'deki HBK ile aynı bulguları sergilemektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu (KASN) PD/DD üzerinde ($\beta=-1.0782$, $t=-3.03$) negatif yönde ve %1 düzeyinde; yönetim kurulu notu (YKN) ise PD/DD ($\beta=1.6498$, $t=2.76$) üzerinde pozitif yönde ve %1 düzeyinde etkilere sahip olduğu görülmektedir. KASN ile ilgili ulaşılan bulgu, piyasanın mevcut şeffaflık uygulamalarını değerlemede henüz pozitif olarak fiyatlamadığını göstermektedir. Buna karşın pay sahipleri notu (PSN) ile menfaat sahipleri notu (MSN)'in PD/DD üzerinde istatistiksel olarak anlamlı etkilerinin olmadığı bulgusuna ulaşılmıştır.

Toplam kurumsal yönetim notunun (TKYN) dahil edildiği tablo 4.12'deki regresyon analizi sonuçları TKYN'nin PD/DD ($\beta=0.3790$, $t=2.61$) üzerindeki etkisi pozitif yönde ve %1 düzeyinde anlamlıdır. Bu sonuç, piyasanın kurumsal yönetim kalitesini değerlendirdiğini ve yüksek kurumsal yönetim standartlarına sahip firmalara prim verdiğini göstermektedir. Yönetim kurulu karakteristiklerinden yönetim kurulu kültürel çeşitliliği (YKÜL), TKYN modelinde PD/DD ($\beta=0.3166$, $t=3.47$) üzerinde pozitif yönde ve %1 düzeyinde anlamlı bir etki sergilemektedir. Bu bulgu, piyasanın yönetim kurulundaki çeşitliliği değer yaratan bir faktör olarak gördüğünü ortaya koymaktadır.

Firma karakteristiklerini içeren kontrol değişkenlerinin etkileri incelendiğinde, finansal kaldıraç (KAL) değişkeninin kurumsal yönetim modellerinde pozitif yönde etkiler gösterdiği dikkat çekmektedir. Bu durum, ESG modellerindeki negatif etkilerden farklı olarak, iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip firmaların borç kullanımından daha fazla fayda sağlayabildiğini düşündürmektedir. ROA modelinde kaldıraçın etkisi her iki

tabloda da pozitif yönde ve %1 düzeyinde anlamlıdır (Tablo 4.11: $\beta=0.2965$, $t=9.07$; Tablo 4.12: $\beta=0.3464$, $t=7.34$).

Borç ödeme gücü (CARİ) değişkeni her iki tabloda ROA ve ROE modellerinde pozitif yönde; firma yaşı (YAŞ) değişkeni ise negatif yönde anlamlı etkiler göstermektedir. Bu bulgular, likidite yönetiminin finansal performans için kritik önemini vurgularken, firma yaşı düşük olan firmaların daha yüksek büyüme potansiyeline sahip olabileceğini göstermektedir. Tablo 4.12’de çokulusluluk (ULUS) özellikle TKYN modelinde ROA ($\beta=-0.0304$, $t=-4.00$) üzerinde %1 düzeyinde negatif yönde ve anlamlı bir etki göstermektedir.

Model açıklama güçleri (R^2) değerlendirildiğinde, kurumsal yönetim bileşenlerinin dahil edildiği tablo 4.11’de yer alan modellerde ROA için %48.67, ROE için %42.26, HBK için %36.76 ve PD/DD için %43.93 açıklama gücünün gerçekleştiği görülmektedir. Tablo 4.12’de yer alan TKYN modellerinde ise bu değerler sırasıyla %36.42, %32.95, %30.75 ve %62.56 olarak gerçekleşmiştir. PD/DD modelinin tablo 4.12’deki TKYN’nin dikkate alındığı modelde açıklama gücünün önemli ölçüde artması (%62.56), toplam kurumsal yönetim kalitesinin piyasa değerlemesi için kritik bir faktör olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.11. Kurumsal yönetim bileşenlerinin notlarının finansal performans üzerindeki etkileri: Panel regresyon sonuçları

Değişkenler	Model 5 (ROA)		Model 6 (ROE)		Model 7 (HBK)		Model 8(PD/DD)	
	Katsayı	t	Katsayı	t	Katsayı	t	Katsayı	t
PSN	-0.0099	-0.64	-0.0364	-0.80	-0.0051	-0.04	0.6680	1.45
KASN	-0.0265	-1.30	-0.0859	-1.52	-0.3384	-3.13***	-1.0782	-3.03***
MSN	0.0537	4.93***	0.1055	2.72***	0.0482	0.66	0.1376	0.42
YKN	0.0641	2.82***	0.2140	2.99***	0.5880	3.49***	1.6498	2.76***
YÜYE	0.0037	1.06	0.0136	1.17	0.0319	1.21	0.0854	0.75
YBAĞ	-0.0415	-0.56	-0.1052	-0.41	-0.7988	-1.46	-0.1983	-0.10
YCİN	-0.0326	-0.67	-0.1744	-1.17	-0.4877	-1.87	-2.6265	-2.42**
YKÜL	-0.0040	-0.09	-0.0282	-0.16	0.2723	0.97	2.1388	1.84*
İKİLİK	-0.0034	-0.15	-0.0016	-0.02	-0.1523	-0.72	-0.6234	-0.91
BÜYÜK	0.0028	0.70	0.0161	1.05	0.0480	1.43	0.3728	2.66***
KAL	0.2965	9.07***	0.5948	5.01***	0.5564	2.23**	1.6616	1.71*
KAR	-0.0970	-1.64	-0.1304	-0.59	0.0011	0.00	2.3334	1.14
CARİ	0.2451	4.63***	0.6200	3.44***	0.3352	0.80	-1.4881	-0.77
YAŞ	-0.0485	-2.93***	-0.1481	-3.53***	-0.0408	-0.46	-0.2510	-0.69
ULUS	-0.0181	-1.59	-0.0169	-0.58	-0.0096	-0.11	0.1660	0.48
Sabit	-0.8390	-3.74***	-2.2029	-3.29***	-3.8052	-2.86***	-19.5702	-3.97***
Yıl Etkisi	DAHİL		DAHİL		DAHİL		DAHİL	
Sektör Etkisi	DAHİL		DAHİL		DAHİL		DAHİL	
R^2	0.4867		0.4226		0.3676		0.4393	
Gözlem Sayısı	309		309		309		309	
F değeri	832.66***		21.53***		47.82***		7.70***	

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir

Tablo 4.12. Toplam kurumsal yönetim notunun finansal performans üzerindeki etkileri: Panel regresyon sonuçları

Değişkenler	Model 5 (ROA)		Model 6 (ROE)		Model 7 (HBK)		Model 8 (P/D)	
	Katsayı	t	Katsayı	t	Katsayı	t	Katsayı	t
TKYN	0.1028	2.87***	0.1940	2.91***	0.2089	2.58**	0.3790	2.61***
YÜYE	0.0016	0.69	0.0116	1.58	0.0206	1.18	0.0214	0.71
YBAĞ	-0.1605	-1.90*	-0.4183	-1.55	-0.6417	-1.51	-0.9531	-2.38**
YCİN	-0.0307	-0.34	-0.0163	-0.13	-0.3362	-1.82*	0.0563	0.12
YKÜL	0.0174	0.38	0.0554	0.86	-0.0275	-0.51	0.3166	3.47***
İKİLİK	0.0009	0.04	0.0058	0.05	0.3222	2.92***	-0.3911	-1.01
BÜYÜK	0.0036	0.99	0.0205	2.73***	0.0198	2.18**	1.0193	5.99***
KAL	0.3464	7.34***	0.7387	5.80***	0.3504	2.71***	3.5104	11.54***
KAR	-0.1370	-1.47	-0.1496	-0.49	0.0029	0.01	-0.7872	-0.90
CARİ	0.3375	5.40***	0.7223	3.70***	0.3459	1.42	0.1060	0.41
YAŞ	-0.0730	-2.71***	-0.1893	-3.60***	-0.0508	-1.28	-0.2064	-0.14
ULUS	-0.0304	-4.00***	-0.0290	-0.57	-0.0052	-0.08	-0.0795	-1.13
Sabit	-0.9649	-4.63***	-2.2067	-4.05***	-2.4161	-2.80***	-25.0422	-5.62***
Yıl Etkisi	DAHİL		DAHİL		DAHİL		DAHİL	
Sektör Etkisi	DAHİL		DAHİL		DAHİL		DAHİL	
R ²	0.3642		0.3295		0.3075		0.6256	
Gözlem Sayısı	309		309		309		309	
F değeri	1462.77***		2705.77***		538.71***		904.20	

Not: ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 seviyelerinde anlamlı olduğunu göstermektedir

4.4 Dominant Analizi

Dominant analizi (Dominance analysis), çoklu regresyon modellerinde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki göreceli önemini ve değişkenlerin birbirine göre üstünlük (dominant) ilişkisini belirlemek için kullanılan bir istatistiksel yöntemdir. Budescu (1993) tarafından geliştirilen bu metodolojik yaklaşım, değişkenlerin göreceli önemini belirleme problemine yenilikçi bir çözüm sunarak her bir bağımsız değişkenin modelin açıklama gücüne (R²) olan katkısını tüm olası değişken kombinasyonları bağlamında değerlendirmektedir.

Dominant analizinin teorik temeli, bir değişkenin öneminin sadece o değişkenin tek başına etkisinden değil, diğer değişkenlerle birlikte olduğunda gösterdiği performanstan da kaynaklandığı prensibine dayanmaktadır (Azen ve Budescu, 2003). Bu yaklaşım, değişkenler arasındaki etkileşimleri ve çoklu doğrusal bağlantı problemlerini dikkate alarak, her bir değişkenin gerçek katkısını daha doğru bir şekilde ölçmeyi amaçlamaktadır. Metodolojik olarak, dominant analizi, p sayıda bağımsız değişken için 2^p farklı model kombinasyonunu değerlendirerek her bir değişkenin ortalama katkısını hesaplamaktadır.

Dominant analizinin ESG ve kurumsal yönetim araştırmalarında kullanılmasının temel nedeni, bu alandaki değişkenlerin karmaşık ve çok boyutlu yapıda olmasıdır. ESG ve kurumsal yönetim bileşenleri arasında güçlü teorik ve ampirik bağlantılar bulunmaktadır. Örneğin, çevresel performans ile yönetim kalitesi arasında pozitif korelasyon olması, bu değişkenlerin finansal performans üzerindeki bireysel etkilerinin geleneksel regresyon katsayıları ile doğru bir şekilde ölçölmesini zorlaştırmaktadır. Dominant analizi, bu karmaşık ilişkilerde her bir değişkenin gerçek katkısını ayrıştırmayı mümkün kılmaktadır.

Bu araştırmada dominant analizinin kullanılmasının metodolojik gerekçeleri şunlardır: İlk olarak, ESG bileşenleri arasındaki yüksek korelasyon (özellikle çevresel ve yönetim skorları arasında) geleneksel regresyon katsayılarının yorumlanmasını zorlaştırmaktadır. İkinci olarak, farklı ESG bileşenlerinin finansal performans üzerindeki etkilerinin büyüklük sıralamasının belirlenmesi, şirketlerin kaynak tahsisi kararları açısından kritik öneme sahiptir. Üçüncü olarak, kurumsal yönetim bileşenlerinin görelî öneminin belirlenmesi, politika yapıcılar ve düzenleyici otoriteler için değerli bilgiler sağlamaktadır.

Standardize edilmiş dominant istatistikleri, her bir değişkenin modelin toplam açıklama gücüne olan katkısının yüzdesel olarak ifade edilmesini sağlamaktadır. Bu standardizasyon, farklı modeller arasında karşılaştırma yapılmasını mümkün kılmakta ve sonuçların yorumlanmasını kolaylaştırmaktadır. Dominant analizi sonuçları, *tam dominant*, *koşullu dominant* ve *genel dominant* üç farklı dominant düzeyi sunmaktadır. Bu araştırmada genel dominant istatistikleri kullanılmış olup, bu yaklaşım her bir değişkenin tüm olası model kombinasyonlarındaki ortalama katkısını yansıtmaktadır.

4.4.1 ESG Bileşenlerinin Finansal Performans Üzerindeki Görecelî Katkıları: Dominant Analizi Sonuçları

ESG bileşenlerinin finansal performans üzerindeki görecelî etkilerinin dominant analizi ile incelenmesi, bu faktörlerin karmaşık etkileşim dinamiklerini ortaya koymaktadır. Tablo 4.13'teki analiz sonuçları incelediğinde, ESG bileşenlerinin finansal performans üzerindeki etkilerinin performans göstergesine göre önemli farklılıklar gösterdiğini ve bu farklılıkların teorik açıklamalara sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Aktif kârlılık oranı (ROA) modelinde, ESG bileşenlerinin toplam açıklama gücü %8.84 ile göreceli olarak düşük düzeydedir. Bu düşük açıklama gücüne rağmen, sosyal sürdürülebilirlik skoru (SS) %47.53'lük standardize dominant istatistiği ile en yüksek katkıyı sağlamaktadır. Yönetişim skorunun (GS) modele %32.20'lik katkısı, kurumsal yönetim kalitesinin operasyonel performans üzerindeki önemini vurgulamaktadır. Çevresel skorun (ES) %20.27'lik katkısının göreceli olarak düşük olması, çevresel yatırımların kısa vadede maliyetli olabileceğini ancak uzun vadede fayda sağlayabileceğini düşündürmektedir (Bin-Feng vd., 2024).

Özkaynak kârlılık oranı (ROE) modelinde, ESG bileşenlerinin açıklama gücü %24.68 ile ROA modeline göre önemli ölçüde yüksek düzeydedir. Bu durum, ESG bileşenlerinin finansal kaldıraç etkisini de içeren özkaynak getirisi üzerinde daha güçlü etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Sosyal sürdürülebilirlik skorunun %47.91'lik dominant istatistiği ile yine en yüksek katkıyı sağlaması, sosyal uygulamalarının hem operasyonel hem de özkaynak getirisi üzerindeki tutarlı etkisini ortaya koymaktadır. Çevresel skorun ROE modelinde %32.75 ile ikinci sırada yer alması, çevresel uygulamaların özkaynak getirisi üzerindeki pozitif etkisini göstermektedir.

Hisse başına kar (HBK) modelinde dikkat çeken değişim yönetim skorunun (GS) %51.75 ile en yüksek katkıyı sağlayan değişken olmasıdır. Bu bulgu, hisse değeri yaratımında kurumsal yönetim kalitesinin kritik önemini vurgulamaktadır.

Çevresel skorun HBK modelinde %41.58 ile ikinci sırada yer alması, yatırımcıların çevresel performansa verdiği önemi yansıtmaktadır. Çevresel sürdürülebilirlik uygulamaları, düzenleyici riskleri azaltarak, marka değerini artırarak ve gelecekteki büyüme fırsatlarına erişimi kolaylaştırarak hisse değerini desteklemektedir. Sosyal skorun sadece %6.67'lik marjinal katkı sağlaması, sosyal faktörlerin hisse değeri yaratımında doğrudan etkisinin sınırlı olduğunu göstermektedir.

Piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) modelinde de yönetim skorunun %46.51 ile en yüksek katkıyı sağlaması, piyasa değerlemesinde yönetim kalitesinin belirleyici rolünü doğrulamaktadır. Çevresel skorun %37.30'luk katkısı, çevresel faktörlerin piyasa değerlemesindeki önemini ortaya koymaktadır.

Tablo 4.13. ESG bileşenlerinin finansal performans üzerindeki göreceli katkıları:

Dominant analizi sonuçları

Model/Değişken	Dominant Stat.	Standardized Domin. Stat.	Sıralama	Açıklama
MODEL 1: ROA ($R^2=0.0884$)				
ES	0.0014	0.2027	3	En düşük katkı
GS	0.0023	0.3220	2	Orta düzeyde katkı
SS	0.0034	0.4753	1	En yüksek katkı
MODEL 2: ROE ($R^2=0.2468$)				
ES	0.0034	0.3275	2	Orta düzeyde katkı
GS	0.0020	0.1934	3	En düşük katkı
SS	0.0049	0.4791	1	En yüksek katkı
MODEL 3: HBK ($R^2=0.3007$)				
ES	0.0013	0.4158	2	Orta düzeyde katkı
GS	0.0016	0.5175	1	En yüksek katkı
SS	0.0002	0.0667	3	En düşük katkı
MODEL 4: PD/DD ($R^2=0.2943$)				
ES	0.0026	0.3730	2	Orta düzeyde katkı
GS	0.0032	0.4651	1	En yüksek katkı
SS	0.0011	0.1619	3	En düşük katkı

4.4.2 Kurumsal Yönetim Bileşenlerinin Finansal Performans Üzerindeki Göreceli Katkıları: Dominant Analizi Sonuçları

Kurumsal yönetim bileşenlerinin dominant analizi sonuçları, Türkiye’deki kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performans üzerindeki farklılaşmış etkilerini ortaya koymaktadır. Bu bulgular, kurumsal yönetim teorilerinin Türkiye özelindeki geçerliliğini test etmekte ve politika önerilerinin geliştirilmesinde önemli öngörüler sağlamaktadır.

Aktif kârlılık oranı (ROA) modelinde, menfaat sahipleri notunun (MSN) %57.79’luk standardize dominant istatistiği ile en yüksek katkıyı sağlaması, paydaş teorisinin Türkiye uygulamalarında geçerliliğini göstermektedir. Paydaş ilişkilerinin kalitesi, çeşitli faktörlerle aktif kârlılığını etkilemektedir. Çalışanlarla kurulan güçlü ilişkiler, işgücü verimliliğini artırarak ve işgücü devir maliyetlerini azaltarak operasyonel performansı iyileştirmektedir. Müşteri ilişkilerinin kalitesi, müşteri sadakatini artırarak ve pazarlama maliyetlerini düşürerek karlılığa katkı sağlamaktadır. Tedarikçi ilişkilerinin etkin yönetimi, tedarik zinciri verimliliğini artırarak ve operasyonel riskleri azaltarak maliyet avantajları yaratmaktadır. Yönetim kurulu notunun (YKN) %36.57’lik katkısı, yönetim kurulu etkinliğinin operasyonel performans üzerindeki önemli etkisini ortaya koymaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notunun (KASN) %4.49’luk sınırlı katkısı, şeffaflık uygulamalarının kısa vadede operasyonel performansa doğrudan etkisinin sınırlı olduğunu göstermektedir.

Özkaynak kârlılık oranı (ROE) modelinde, yönetim kurulu notunun (YKN) %48.87'lik standardize dominant istatistiği ile en yüksek katkıyı sağlaması, yönetim kurulu etkinliğinin finansal performans üzerindeki kritik rolünü vurgulamaktadır. Menfaat sahipleri notunun (MSN) %42.47'lik katkısı ile ikinci sırada yer alması, paydaş ilişkilerinin özkaynak getirileri üzerindeki sürdürülebilir etkisini göstermektedir.

Hisse başına kar (HBK) modelinde, yönetim kurulu notunun (YKN) %65.84'lük standardize dominant istatistiği ile baskın değişken olması, hissedar değeri yaratımında yönetim kurulu kalitesinin kritik önemini vurgulamaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notunun (KASN) HBK modelinde %21.28 ile ikinci sırada yer alması, şeffaflık uygulamalarının paydaş refahı üzerindeki önemini göstermektedir. Yüksek kaliteli bilgi açıklamaları, yatırımcıların şirket hakkında daha doğru değerlendirmeler yapmasını sağlayarak, hisse senedi fiyatlarının gerçek değeri yansıtmasına katkı sağlamaktadır.

Piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) modelinde yönetim kurulu notunun (YKN) %48.05 ile en yüksek katkıyı sağlaması, piyasa değerlemesinde yönetim kurulu kalitesinin belirleyici rolünü doğrulamaktadır. Pay sahipleri notunun (PSN) bu modelde %26.39 ile ikinci sırada yer alması, diğer modellere göre önemli bir artış göstermektedir. Bu bulgu, piyasanın pay sahiplerinin haklarının korunmasına verdiği önemi yansıtmaktadır. Pay sahipleri haklarının etkin korunması, yatırımcı güvenini artırarak, şirketin sermaye piyasalarına erişimini kolaylaştırarak ve değerlendirme primlerini yükselterek piyasa değerini olumlu etkilemektedir.

Tablo 4.14. Kurumsal yönetim bileşenlerinin finansal performans üzerindeki göreceli katkıları: Dominant analizi sonuçları

Model/Değişken	Dominant Stat.	Standardized Domin. Stat.	Sıralama	Açıklama
MODEL 5: ROA ($R^2=0.4867$)				
PSN	0.0011	0.0115	4	En düşük katkı
KASN	0.0042	0.0449	3	Düşük katkı
MSN	0.0539	0.5779	1	En yüksek katkı
YKN	0.0341	0.3657	2	Orta düzeyde katkı
MODEL 6: ROE ($R^2=0.4226$)				
PSN	0.0016	0.0237	4	En düşük katkı
KASN	0.0043	0.0629	3	Düşük katkı
MSN	0.0290	0.4247	2	Orta düzeyde katkı
YKN	0.0334	0.4887	1	En yüksek katkı

Tablo 4.14. Kurumsal yönetim bileşenlerinin finansal performans üzerindeki göreceli katkıları: Dominant analizi sonuçları (devam)

Model/Değişken	Dominant Stat.	Standardized Domin. Stat.	Sıralama	Açıklama
MODEL 7: HBK (R²=0.3676)				
PSN	0.0004	0.0061	4	En düşük katkı
KASN	0.0142	0.2128	2	Orta düzeyde katkı
MSN	0.0082	0.1226	3	Düşük katkı
YKN	0.0440	0.6584	1	En yüksek katkı
MODEL 8: PD/DD (R²=0.4393)				
PSN	0.0190	0.2639	2	Orta düzeyde katkı
KASN	0.0116	0.1608	3	Düşük katkı
MSN	0.0068	0.0948	4	En düşük katkı
YKN	0.0346	0.4805	1	En yüksek katkı

Yapılan panel veri analizleri neticesinde araştırma modelleri kapsamında geliştirilen hipotezlere dair bulgular tablo 4.15’te özetlenmiştir.

Tablo 4.15. Araştırma hipotezlerinin sonuçları

Sıra No	Hipotez Adı	Sonuç
1	H _{1a} : Şirketlerin çevresel sürdürülebilirlik skoru ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=0.0408$; $t=1.91$; $p<0,1$)
2	H _{1b} : Şirketlerin çevresel sürdürülebilirlik skoru ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklenmedi ($\beta=-0.0217$; $t=-0.21$; $p>0,05$)
3	H _{1c} : Şirketlerin çevresel sürdürülebilirlik skoru ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=0.3287$; $t=2.18$; $p<0,05$)
4	H _{1d} : Şirketlerin çevresel sürdürülebilirlik skoru ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=0.9134$; $t=3.54$; $p<0,01$)
5	H _{2a} : Şirketlerin sosyal sürdürülebilirlik skoru ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=0.0273$; $t=3.40$; $p<0,01$)
6	H _{2b} : Şirketlerin sosyal sürdürülebilirlik skoru ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=0.0947$; $t=2.47$; $p<0,05$)
7	H _{2c} : Şirketlerin sosyal sürdürülebilirlik skoru ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.	Desteklenmedi ($\beta=-0.0418$; $t=-0.39$; $p>0,05$)
8	H _{2d} : Şirketlerin sosyal sürdürülebilirlik skoru ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=-0.6352$; $t=-2.48$; $p<0,05$)
9	H _{3a} : Şirketlerin yönetim sürdürülebilirlik skoru ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=-0.0926$; $t=-2.98$; $p<0,01$)
10	H _{3b} : Şirketlerin yönetim sürdürülebilirlik skoru ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=-0.1541$; $t=-2.50$; $p<0,05$)
11	H _{3c} : Şirketlerin yönetim sürdürülebilirlik skoru ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=-0.8134$; $t=-2.66$; $p<0,01$)
12	H _{3d} : Şirketlerin yönetim sürdürülebilirlik skoru ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=-1.2744$; $t=-3.35$; $p<0,01$)
13	H _{4a} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait pay sahipleri ilkesi notu ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklenmedi ($\beta=-0.0099$; $t=-0.64$; $p>0,05$)
14	H _{4b} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait pay sahipleri ilkesi notu ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklenmedi ($\beta=-0.0364$; $t=-0.80$; $p>0,05$)
15	H _{4c} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait pay sahipleri ilkesi notu ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.	Desteklenmedi ($\beta=-0.0051$; $t=-0.04$; $p>0,05$)

Tablo 4.15. Araştırma hipotezlerinin sonuçları (devam)

Sıra No	Hipotez Adı	Sonuç
16	H _{4d} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait pay sahipleri ilkesi notu ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.	Desteklenmedi ($\beta=0.6680$; $t=1.45$; $p>0,05$)
17	H _{5a} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklenmedi ($\beta=-0.0265$; $t=-1.30$; $p>0,05$)
18	H _{5b} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklenmedi ($\beta=-0.0859$; $t=-1.52$; $p>0,05$)
19	H _{5c} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=-0.3384$; $t=-3.13$; $p<0,01$)
20	H _{5d} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notu ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=-1.0782$; $t=-3.03$; $p<0,01$)
21	H _{6a} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait menfaat sahipleri ilkesi notu ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=0.0537$; $t=4.93$; $p<0,01$)
22	H _{6b} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait menfaat sahipleri ilkesi notu ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=0.1055$; $t=2.72$; $p<0,01$)
23	H _{6c} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait menfaat sahipleri ilkesi notu ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.	Desteklenmedi ($\beta=0.0482$; $t=0.66$; $p>0,05$)
24	H _{6d} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait menfaat sahipleri ilkesi notu ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.	Desteklenmedi ($\beta=0.1376$; $t=0.42$; $p>0,05$)
25	H _{7a} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait yönetim kurulu ilkesi notu ile aktif kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=0.0641$; $t=2.82$; $p<0,01$)
26	H _{7b} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait yönetim kurulu ilkesi notu ile özkaynak kârlılık oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=0.2140$; $t=2.99$; $p<0,01$)
27	H _{7c} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait yönetim kurulu ilkesi notu ile hisse başına kar ile arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=0.5880$; $t=3.49$; $p<0,01$)
28	H _{7d} : Şirketlerin kurumsal yönetimine ait yönetim kurulu ilkesi notu ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında ilişki vardır.	Desteklendi ($\beta=1.6498$; $t=2.76$; $p<0,01$)

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışma, günümüzde iş dünyası, finans piyasaları ve akademik çevreler tarafından giderek daha fazla ilgi gören kurumsal sürdürülebilirlik ve kurumsal yönetim kavramlarını temel almaktadır. Şirket skandalları, finansal krizler, küreselleşme süreci, küresel ısınma, iklim değişikliği, çevresel tehditler, savaşlar ve göç hareketleri gibi olaylar ile bunların ardından ulusal ve uluslararası düzeyde gerçekleştirilen düzenlemeler, hem tüketicilerin hem de yatırımcıların farkındalığını artırmış ve beklentilerini yükseltmiştir. Yatırımcılar ve hissedarlar, yatırım kararlarını alırken şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını ve sürdürülebilirlik faaliyetlerini dikkate almaktadır. Bu doğrultuda, çalışmanın temel amacı, şirketlerin kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemektir. Bu çerçevede çalışma şu sorulara yanıt aramaktadır: (i) Şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim sürdürülebilirlik performansları finansal performanslarını ne şekilde etkilemektedir? (ii) Kurumsal yönetim ilkelerinin alt bileşenlerinin (pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu) finansal performans üzerindeki etkileri nelerdir? (iii) Söz konusu etkiler muhasebe temelli (ROA, ROE) ve piyasa temelli (HBK, PD/DD) performans ölçütlerine göre farklılık göstermekte midir? (iv) Kurumsal yönetim ile sürdürülebilirlik bileşenlerinin performans göstergeleri üzerindeki görece önem seviyesi nedir?

Çalışmada birbiriyle bağlantılı iki ayrı örneklem grubu oluşturulmuştur. ESG skorlarının finansal performansa etkisini incelemek amacıyla, 2014-2023 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören ve kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerini uygulayan şirketler hedef evren olarak tanımlanmıştır. Buradan örneklem seçilirken şu koşullar aranmıştır: (i) Refinitiv Eikon veri tabanında ESG skorlarının bulunması. (ii) Finansal performans verilerinin tam olarak mevcut olması. (iii) Şirketlerin finans sektörü dışında faaliyet göstermesi. Belirlenen bu kriterler çerçevesinde yapılan seçim işlemi neticesinde, on yıllık süreyi kapsayan 403 firma-yıl gözlemine ulaşılmıştır. Kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkisini incelemek için ise 2013-2023 yılları arasında BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer almış şirketler hedef evren olarak belirlenmiştir. ESG analizinde kullanılan kriterlere benzer bir örneklem belirleme süreci uygulanmış, buna ek olarak kurumsal yönetim derecelendirme notlarının eksiksiz olması şartı

aranmıştır. Bu süreç sonunda 309 firma-yıl gözlemi içeren bir veri seti oluşturulmuştur. Çalışmada nicel araştırma yöntemi benimsenmiş ve değişkenler arasındaki nedensellik ilişkilerinin test edilmesi amaçlanmıştır. Çalışma, açıklayıcı ve nedensel bir nitelik taşımakla birlikte bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki etkilerini panel veri analizi yöntemiyle incelemeyi amaçlamıştır.

ESG ve kurumsal yönetim performansını genel skorlar üzerinden değerlendirmek yerine, her bir alt bileşeni bağımsız olarak analiz eden ve dominant analizi aracılığıyla görece ağırlıklarını belirleyen çalışma, hangi değişkenlerin hangi finansal performans göstergesi üzerinde daha belirleyici olduğunu ayrıntılı biçimde açıklamıştır. 2013-2023 yıllarını kapsayan geniş ve güncel analiz dönemi, Türkiye’de sürdürülebilirlik ve kurumsal yönetim uygulamalarının gelişim sürecini ve etkilerini daha sağlıklı bir şekilde değerlendirme olanağı sağlamıştır.

Çalışmada elde edilen bulgular, kurumsal sürdürülebilirlik ve kurumsal yönetim performansının finansal performans üzerindeki etkilerinin çok boyutlu ve karmaşık bir yapı sergilediğini, etkinin yönü ve büyüklüğünün hem kullanılan performans göstergesinin türüne hem de ölçülen bileşene bağlı olarak farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Bu durum, uluslararası literatürde de gözlemlenen ESG ile finansal performans arasındaki ilişkinin henüz kesin bir uzlaşıya ulaşmadığını yansıtan karmaşık tabloyla örtüşmektedir (Chen vd., 2023; Widyawati, 2024).

ESG bileşenlerinin muhasebe temelli (ROA, ROE) ve piyasa temelli (HBK, PD/DD) performans göstergeleri üzerindeki etkisinin araştırıldığı regresyon analizi bulguları, şirketlerin çevresel sürdürülebilirlik skorunun (ES) aktif kârlılık oranı (ROA) üzerinde pozitif yönde ve anlamlı biçimde etkilediğini göstermiştir. Bu sonuç, Bahadori vd. (2021), Gündüz ve Gündüz (2025), Malik ve Kashiramka (2024), Rahman vd. (2023) ile Velte (2017) tarafından yapılan araştırmaların bulgularıyla uyumlu olmakla birlikte, Aggarwal (2013) ve Carnini Pulino vd. (2022)’nin ulaştığı sonuçlardan ayrılmaktadır. Regresyon analizi bulgularına göre çevresel sürdürülebilirlik skorunun (ES) özkaynak kârlılık oranı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı görülmektedir. Bu bulgu, Atan vd. (2018), Gündüz ve Gündüz (2025), Jyoti ve Khanna (2021)’nin çalışmalarının bulgularıyla benzerlik gösterirken; Aggarwal (2013)’ın çalışmasının

bulgularından farklılık göstermektedir. Ayrıca çevresel sürdürülebilirlik skorunun hisse başına kâr (HBK) üzerinde de pozitif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, Dzomondo ve Fatoki (2020) ile Oke vd. (2025)'nin çalışmalarıyla tutarlıdır. Benzer biçimde, çevresel sürdürülebilirlik skorunun (ES) piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranını pozitif yönde ve anlamlı düzeyde etkilediği belirlenmiştir. Ancak bu bulgu, Abdi vd. (2020) ile Gündüz ve Gündüz (2025) tarafından ortaya konan sonuçlarla örtüşmemektedir. Çevresel sürdürülebilirlik skoruna ait sonuçlar literatürle uyumluluk göstermektedir. Nitekim çevresel sürdürülebilirlik uygulamaları genellikle kaynak verimliliğiyle doğrudan ilişkilidir. Enerji tüketimini azaltan, atık yönetimini geliştiren veya su kullanımını daha verimli hale getiren şirketler operasyonel giderlerini azaltmakta ve bu maliyet avantajları kârlılık oranlarına olumlu yansımaktadır. Çevresel faaliyetlerine önem veren şirketler uzun vadede kaynaklarını değer odaklı yatırım alanlarına yönlendireceklerinden şirketin piyasa değeri olumlu anlamda etkilenecektir (Aras ve Crowther, 2008; Hassan ve Roychowdhury, 2019).

Çalışmada gerçekleştirilen regresyon analizi sonuçları, sosyal sürdürülebilirlik skorunun (SS), aktif kârlılık oranı (ROA) üzerinde pozitif yönde ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Bu bulgu, literatürdeki çalışmalarla desteklenmektedir. Söz konusu bulgu, Bahadori vd. (2021), Çetenak vd. (2022), Malik ve Kashiramka (2024), Rahman vd. (2023), Velte (2017)'nin çalışmalarında elde ettiği bulgularla tutarlılık gösterirken; Bodhanwala ve Bodhanwala (2022) tarafından yapılan çalışmada elde edilen bulgularla örtüşmemektedir. Sosyal sürdürülebilirlik skorunun özkaynak kârlılık oranı (ROE) üzerinde de pozitif yönde ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç Oke vd. (2025) tarafından elde edilen bulgularla örtüşürken; Atan vd. (2018), Gündüz ve Gündüz (2025), Jyoti ve Khanna (2021) tarafından yapılan çalışmalarda elde edilen sonuçlardan farklılaşmaktadır. Analiz sonuçları sosyal sürdürülebilirlik skorunun (SS) hisse başına kâr (HBK) üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını göstermektedir. Bu bulgu, Oke vd. (2025), Chawarura vd. (2025) tarafından yapılan çalışma bulgularıyla farklılık göstermektedir. Ayrıca sosyal sürdürülebilirlik skorunun (SS) piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranını negatif yönde ve anlamlı bir şekilde etkilediği belirlenmiştir. Bu bulgu Abdi vd. (2020) tarafından yapılan çalışma sonuçlarıyla benzerlik göstermektedir. Sosyal sürdürülebilirlik performansı yüksek şirketler; çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler

ve topluluklar gibi temel paydaş gruplarıyla daha sağlam ilişkiler geliştirmektedir. Paydaş teorisine göre bu ilişkiler uzun vadede finansal başarıya dönüşmektedir. Çalışan memnuniyeti üretkenlik artışını beraberinde getirirken, müşteri bağlılığı ve markaya olan güven gelir sürekliliği sağlamakta, güçlü tedarikçi ilişkiler ise maliyet avantajı yaratmaktadır (Freeman, 1984). Öte yandan yatırımcılar, sosyal girişimlere ayrılan kaynakların daha yüksek getiri sağlayacak alanlara yönlendirilmesini tercih edebilmekte ve bu durum şirketin piyasa değerinin gerçek değerinin altında kalmasına yol açabilmektedir (Abdi vd., 2020). Meşruiyet teorisi açısından bakıldığında, şirketlerin faaliyetlerini sürdürürken toplumsal beklenti ve talepleri göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. Sürdürülebilirlik uygulamalarını raporlarında açıklayan şirketler, toplum ve paydaşlar nezdinde kabul görerek meşruiyet kazanmaktadır (Sahari vd., 2018). İyi sosyal sorumluluk uygulamaları şirketin paydaşlarının olumlu tepki vermesine neden olmaktadır. Hükümet, yatırımcılar ve tüketiciler şirketin sürdürülebilir kalkınma anlayışına olumlu yaklaşmaktadır. Bu nedenle yüksek ESG skorlarına sahip şirketler, faaliyetleri süresince daha düşük finansman maliyetlerine ve daha yüksek kârlılığa sahip olabilmektedir (Yin vd., 2023). Ancak teorinin diğer boyutuna göre, finansal performansı zayıf olan şirketler sosyal faaliyetlere ağırlık vererek toplum nezdinde olduğundan daha iyi bir imaj çizmeye ve bu yolla meşruiyetlerini sürdürmeye çalışabilmektedir (Hummel ve Schlick, 2016).

Yönetişim skorunun (GS), finansal performans göstergeleri üzerindeki etkisini inceleyen analiz sonuçlarına göre, aktif karlılık oranı (ROA) üzerinde negatif yönde ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu ortaya konmuştur. Elde edilen bulgu, Duque-Grisale ve Aguilera-Caracue (2021)'nin çalışmalarının bulgularıyla tutarlılık gösterirken; Velte (2017)'nin çalışma bulgularından farklılık göstermektedir. Yönetişim skoru (GS), özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde anlamlı ve negatif yönlü bir etki ortaya koymaktadır. Elde edilen bu bulgu, Aggarwal (2013), Bodhanwala ve Bodhanwala (2022), Çetenak vd. (2022)'nin çalışmalarında elde ettiği bulgulardan farklılık göstermektedir. Regresyon analizleri yönetim skorunun (GS), hisse başına kar (HBK) üzerinde negatif yönde ve anlamlı etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, Oke vd. (2025)'nin çalışma bulgularıyla tutarlılık gösterirken; Ahmad vd. (2021)'nin bulgularıyla örtüşmemektedir. Yönetişim sürdürülebilirlik skorunun (GS) piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) oranı üzerinde negatif yönde anlamlı bir etki

göstermektedir. Elde edilen bu bulgu, Abdi vd. (2020) ve Gündüz ve Gündüz (2025)'ün çalışma bulgularından ayrıışmaktadır. Yönetişim skorunun tüm performans göstergeleri üzerinde negatif yönde anlamlı etkiye sahip olması oldukça önemli bir bulgudur. Bu durumun birkaç farklı nedeni olabilir. Toplumda sürdürülebilirlik farkındalığının düşük olması, şirketlerin bu alandaki faaliyetlerinin paydaşlar tarafından gözardı edilebileceği düşüncesi sürdürülebilirlik yatırımlarından kaçınmalarına yol açabilmektedir. Yönetişim altyapısının oluşturulması ise şirketler açısından kısa vadede önemli maliyet yükleri gerektirmektedir. Bu maliyetlere katlanmak yerine şirketler yüksek nakit akışı sağlayabilecekleri paydaş beklentileriyle uyumlu olarak farklı alanlara yatırım yapmayı tercih edebilmektedir (Kolk, 2004). Bu durum, yönetim uygulamalarının genel olarak şirket verimliliğini artırmasına karşın kısa dönemde hisse başına kar üzerinde olumsuz etki yaratabileceğini göstermektedir. Yönetim kurulunun çeşitlendirilmesi, raporlama kalitesinin iyileştirilmesi ve düzenleyici standartlara uyum gibi yönetim yapısını güçlendirmeye yönelik uygulamalar önemli harcamalar gerektirmektedir. Bu tür giderler uzun vadede şirket istikrarına katkı sağlasa da kısa vadede kârlılığı olumsuz etkileyebilmektedir (Oke vd., 2025).

ESG bileşenlerinin skorlarının finansal performans üzerindeki etkilerini inceleyen modellerde yer alan yönetim kurulu karakteristiklerini temsil eden kontrol değişkenlerine ait sonuçlara göre yönetim kurulu büyüklüğünün (YÜYE) aktif karlılık oranı (ROA) ve özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde ve anlamlı etkilere sahip olduğu görülmektedir. Yönetim kurulu bağımsızlığının (YBAĞ) aktif karlılık oranı (ROA) ve özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde ve anlamlı; hisse başına kar (HBK) üzerinde ise negatif yönde anlamlı etkilere sahip olduğu görülmektedir. Yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği (YCİN) ise hem aktif karlılık oranı (ROA) hem de özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkiler göstermektedir. Yönetim kurulu kültürel çeşitliliği (YKÜL), piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) oranı üzerinde; yönetim ikiliği (İKİLİK) ise aktif karlılık oranı (ROA), özkaynak karlılık oranı (ROE) ve piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) üzerinde negatif yönde ve anlamlı etkilere sahiptir. Firma karakteristiklerini temsil eden kontrol değişkenlerine ait bulgulara göre firma büyüklüğü (BÜYÜK) hisse başına kar (HBK) ve piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) oranı üzerinde; borç ödeme gücü

(CARİ) ise aktif karlılık oranı (ROA), özkaynak karlılık oranı (ROE) ve hisse başına kar (HBK) üzerinde pozitif yönde ve anlamlı etkilere sahiptir. Bununla birlikte firma yaşı (YAŞ), hisse başına kar (HBK) ve piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) oranı üzerinde negatif yönde anlamlı etkilere sahipken; finansal kaldıraç (KAL) ise tüm performans göstergeleri üzerinde negatif yönde anlamlı etkilere sahip olduğu gözlemlenmiştir.

ESG genel skorunun finansal performans üzerindeki etkilerini inceleyen regresyon analizi sonuçları incelendiğinde, aktif karlılık oranı üzerinde (ROA) anlamlı ve negatif yönde etkiye sahip olduğu görülmektedir. Bu bulgu, Bodhanwala ve Bodhanwala (2022), Giannopoulos vd. (2022), Naeem ve Çankaya (2022)'nin çalışmalarının sonuçlarıyla tutarlılık gösterirken; Bahadori vd. (2021), Dutt vd. (2025), Fometescu vd. (2024), Şişman ve Çankaya (2021), Velte (2017)'nin çalışmalarının sonuçlarıyla tutarlılık göstermemektedir. ESG genel skorunun (ESGS), özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde anlamlı ve negatif yönde etkisi ortaya konulmuştur. Bu bulgu, Jyoti ve Khanna (2021) tarafından elde edilen bulgularla örtüşürken; Dutt vd. (2025), Fometescu vd. (2024), Naeem ve Çankaya (2022)'nin çalışmalarının bulgularından farklılaşmaktadır. Regresyon analizi sonuçları ESG genel skorunun (ESGS), hisse başına kar (HBK) üzerinde anlamlı ve negatif yönde bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Bu bulgu, Ahmad vd. (2021), Chawarura vd. (2025)'nin bulgularıyla tutarlı değildir. ESG genel skorunun (ESGS), piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde anlamlı ve negatif yönde bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir.

ESG genel skorunun finansal performans üzerindeki etkilerini inceleyen modellerde yer alan yönetim kurulu karakteristiklerini temsil eden kontrol değişkenlerine ait sonuçlara göre yönetim kurulu büyüklüğü (YÜYE), özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde anlamlı etki gösterirken; yönetim kurulu bağımsızlığı (YBAĞ) aktif karlılık oranı (ROA) ve özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde anlamlı; piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) oranı üzerinde negatif yönde ve anlamlı etkilere sahiptir. Firma karakteristiklerini temsil eden kontrol değişkenlerine ait bulgular ise firma büyüklüğünün (BÜYÜK) hisse başına kar (HBK) ve piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde pozitif yönde ve anlamlı etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Borç ödeme gücü (CARİ) aktif karlılık oranı (ROA) ve hisse başına kar (HBK) üzerinde pozitif yönde ve

anlamli etkiler gosterirken; firma yasi (YAS); aktif karlilik oranı (ROA), hisse başına kar (HBK) ve piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) üzerinde pozitif yönlü ve anlamli etkilere sahiptir. Diğer taraftan çokulusluluk (ULUS) piyasa değeri/ defteri oranı (PD/DD) üzerinde pozitif yönde anlamli etkiye sahipken; finansal kaldıraç (KAL) tüm performans göstergeleri üzerinde negatif yönde anlamli etkilere sahiptir.

Kurumsal yönetim bileşenlerinin notlarının finansal performans göstergeleri üzerindeki etkisinin analiz edildiği regresyon analizi bulguları pay sahipleri ilkesi notunun (PSN), aktif karlilik oranı (ROA) üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamsız olduğunu göstermektedir. Ortaya konan bu bulgu, Erener ve Yenice (2022), Kanca vd. (2021), Tükenmez vd. (2017)'nin çalışmalarında elde ettikleri bulgularla tutarlılık gösterirken; Sönmez (2023)'in bulgularından farklılaşmaktadır. Bununla birlikte, pay sahipleri ilkesi notunun (PSN), özkaynak karlilik oranı (ROE) üzerindeki etkisinin de istatistiksel olarak anlamsız olduğuna dair bulgu, Erener ve Yenice (2022), Kanca vd. (2021)'nin çalışma bulgularıyla tutarlılık göstermektedir. Aynı şekilde pay sahipleri ilkesi notunun (PSN), hisse başına kar (HBK) üzerindeki etkisinin de istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bulgu, Ay (2025)'in çalışma bulgularıyla örtüşmemektedir. Benzer şekilde pay sahipleri ilkesi notunun (PSN), piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerindeki etkisinin de istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Ortaya konan bulgunun Kanca vd. (2021)'nin bulgularıyla tutarlılık gösterdiği görülmektedir. Pay sahipleri ilkesi notu ile finansal performans göstergeleri arasında yapılan analizlerde istatistiksel olarak anlamli ilişkilerin tespit edilmemesi, yöneticilerin pay sahiplerinin çıkarlarını yeterince gözetmediğini göstermektedir. Bulgular, şirket yönetimi ile pay sahipleri arasında etkin bir denge kurulamadığını ve mevcut uygulamaların finansal performansa olumlu bir katkı olarak yansımadığını ortaya koymaktadır (Kanca vd., 2021).

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notunun (KASN), aktif karlilik oranı (ROA) üzerinde etkisinin istatistiksel olarak anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, Kanca vd. (2021), Sönmez (2023)'in çalışmalarının bulgularıyla tutarlılık gösterirken; Erener ve Yenice (2022)'nin çalışmalarının bulgularıyla örtüşmemektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notunun (KASN), özkaynak karlilik oranı (ROE) üzerindeki etkisinin de istatistiksel olarak

anlamsız olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuç, Kanca vd. (2021)'nin bulgularıyla örtüşürken; Erener ve Yenice (2022)'nin bulgularını desteklememektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notunun (KASN), hisse başına kar (HBK) üzerinde negatif yönde anlamlı etkiye sahip olduğunu ortaya koyan bulgu ise Ay (2025)'in çalışma bulgularıyla tutarlılık göstermemektedir. Öte yandan kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi notunun (KASN) piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde negatif yönde anlamlı etkiye sahip olduğu ortaya konmuştur. Elde edilen bulgular, Kanca vd. (2021)'nin bulgularıyla örtüşmemektedir. Bu bulgular gerek hissedar haklarının korunmasına yönelik gerekse kamuyu aydınlatma şeffaflık uygulamalarının ek maliyetler yaratması nedeniyle kısa vadede henüz karlılığa yansımadığını göstermektedir. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamaları kapsamlı raporlama altyapısının oluşturulması, bağımsız denetim ve danışmanlık hizmetlerine yapılan ödemeler, yatırımcı ilişkileri biriminin operasyonel giderleri ile uyum süreçlerinde görev alan personelin istihdamı ve eğitimi gibi beraberinde bazı maliyetler getirmektedir. Öte yandan, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık uygulamalarında aşırıya kaçılmasının rekabetçi konumu zayıflatabileceği ileri sürülmektedir. Şirketlerin stratejik nitelikteki bilgilerini, maliyet yapılarını veya geleceğe yönelik planlarını kamuoyuyla paylaşması durumunda, rakip şirketler bu bilgilerden yararlanabilmektedir. Söz konusu durum, kârlılık oranları üzerinde olumsuz etkiler doğurabilmektedir (Leuz ve Wysocki, 2016). Bununla birlikte artan şeffaflık, yöneticileri kısa vadeli sonuçlara odaklanmaya zorlamaktadır. Şeffaflık arttıkça analistlerin beklentileri karşılama baskısı artmaktadır (Graham vd., 2006).

Regresyon analizi neticesinde elde edilen bulgular menfaat sahipleri ilkesi notunun (MSN) aktif karlılık oranı (ROA) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Bu bulgu, Sönmez (2023)'in bulgularıyla tutarlılık gösterirken; Erener ve Yenice (2022) ve Tükenmez vd. (2017)'nin çalışma bulgularından farklılaşmaktadır. Bununla birlikte menfaat sahipleri ilkesi notunun (MSN) özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen bu sonuç, Erener ve Yenice (2022)'nin sonuçlarıyla örtüşmemektedir. Bununla birlikte menfaat sahipleri ilkesi notunun (MSN), hisse başına kar (HBK) ve piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranı üzerindeki etkisi istatistiksel olarak anlamsızdır. Elde edilen bulgular teorik açıdan da desteklenmektedir. Paydaş teorisine göre, şirketler yalnızca

hissedarlarına karşı değil, tüm çıkar gruplarına karşı sorumluluk taşımaktadır. Çalışanların, tedarikçilerin, müşterilerin, toplumun ve diğer paydaşların beklentilerini dikkate alan şirketler, uzun vadede daha sürdürülebilir bir değer yaratma kapasitesine sahip olmaktadır. Şirketler, stratejik öneme sahip kaynaklara ulaşabilmek için paydaşlarıyla karşılıklı bağımlılık ilişkisi içindedir. Menfaat sahiplerinin çıkarlarını önemseyen şirketler nitelikli insan kaynağını bünyesine çekme ve elde tutma konusunda üstünlük sağlamakta, tedarik zincirinde daha sağlam ve güvene dayalı ilişkiler kurmakta ve müşteri bağlılığını güçlendirmektedir (Abdullah ve Valentine, 2009). Öte yandan HBK ve PD/DD oranları üzerindeki etkilere dair bulguların anlamsızlığının paydaş odaklı uygulamaların finansal performansa etkisinin uzun vadeli ve dolaylı olmasından, gelişmekte olan piyasalarda yatırımcıların bu tür bilgileri fiyatlamada sınırlı kalmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Regresyon analizi bulguları yönetim kurulu ilkesi notunun (YKN) aktif karlılık oranı (ROA) üzerinde anlamlı ve pozitif yönde etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, Erener ve Yenice (2022), Sönmez (2023), Tufan ve Ege (2021), Tükenmez vd. (2017)'nin bulgularıyla örtüşmemektedir. Bununla birlikte yönetim kurulu ilkesi notunun (YKN), özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Bu bulgu, Erener ve Yenice (2022), Kanca vd. (2021)'nin çalışma bulgularıyla tutarlılık göstermemektedir. Benzer şekilde yönetim kurulu ilkesi notunun (YKN) hisse başına kar (HBK) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir. Yönetim kurulu ilkesi notunun (YKN) piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkiye sahip olduğunu gösteren bulgu, Kanca vd. (2021)'nin bulgularıyla örtüşmemektedir. Yönetim kurulu ilkesi notunun tüm performans göstergeleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönde etki göstermesi, çalışmanın dikkat çekici bulgularından birini oluşturmaktadır. Bu bulgu, Türkiye'deki şirketlerin yönetim kurullarının işleyişine, yapısal özelliklerine, toplantı düzenlemelerine ve alt komitelerin etkinliğine önem verdiğini göstermektedir. Elde edilen bulgular literatür tarafından da desteklenmektedir. Nitekim, vekalet teorisine göre, iyi işleyen bir yönetim kurulu, pay sahipleri ile üst düzey yöneticiler arasındaki potansiyel çıkar uyuşmazlıklarını en aza indirmektedir. Bağımsızlık niteliği taşıyan ve yetkin üyelerden oluşan kurullar, yöneticilerin kişisel çıkarları doğrultusunda hareket

etme eğilimini sınırlandırarak kurumsal kaynakların etkin biçimde kullanımını sağlamakta ve bu sayede kârlılık düzeyini yükseltmektedir (Davis vd., 1997). Kaynak bağımlılığı teorisi açısından bakıldığında ise yönetim kurulu üyeleri şirket için sektörel deneyim, stratejik ilişki ağları, finansal bilgi birikimi ve kurumsal saygınlık gibi önemli avantaj ve kaynaklar kazandırmaktadır. Bu unsurlar, şirkete rekabet üstünlüğü sağlayarak kârlılığın artmasına katkıda bulunmaktadır (Yusoff ve Alhaji, 2012). Tüm bu faktörlerin, yatırımcıların şirkete duyduğu güveni pekiştirerek şirket değerlemesinde prim oluşturmaya beklenmektedir.

Kurumsal yönetim bileşenlerinin notlarının finansal performans üzerindeki etkilerini inceleyen modellerde yer alan yönetim kurulu karakteristiklerini temsil eden kontrol değişkenlerine ait sonuçlar, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliğinin (YCİN), piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde negatif yönde anlamlı; yönetim kurulu kültürel çeşitliliğinin (YKÜL) ise piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Firma karakteristiklerini temsil eden kontrol değişkenlerine dair bulgular, firma büyüklüğünün (BÜYÜK), piyasa değeri/defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde pozitif yönde anlamlı; finansal kaldıraç (KAL) ise aktif karlılık oranı (ROA), özkaynak karlılık oranı (ROE) ve hisse başına kar (HBK) üzerinde pozitif yönde ve anlamlı etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Borç ödeme gücü (CARİ), aktif karlılık oranı (ROA) ve özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkilere sahipken; firma yaşının (YAŞ) aynı finansal göstergeler üzerindeki etkisi negatif yönde anlamlıdır.

Toplam kurumsal yönetim notunun (TKYN) finansal performans üzerindeki etkilerinin analiz edildiği regresyon analizi bulguları, aktif karlılık oranı (ROA) üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, Aydın (2017), Cengiz ve Karabayır (2022), Ece ve Güner (2018), Turnacıgil ve Karakuş (2022)'un bulgularını desteklerken; Erener ve Yenice (2022)'nin çalışma bulgularıyla örtüşmemektedir. Toplam kurumsal yönetim notunun (TKYN), özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahip olduğuna dair bulgu ise Cengiz ve Karabayır (2022), Ece ve Güner (2018), Şenol ve Gökçe (2023)'nin çalışmalarıyla tutarlılık gösterirken; Erener ve Yenice (2022), Kanca vd. (2021)'nin bulgularıyla örtüşmemektedir. Benzer şekilde toplam kurumsal yönetim notunun (TKYN), hisse başına kar (HBK) üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahip olduğu sonucuna

ulaşılmıştır. Bu bulgu, Ece ve Güner (2018)'in bulgularıyla benzerlik göstermektedir. Aynı şekilde toplam kurumsal yönetim notunun (TKYN), piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahip olduğu ortaya konmuştur. Bu bulgu, Kara vd. (2015)'nin bulgularıyla örtüşmektedir. Toplam kurumsal yönetim notunun (TKYN), ROA, ROE, HBK ve PD/DD finansal performans göstergeleri üzerinde tutarlı pozitif etkiler ortaya koyması, kurumsal yönetimin şirket performansı üzerindeki çok boyutlu etkisini kapsamlı şekilde ortaya koymaktadır. Elde edilen bulgular teorik açıdan da desteklenmektedir. Vekâlet teorisine göre güçlü kurumsal yönetim mekanizmaları yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarını azaltmaktadır. Etkin denetim mekanizmaları vekâlet maliyetlerini düşürerek şirket kaynaklarının daha verimli kullanılmasını sağlamaktadır. Bu durum karlılığı da artırmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Kaynak bağımlılığı teorisi açısından ise bağımsız ve nitelikli yönetim kurulu üyeleri şirkete stratejik kaynaklar, uzmanlık ve dış bağlantılar sağlamaktadır. Bu durum karar alma süreçlerinin kalitesini artırarak operasyonel verimliliği, dolayısıyla karlılığı artırmaktadır (Yeager vd., 2015). Kurumsal yönetimin özkaynak karlılığı üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahip olması, Shleifer ve Vishny (1997)'nin kurumsal yönetimi “yatırımcıların yatırımlarından getiri elde etmelerini güvence altına alan mekanizmalar bütünü” olarak tanımlamasıyla doğrudan örtüşmektedir.

Toplam kurumsal yönetim notunun finansal performans üzerindeki etkilerini inceleyen modellerde yer alan yönetim kurulu karakteristiklerini temsil eden kontrol değişkenlerine ait sonuçlar yönetim kurulu bağımsızlığının (YBAĞ) aktif karlılık oranı (ROA) ve piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde negatif yönde anlamlı etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Yönetim kurulu kültürel çeşitliliği (YKÜL), piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde; yönetim ikiliği (İKİLİK) ise hisse başına kar (HBK) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkilere sahiptir. Firma karakteristiklerini temsil eden kontrol değişkenlerine ait sonuçlar firma büyüklüğünün (BÜYÜK) özkaynak karlılık oranı (ROE), hisse başına kar (HBK) ve piyasa değeri/ defter değeri oranı (PD/DD) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Borç ödeme gücü (CARİ) aktif karlılık oranı (ROA) ve özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkiler gösterirken; finansal kaldıraç (KAL) tüm performans değişkenleri üzerinde pozitif yönde anlamlı etkiler

göstermektedir. Firma yaşı (YAŞ) aktif karlılık oranı (ROA) üzerinde negatif yönde anlamlı; özkaynak karlılık oranı (ROE) üzerinde pozitif yönde anlamlı etkileriyle muhasebe temelli performans göstergeleri üzerinde heterojen etkilere sahip olduğunu göstermektedir. Çokulusluluk ise aktif karlılık oranı (ROA) üzerinde negatif yönde anlamlı etkiye sahiptir.

Gerçekleştirilen dominant analizi bulguları, şirket performansının muhasebe ve piyasa temelli göstergeler tarafından farklı etkenlerle şekillendiğini göstermektedir. Nitekim ESG bileşenlerinin finansal performans üzerindeki göreceli katkılarını belirlemeye yönelik dominant analizi bulguları aktif karlılık oranı (ROA) modelinde ESG bileşenlerinin toplam açıklama gücünün göreceli düşük olmasına rağmen sosyal sürdürülebilirlik skorunun (SS) en dominant değişken olduğunu, dolayısıyla modele en yüksek katkıyı sağladığını göstermektedir. Bu bulgu, sosyal sürdürülebilirlik uygulamalarının varlık kullanım etkinliği ve yönetim performansı üzerindeki doğrudan etkisini yansıtmaktadır. İnsan sermayesi teorisine göre, çalışan refahına yatırım yapan şirketlerin daha yüksek verimlilik elde ettiği bilinmektedir (Becker, 1964). Sosyal sürdürülebilirlik yatırımları ve uygulamaları, çalışan motivasyonunu artırarak, işgücü devir hızını azaltarak ve operasyonel süreçlerin etkinliğini yükselterek aktif kârlılığına doğrudan katkı sağlamaktadır (Sarkis vd., 2010). Yönetişim skorunun (GS) standardize edilmiş dominant istatistiği modele katkı sağlayan ikinci değişken olduğunu göstermektedir. Zira etkin yönetim mekanizmaları, karar alma süreçlerinin kalitesini artırarak, kaynak tahsisinin optimizasyonunu sağlayarak ve operasyonel riskleri azaltarak şirket değerini etkilemektedir (Brown ve Caylor, 2006). Çevresel skor ise modele olan katkısıyla üçüncü değişken olarak yer almaktadır.

Özkaynak karlılık oranı (ROE) modelinde sosyal sürdürülebilirlik skorunun (SS) en yüksek katkıyı sağlayan değişken olduğu görülmektedir. Bu durum sosyal yatırımların şirketlerin performansını etkilemede diğer ESG bileşeni skorlarına göre önemini ortaya koymaktadır. Paydaş teorisine göre, şirket değeri ve performansı, şirketin farklı paydaşların beklenti ve çıkarlarını karşılamak için aldığı stratejik eylemlerle belirlenebilmektedir. İç paydaşların (çalışanlar, yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri) refahına yönelik stratejiler, çalışanların verimliliğini ve bağlılığını artmasına bağlı olarak şirketin finansal performansının da artmasına katkı sağlayacaktır (Van der Laan, 2008). ROA ve ROE

modellerinde en dominant değişkenin sosyal sürdürülebilirlik (SS) skoru olması Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda, bir şirketin içsel ve operasyonel başarısının temel itici gücünün, sosyal sermayesi ve paydaşlarıyla kurduğu ilişkilerin kalitesi olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte çevresel sürdürülebilirlik skorunun modele olan katkısının sosyal sürdürülebilirlik skorundan sonra ikinci sırada yer alması çevresel yatırımların zkaynak getirisi üzerindeki olumlu etkisini göstermektedir. Bu bulgu, çevresel düzenlemelerin ve sürdürülebilirlik yatırımlarının şirketlere rekabet avantajı sağlayabileceği, verimliliği artırabileceği ve uzun vadede karlılığı olumlu etkileyebileceği yönündeki Porter Hipotezi ile tutarlıdır (Porter ve Linde, 1995). Çevresel iyileştirmeler, enerji verimliliği artışıları, atık azaltımı ve çevresel risk yönetimi yoluyla maliyet tasarrufları sağlayarak zkaynak getirilerini olumlu etkilemektedir.

Hisse başına kâr (HBK) modeline ait dominant analizi sonuçları, modele en çok katkı sağlayan değişkenin yönetişim skoru GS) olduğunu göstermektedir. Nitekim yatırımcılar yönetişim kalitesi yüksek şirketleri daha güvenilir olarak algılamakta ve bu şirketlere daha yüksek değerleme primleri vermektedir (Gompers vd., 2003). Etkin yönetişim yapıları, şirket şeffaflığını artırarak, yönetici-hissedar çıkar çatışmalarını azaltarak ve stratejik karar alma süreçlerinin kalitesini yükselterek hisse değerini olumlu etkilemektedir. Çevresel sürdürülebilirlik skoru (S) ise modele olan %41,58’lik katkısıyla ikinci sırada yer almaktadır. Çevresel sürdürülebilirlik uygulamaları, düzenleyici riskleri azaltarak, marka değerini artırarak ve gelecekteki büyüme fırsatlarına erişimi kolaylaştırarak hisse değerini desteklemektedir. Sosyal sürdürülebilirlik skoru ise modele olan katkısıyla üçüncü sırada yer almaktadır.

Piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) modelinde de benzer şekilde modele en yüksek katkısı sağlayan değişkenin yönetişim skoru (GS) olduğu belirlenmiştir. Nitekim güçlü yönetişim yapısı, şirketlerin gelecekteki nakit akışlarının öngörülebilirliğini artırarak, yatırımcı güvenini güçlendirerek ve sermaye maliyetini düşürerek piyasa değerlemesini olumlu etkilemektedir (Diamond ve Verrecchia, 1991). Çevresel skor ise modele olan %37.30 ‘luk katkısıyla ikinci sırada yer almaktadır.

Kurumsal yönetim bileşenlerinin finansal performans üzerindeki göreli katkılarını belirlemeye yönelik dominant analizi bulguları aktif karlılık oranı

(ROA) modelinde en yüksek katkıyı sağlayan, en dominant değişkenin menfaat sahipleri notu (MSN) olduğunu göstermektedir. Bu bulgu Türkiye’deki kurumsal yönetim uygulamalarında paydaş teorisinin geçerliliğini göstermektedir. Freeman (1984) tarafından geliştirilen paydaş teorisi, şirketlerin sadece hissedarlarına değil, tüm paydaşlarına karşı sorumluluklarının olduğunu ve bu sorumluluklarını yerine getiren şirketlerin uzun vadede daha başarılı olduğunu öne sürmektedir. Menfaat sahipleri notunun (MSN) ROA üzerindeki baskın etkisi, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler ve toplumla kurulan kaliteli ilişkilerin operasyonel verimliliğe doğrudan yansıdığını göstermektedir. Yönetim kurulu ilkesi notu (YKN) ise modele olan %36.57’lik katkısıyla ikinci sırada yer almaktadır. Kaynak bağımlılığı teorisi ve vekâlet teorisine göre etkin yönetim kurulları şirketlere değerli kaynaklar sağlamakta, stratejik rehberlik sunmakta ve yönetici davranışlarını etkin bir şekilde denetlemektedir (Jensen ve Meckling, 1976; Pfeffer ve Salancik, 1978). Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu (KASN) %4.49’luk katkısıyla üçüncü sırada yer almaktadır.

Özkaynak kârlılık oranı (ROE) modelinde, yönetim kurulu notunun (YKN) %48.87’lik katkısıyla en yüksek katkıyı sağlayan değişken olduğu tespit edilmiştir. Nitekim etkin yönetim kurulları, sermaye tahsisi kararlarının kalitesini artırarak, finansal risk yönetimini iyileştirerek ve hissedar değeri maksimizasyonuna odaklanan stratejiler geliştirerek özkaynak getirilerini olumlu etkilemektedir. Menfaat sahipleri ilkesi notu (MSN) %42.47’lik modele olan katkısıyla ikinci sırada yer almaktadır. Bu iki değişkenin toplam katkısının modelin açıklama gücünün %91’inden fazlasını oluşturması, Türkiye’deki kurumsal yönetim uygulamalarında yönetim kurulu etkinliği ve paydaş ilişkilerinin temel belirleyiciler olduğunu ortaya koymaktadır.

Hisse başına kar (HBK) modeline dair dominant analizi sonuçları incelendiğinde yönetim kurulu ilkesi notunun (YKN) %65.84’lük katkıyla ilk sırada yer alması, yatırımcıların yönetim kurulu kalitesini hisse değerlendirmesinde temel kriter olarak kullandığını göstermektedir. Nitekim etkin yönetim kurulları, şirket stratejilerinin belirlenmesinde, risk yönetiminde ve hissedar çıkarlarının korunmasında kritik roller oynamaktadır. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık notu (KASN) modele olan katkısıyla ikinci sırada yer almaktadır. Şeffaflık, asimetrik bilgi problemlerini azaltarak, yatırımcı güvenini

artırarak ve sermaye maliyetini düşürerek hisse değerini desteklemektedir (Diamond ve Verrecchia, 1991).

Piyasa değeri/ defter değeri (PD/DD) modelinde yönetim kurulu notu %48.05 ile en çok katkıyı sağlayan değişken olurken; pay sahipleri ilkesi notu (PSN) modele olan katkısıyla ikinci sırada yer almaktadır.

Yönetim kurulu ilkesi notunun (YKN), hem HBK hem de PD/DD modelleri üzerinde en baskın değişken olarak öne çıkması, yatırımcıların gözünde bir şirketin değerinin nihai belirleyicisinin, stratejiyi oluşturan, yönetimi denetleyen ve hissedar haklarını koruyan yönetim kurulunun yapısı, bağımsızlığı ve etkinliği olduğunu göstermektedir. Piyasa, iyi yönetilen şirketleri daha düşük riskli ve daha yüksek büyüme potansiyeline sahip olarak algılamakta ve bu algıyı daha yüksek bir piyasa değeri ile ödüllendirmektedir.

Uygulama ve Politika Önerileri

Bu çalışma Türkiye'deki şirketlere, yatırımcılara ve politika yapıcılara önemli çıkarımlar sunmaktadır.

Şirketlere yönelik öneriler: Yönetim kurulu notunun tüm finansal performans göstergeleri üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu dikkate alındığında, şirketlerin etkin bir yönetim kurulu yapısı oluşturabilmesi için bağımsız üye oranını yükseltmesi, farklı uzmanlık alanlarından üyeler bulundurması ve yönetim kurulu komitelerinin işlevselliğini güçlendirmesi büyük önem taşımaktadır. Sosyal sürdürülebilirlik skorunun muhasebe temelli performans göstergeleri üzerindeki belirleyici rolü göz önünde bulundurulduğunda, şirketlerin çalışan ilişkilerine, toplumsal sorumluluk projelerine ve insan hakları uygulamalarına gereken önemi vermesi, toplum nezdinde meşruiyet kazanmaları açısından kritik öneme sahiptir. ESG genel skorunun tüm performans göstergeleri üzerinde negatif etki göstermesi, şirketlerin sürdürülebilirlik yatırımlarını çevresel, sosyal ve yönetim boyutları bazında ayrı ayrı ele alması ve her bir boyut için özgün stratejiler geliştirmesi, uzun vadede rekabet avantajı elde etmeleri açısından hayati önem taşımaktadır. Menfaat sahipleri notunun aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı üzerindeki pozitif etkisi dikkate alındığında, şirketlerin paydaş katılımını artırmaları ve menfaat sahiplerine yönelik politikalarını güçlendirmeleri, uzun vadeli değer yaratma sürecinde kritik bir rol oynamaktadır. Çevresel sürdürülebilirlik skorunun üç performans göstergesi üzerinde pozitif yönde anlamlı bir etkiye sahip olması, çevresel faaliyetlere yapılacak yatırımların hem

mevcut kârlılığı artıracığını hem de şirketlere ileriye dönük değer katacağını ortaya koymaktadır. Yönetişim skorunun tüm performans göstergeleri üzerinde negatif etki göstermesinden hareketle, şirketlerin yönetim faaliyetlerine yönelik yatırımların uzun vadeli bir süreç gerektirdiğini ve bu yatırımların geri dönüşlerinin de uzun vadede gerçekleşeceğini göz önünde bulundurması gerekmektedir.

Yatırımcılara yönelik öneriler: Yatırımcıların, yatırım kararları alırken, ESG genel skorlarına koşulsuz güvenmek yerine çevresel, sosyal ve yönetim bileşenlerini ayrı ayrı analiz etmeleri ve bu bileşenlerin heterojen etkilerini dikkate almaları gerekmektedir. Paydaş grupları ve menfaat sahipleriyle güçlü ilişkiler kuran şirketler, uzun vadede finansal performanslarını artırma potansiyeline sahiptir. Benzer şekilde, yönetim faaliyetlerini güçlendirerek yönetim kurulu etkinliğini artıran şirketler de uzun vadede finansal performanslarını iyileştirmektedir. Piyasa temelli performans göstergelerinde yönetim skorunun dominant rolü nedeniyle, portföy seçiminde yönetim kalitesi kritik bir faktör olarak değerlendirilmelidir.

Politika yapıcılara yönelik öneriler: Çalışma bulguları, ESG'nin yönetim skorunun finansal performans göstergeleri (aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, hisse başına kâr ve piyasa değeri/defter değeri oranı) üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu sonuçlar, Türkiye'de yönetim uygulamalarının mevcut haliyle şirketlere değer katmadığını, aksine bir maliyet unsuru olarak algılandığını göstermektedir. Bu çerçevede, şirketlerin piyasa değeri veya aktif büyüklüğüne göre kademeli uyum gereksinimlerinin belirlenmesi, küçük ve orta ölçekli halka açık şirketler için sadeleştirilmiş yönetim çerçevelerinin oluşturulması ve uyum maliyetlerini azaltmak amacıyla dijital raporlama altyapısının geliştirilmesi ve teşvik edilmesi önem taşımaktadır. Denetim süreçlerinin, yapısal uyumun ötesinde yönetim mekanizmalarının etkinliğini ölçmeye yönelik tasarlanması gerekmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin toplantı katılım oranları, aldıkları kararlar ve yarattıkları etkinin nicel olarak değil nitel olarak raporlanması sağlanmalıdır. Çalışma bulguları, kurumsal yönetimin pay sahipleri ilkesi notunun finansal performans göstergeleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olmadığını ortaya koymaktadır. Bu sonuç, mevcut pay sahipliği haklarının işlevsel olmadığına ve uygulamada etkinlik kazanamadığına işaret etmektedir.

Çalışmanın Kısıtları ve Gelecekteki Çalışmalar İçin Öneriler

Bu çalışma, belirli kısıtlar dâhilinde yürütülmüştür. Söz konusu kısıtlar, gelecekte yapılacak çalışmalar için değerli araştırma fırsatları sunmaktadır.

- Bu çalışmanın kapsamı, Borsa İstanbul'da işlem gören ve finansal sektör dışındaki alanlarda faaliyet gösteren şirketlerle sınırlı tutulmuştur. Bu durum, elde edilen bulguların genellenebilirliğini kısıtlamakta ve farklı ülkelerde gerçekleştirilen benzer çalışmalarla karşılaştırma yapılmasını güçleştirmektedir. Gelecek çalışmalarda örneklem kapsamı genişletilerek küçük ve orta ölçekli işletmeler de analize dâhil edilebilir. Bunun yanı sıra, farklı ülke ve sektörleri kapsayan karşılaştırmalı çalışmalar yürütülerek sektörel farklılıkların ESG ve kurumsal yönetim etkilerini nasıl şekillendirdiği incelenebilir. Ülkeler arası karşılaştırmalı analizlerin de literatüre değerli katkılar sunacağı düşünülmektedir.
- Bu çalışmada aracı veya düzenleyici değişkenler kullanılmamış olup finansal performans göstergeleri dört değişkenle sınırlandırılmıştır. Gelecek araştırmalarda, ESG ve kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansı hangi mekanizmalar aracılığıyla etkilediğini ortaya koymak amacıyla aracı değişken analizleri gerçekleştirilebilir. Bu doğrultuda yenilik kapasitesi, marka değeri veya operasyonel verimlilik gibi değişkenlerin aracı rolü araştırılabilir. Ayrıca kültürel, yasal ve düzenleyici farklılıkların etkileri de incelemeye dâhil edilebilir. Sahiplik yapısı veya piyasa koşullarının düzenleyici etkileri de gelecek çalışmalarda ele alınabilecek konular arasındadır. Finansal performans ölçütleri açısından ise hisse senedi fiyatı ve Tobin Q oranı gibi alternatif değişkenlerin kullanılması önerilmektedir.
- Bu çalışmada nicel araştırma yöntemi benimsenmiş olup bulgular, kullanılan veri seti ve uygulanan analiz teknikleriyle sınırlıdır. Gelecek çalışmalarda, nicel analizleri destekleyici nitelikte derinlemesine görüşmeler ve vaka çalışmaları aracılığıyla ESG ve kurumsal yönetim uygulamalarının firma içi dinamikleri ve karar alma süreçleri üzerindeki etkilerini inceleyen nitel araştırmalar yürütülebilir. Bu yaklaşım, nicel bulguların arka planındaki

mekanizmaların ve ilgili faktörlerin daha kapsamlı biçimde anlaşılmasına katkı sağlayacaktır.

- Bu çalışma, 2013-2023 yılları arasındaki dönemi kapsamaktadır. Veri setinin görece kısa bir zaman dilimini kapsaması nedeniyle gecikmeli değerlere yönelik analizler gerçekleştirilmemiştir. Gelecek araştırmalarda, ESG ve kurumsal yönetim yatırımlarının uzun vadeli finansal performans üzerindeki etkilerini değerlendirmek amacıyla daha geniş zaman dilimlerini kapsayan panel veri setleri kullanılabilir. Gecikmeli etkilerin ve dinamik panel veri modellerinin uygulanmasıyla ESG uygulamalarının zaman içindeki gelişimi ve kümülatif etkileri analiz edilebilir.

KAYNAKLAR

- Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X. (2020). Impact of sustainability on firm value and financial performance in the air transport industry. *Sustainability*, 12(23), 9957. <https://doi.org/10.3390/su12239957>
- Abdullah, H., & Valentine, B. (2009). Fundamental and ethics theories of corporate governance. *Middle Eastern Finance and Economics*, 4(4), 88–96.
- Abid, G., Khan, B., Rafiq, Z., & Ahmad, A. (2014). Theoretical perspective of corporate governance. *Bulletin of Business and Economics*, 3(4), 166–175.
- Adams, R.B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291–309. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Afrifa, G. A., & Tauringana, V. (2015). Corporate governance and performance of UK listed small and medium enterprises. *Corporate Governance*, 15(5), 719–733. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2015-0029>
- Agbakwuru, V., Onyenahazi, O.B., Antwi, B.O., & Oyewale, K. (2024). The impact of environmental, social, and governance (ESG) reporting on corporate financial performance. *International Journal of Research Publication and Reviews*, 5(9), 3629–3644. <https://doi.org/10.55248/gengpi.5.0924.2710>
- Aggarwal, P. (2013). Impact of sustainability performance of company on its financial performance: A study of listed Indian companies. *Global Journal of Management and Business Research (C: Finance)*, 13(11), 61–70.
- Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *The Journal of Law and Economics*, 48(2), 371–406. <https://doi.org/10.1086/430808>
- Aguilera, R.V., & Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *Academy of Management Annals*, 4(1), 485–556. <https://doi.org/10.5465/19416520.2010.495525>
- Ahmad, N., Mobarek, A., & Raid, M. (2023). Impact of global financial crisis on firm performance in UK: Moderating role of ESG, corporate governance and firm size. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2167548. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2167548>
- Ahsan, D., & Pedersen, S. (2018). The influence of stakeholder groups in operation and maintenance services of offshore wind farms: Lesson from Denmark. *Renewable Energy*, 125, 819–822. <https://doi.org/10.1016/j.renene.2017.12.098>
- Akarçay, Ç. (2014). Sürdürülebilirlik muhasebesi standartları kurulu. *Öneri Dergisi*, 11(42), 1–11. <https://doi.org/10.14783/od.v11i42.5000065501>
- Akbaş, F. (2022). Sürdürülebilirlik uyum çerçeve raporu ve BIST’te işlem gören bankalar üzerine bir inceleme. *The Journal of International Scientific Researches*, 7(Ek), 13–26. <https://doi.org/10.23834/isrjournal.1185433>
- Akben Selcuk, E. (2019). Corporate social responsibility and financial performance: The moderating role of ownership concentration in Turkey. *Sustainability*, 11(13), 3643. <https://doi.org/10.3390/su11133643>
- Akdoğan, M.U. (2024). Sürdürülebilirlik bilgilerinin raporlanmasında kullanılan raporlama çerçevelerine toplu bakış ve tek raporlama çerçevesine duyulan ihtiyaç - Güncel gelişmeler. *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi*, 24(72), 217–238. <https://doi.org/10.55322/mbbakis.1448567>

- Akenga, G. (2017). Effect of liquidity on financial performance of firms listed at the Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Science and Research*, 6(7), 279–285. <https://doi.org/10.21275/ART20175036>
- Akın, A. (2004). Mülkiyet sahipliğinden kaynaklanan yönetim hakkının devri açısından post-modern yönetsel kontrol yaklaşımları ve stratejileri. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (22), 127–148.
- Akın, A. ve Aslanoğlu S. (2007). İşlevsel ve yapısal açıdan Türk bankacılık sisteminde kurumsal yönetim işleyişi. *Bankacılar Dergisi*, 61, 28–42.
- Akküçük, U. (2009). İş etiğinde Sarbanes-Oxley (SOX) Yasası'nın etkisi ve toplam kalite yönetimi uygulamalarında yansımaları. *İş Ahlakı Dergisi*, 2(3), 7–17
- Aktan, C. C. (2013). Kurumsal şirket yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 5(1), 150–191.
- Aktan, C. C. ve Börü, D. (2007). Kurumsal sosyal sorumluluk: İşletmeler ve sosyal sorumluluk. C. C. Aktan (Ed.), *Kurumsal sosyal sorumluluk* (s. 7-25). İstanbul: İgiad Yayınları
- Al Mamun, A., Rafique Yasser, Q., & Ashikur Rahman, M. (2013). A discussion of the suitability of only one vs more than one theory for depicting corporate governance. *Modern Economy*, 4(1), 37–48. <https://doi.org/10.4236/me.2013.41005>
- Alagöz, A. ve Erkoçak, H. E. (2021). Kurumsal yönetim ilkelerine uyum dereceleri ile firma kârlılığı arasındaki ilişki: BİST kurumsal yönetim endeksi (XKURY) bankacılık ve sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmaların karşılaştırmalı analizi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (91), 119–144. <https://doi.org/10.25095/mufad.843155>
- Alfalih, A. A. (2023). ESG disclosure practices and financial performance: A general and sector analysis of SP-500 non-financial companies and the moderating effect of economic conditions. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 13(4), 1506–1533. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2150511>
- Al-Haddad, W., Alzurqan, S. T., & Al-Sufy, F. J. (2011). The effect of corporate governance on the performance of Jordanian industrial companies: An empirical study on Amman Stock Exchange. *International Journal of Humanities and Social Science*, 1(4), 55–69.
- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., Faudziah, H. B., & Al-Matari, Y. A. (2012). The impact of board characteristics on firm performance: Evidence from nonfinancial listed companies in Kuwaiti Stock Exchange. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 310–332. <https://doi.org/10.5296/ijaf.v2i2.2384>
- Al-Najjar, B., & Anfimiadou, A. (2012). Environmental policies and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 21(1), 49–59. <https://doi.org/10.1002/bse.713>
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Aluchna, M. (2009), Does good corporate governance matter? Best practice in Poland. *Management Research News*, 32(2), 185–198. <https://doi.org/10.1108/01409170910927631>
- Amba, S. M. (2014). Corporate governance and firms financial performance. *Journal of Academic and Business Ethics*, 8(1), 1–11.
- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3), 433–448. <https://doi.org/10.1108/00251740810863870>
- Arı, M. (2008). Kurumsal yönetim ve finansal raporlamanın güvenilirliği. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3(2), 43–68.

- Arslan, B. ve Çetin, E. (2021). Vekâlet teorisinde fırsatçılık kavramı ve oyun teorisi arasındaki ilişki. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 4(2), 439–454. <https://doi.org/10.33712/mana.962926>
- Arsoy, A. P. (2008). Kurumsal şeffaflık ve muhasebe standartları. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(2), 17–35.
- Artiach, T., Lee, D., Nelson, D., & Walker, J. (2010). The determinants of corporate sustainability performance. *Accounting & Finance*, 50(1), 31–51. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2009.00315.x>
- Arun, T. G., & Turner, J. D. (2004). Corporate governance of banks in developing economies: *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 371–377. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00378.x>
- Asamoah, E. S., & Puni, A. (2021). Corporate governance and financial performance of listed companies: A case of an emerging market. *Corporate Governance and Sustainability Review*, 5(3), 8–17. <https://doi.org/10.22495/cgsrv5i3p1>
- Asare, S. K., Cunningham, L. A., & Wright, A. (2007). The Sarbanes-Oxley Act: Legal implications and research opportunities. *Research in Accounting Regulation*, 19, 81–105. [https://doi.org/10.1016/S1052-0457\(06\)19004-9](https://doi.org/10.1016/S1052-0457(06)19004-9)
- Assenga, M. P. (2021). Foreign directors and firm financial performance: Evidence from the Tanzanian listed companies. *Business Education Journal*, 10(1), 1–15.
- Assenga, M. P., Aly, D., & Hussainey, K. (2018). The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(6), 1089–1106. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2016-0174>
- Ataman, B. ve Cavlak, H. (2016). Uluslararası finansal raporlama standartları ve kurumsal yönetim ilişkisi: Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksine tabi halka açık şirketlerde bir anket çalışması. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 9(3), 209–240. <https://doi.org/10.29067/muvu.273907>
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & 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. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Atasel, O. Y. ve Güneysu, Y. (2023). ESG performansı ile borç maliyeti arasındaki ilişki üzerine bir araştırma. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 16(2), 185–202. <https://doi.org/10.29067/muvu.1196945>
- Atkinson, G. (2000). Measuring corporate sustainability. *Journal of Environmental Planning and Management*, 43(2), 235–252. <https://doi.org/10.1080/09640560010694>
- Aydın, A. D. (2017). İyi yönetilen şirketlerin sırrı olarak kurumsal yönetim ve firma performansı üzerindeki etkisi. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21(4), 1541–1553.
- Aygün, M., İç, S. ve Sayın C. (2010). Yönetim kurulu büyüklüğünü belirleyen faktörler ve yönetim kurulu büyüklüğü ile firma performansı arasındaki ilişki: Türk sermaye piyasası üzerine bir inceleme. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(1), 77–92.
- Aysan, M. A. (2007). Muhasebe ve kurumsal yönetim. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (35), 17–24.
- Azeez, A. A. (2015). Corporate governance and firm performance: Evidence from Sri Lanka. *Journal of Finance and Bank Management*, 3(1), 180–189. <http://dx.doi.org/10.15640/jfbm.v3n1a16>

- Azen, R., & Budescu, D. V. (2003). The dominance analysis approach for comparing predictors in multiple regression. *Psychological Methods*, 8(2), 129–148.
- Archel, P., Husillos, J., Larrinaga, C., & Spence, C. (2009). Social disclosure, legitimacy theory and the role of the state. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 22(8), 1284–1307. <https://doi.org/10.1108/09513570910999319>
- Ahmad, N., Mobarek, A., & Roni, N. N. (2021). Revisiting the impact of ESG on financial performance of FTSE350 UK firms: Static and dynamic panel data analysis. *Cogent Business & Management*, 8(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1900500>
- Ay, F. (2025). Kurumsal yönetim verileri ile piyasa değerleri arasındaki ilişkinin XKURY Endeksinin karşılaştırılmasına yönelik bir uygulama. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 17(1), 199–214. <https://doi.org/10.20491/isarder.2025.1966>
- Alptürk, Y. ve Söker, F. (2024). Kurumsal yönetim notları hisse senedi getirilerini etkiler mi? Fourier tabanlı testler ile BIST XKURY endeksinden kanıtlar. *Alanya Akademik Bakış*, 8(3), 823–839.
- Aerts, W., & Cormier, D. (2009). Media legitimacy and corporate environmental communication. *Accounting, Organizations and Society*, 34(1), 1–27. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2008.02.005>
- Akhter, F., Hossain, M. R., Elrehail, H., Rehman, S. U., & Almansour, B. (2023). Environmental disclosures and corporate attributes, from the lens of legitimacy theory: a longitudinal analysis on a developing country. *European Journal of Management and Business Economics*, 32(3), 342–369. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-01-2021-0008>
- Bahadori, N., Kaymak, T., & Seraj, M. (2021). Environmental, social, and governance factors in emerging markets: The impact on firm performance. *Business Strategy and Development*, 4(4), 411–422. <https://doi.org/10.1002/bsd2.167>
- Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Springer Cham.
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (1 Kasım 2006). *Bankaların kurumsal yönetim ilkelerine ilişkin yönetmelik. Resmî Gazete (Sayı: 26333)*. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2006/11/20061101-25.htm>
- Bansal, P. (2005). Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26(3), 197–218. <https://doi.org/10.1002/smj.441>
- Bansal, P., & DesJardine, M. R. (2014). Business sustainability: It is about time. *Strategic organization*, 12(1), 70–78. <https://doi.org/10.1177/1476127013520265>
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Barney, J. B. (2018). Why resource-based theory's model of profit appropriation must incorporate a stakeholder perspective. *Strategic Management Journal*, 39(13), 3305–3325. <https://doi.org/10.1002/smj.2949>
- Baskıcı, Ç. (2015). Kurumsal yönetim uygulamalarında iç kontrol sisteminin önemi: Borsa İstanbul şirketleri üzerine bir araştırma. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 11(25), 163–180. <https://doi.org/10.17130/ijmeh.2015.11.25.508>
- Baumgartner, R. J., & Ebner, D. (2010). Corporate sustainability strategies: sustainability profiles and maturity levels. *Sustainable Development*, 18(2), 76–89. <https://doi.org/10.1002/sd.447>
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71–111. <https://doi.org/10.2307/2490171>

- Becker, G. S. (1964). *Human capital: A theoretical and empirical analysis, with special reference to education*. University of Chicago Press.
- Bekçi, İ. ve Gör, Y. (2015). Kurumsal yönetim uygulamalarının denetim kalitesine etkisi üzerine bir araştırma. *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(1), 165–194.
- Beltratti, A., & Stulz, R. M. (2012). The credit crisis around the globe: Why did some banks perform better?. *Journal of Financial Economics*, 105(1), 1–17.
- Berthelot, S., Coulmont, M., & Serret, V. (2012). Do investors value sustainability reports? A Canadian study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(6), 355–363. <https://doi.org/10.1002/csr.285>
- Bin-Feng, C., Chun-Piao, Z., & Hussain, N. (2024). How uncertainty can determine corporate ESG performance? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 1456–1472. <https://doi.org/10.1002/csr.2695>
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2022). Exploring relationship between sustainability and firm performance in travel and tourism industry: A global evidence. *Social Responsibility Journal*, 18(7), 1251–1269. <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2020-0360>
- Borlea, S. N., Achim, M. V., & Mare, C. (2017). Board characteristics and firm performances in emerging economies. Lessons from Romania. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 55–75. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1291359>
- Borsa İstanbul. (2025). *BİST piyasa değeri ağırlıklı pay endeksleri kural seti*. <https://borsaistanbul.com/files/kural-seti-son-hali-2025.pdf>
- Borsa İstanbul. (n.d.). *Bist pay endeksleri: Sürdürülebilirlik*. Erişim tarihi 11 Kasım 2025, <https://borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay/surdurulebilirlik>
- Boshnak, H. A. (2021). Corporate governance mechanisms and firm performance in Saudi Arabia. *International Journal of Financial Research*, 12(3), 446–465. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v12n3p446>
- Bosse, D. A., Phillips, R. A., & Harrison, J. S. (2009). Stakeholders, reciprocity, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30(4), 447–456. <https://doi.org/10.1002/smj.743>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2021). *Fundamentals of financial management: Concise* (11th ed.). Cengage Learning.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>
- Bryman, A. (2016). *Social research methods* (5th ed.). Oxford University Press.
- Buckley, M. R., Beu, D. S., Frink, D. D., Howard, J. L., Berkson, H., Mobbs, T. A. ve Ferris, G. R. (2001). Ethical issues in human resources systems. *Human Resource Management Review*, 11(1-2), 11–29. [https://doi.org/10.1016/S1053-4822\(00\)00038-3](https://doi.org/10.1016/S1053-4822(00)00038-3)
- Budescu, D. V. (1993). Dominance analysis: A new approach to the problem of relative importance of predictors in multiple regression. *Psychological Bulletin*, 114(3), 542–551. <https://doi.org/10.1037/0033-2909.114.3.542>
- Burhan, A. H. N., & Rahmanti, W. (2012). The impact of sustainability reporting on company performance. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 15(2), 257–272.
- Burke, C. S., Sims, D. E., Lazzara, E. H., & Salas, E. (2007). Trust in leadership: A multi-level review and integration. *The Leadership Quarterly*, 18(6), 606–632. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2007.09.006>

- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2003). Transparency, financial accounting information and corporate governance. *Economic Policy Review*, 9(1), 65–87.
- Cadbury (1992). Committee on the financial aspect of corporate governance. https://cadbury.imagiz.com/_media/files/CAD-02271.pdf
- Carnini Pulino, S., Ciaburri, M., Magnanelli, B. S., & Nasta, L. (2022). Does ESG disclosure influence firm performance? *Sustainability*, 14(13), 7595. <https://doi.org/10.3390/su14137595>
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48.
- Carroll, A. B. (2015). Corporate social responsibility: The centerpiece of competing and complementary frameworks. *Organizational Dynamics*, 44(2), 87–96. <https://doi.org/10.1016/j.orgdyn.2015.02.002>
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38(1), 33–53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>
- Cengiz, S. (2013). İşletmelerde kurumsal yönetim kapsamında iç denetimin yeri ve önemi: Borsa İstanbul'da bir araştırma. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 15(2), 403–448.
- Cengiz, S. ve Karabayır, M. E: (2022). Kurumsal yönetim ile finansal performans ilişkisi: Türkiye'de ampirik bir araştırma. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 15(2), 321–348. <https://doi.org/10.29067/muvu.1053921>
- Chawarura, W. I., Sibanda, M., & Mamvura, K. (2025). The impact of ESG on the financial performance of Johannesburg Stock Exchange-listed companies. *Risks*, 13(6), 114. <https://doi.org/10.3390/risks13060114>
- Chen, S., Song, Y., & Gao, P. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) performance and financial outcomes: Analyzing the impact of ESG on financial performance. *Journal of environmental management*, 345, 118829. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2023.118829>
- Ciftci, İ., Tatoğlu, E., Wood, G., Demribaş, M. & Zaim, S. (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey. *International Business Review* 28(1), 90–103. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.08.004>
- Claessens, S. (2006). Corporate governance and development. *The World Bank Research Observer*, 22(1), 91–122. <https://doi.org/10.1093/wbro/lkj004>
- Clarke, T. (1998). The contribution of non-executive directors to the effectiveness of corporate governance. *Career Development International*, 3(3), 118–124. <https://doi.org/10.1108/13620439810211117>
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. (2010). Corporate governance in the post-Sarbanes-Oxley era: Auditors' experiences. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 751–786. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01026.x>
- Coleman, M., & Wu, M. (2021). Corporate governance mechanisms and corporate performance of firms in Nigeria and Ghana. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(8), 2319–2351. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-01-2020-0020>
- Combs, J. G., Russell Crook, T., & Shook, C. L. (2005). The dimensionality of organizational performance and its implications for strategic management research. D. J. Jr. Ketchen (Ed.), D. D. Bergh (Ed.). *Research methodology in strategy and management* (pp. 259–286). Emerald Group Publishing Limited.

- Creswell, J. W., & Creswell, J. D. (2017). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (5th ed.). SAGE Publications.
- Çağlar Bektaş, N., ve Kırkbeşoğlu E., (2020). Kurumsal yönetim endeksinde bulunmanın hisse senedi getirisine etkisi: BİST finans sektörü örneği. *Başkent Üniversitesi Ticari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(1), 28–42.
- Çemberci, M. (2013). Kurumsal yönetim ilkelerinin Türk aile işletmelerinin yönetim ilkelerine adaptasyonunun değerlendirilmesi. *Akademik Bakış Dergisi*, (34), 1–15.
- Çetenak, E.H., Ersoy, E. ve Işık, Ö. (2022). ESG (çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim) skorunun firma performansına etkisi: Türk bankacılık sektörü örneği. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, (63), 75–82. <https://doi.org/10.18070/erciyesiibd.1212587>
- Çınar, F. (2015). Hesap verilebilirlik ilkesi ile kurumsal performans ilişkisinde paydaş katılımının rolü; hastane işletmelerinde bir uygulama. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 6(13), 12–30..
- Çıtak, L. (2006). Kurumsal yönetim sistemlerinde yakınsama. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, (35), 145–172.
- Çıtak, N. ve Selvi Y. (2013). Türk Ticaret Kanunu kapsamında kurumsal yönetimin küçük ve orta ölçekli işletmelerde uygulanabilirliği. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 24(74), 144–163.
- Dağlı, H., Ayaydın H. ve Eyüboğlu, K. (2010). Kurumsal yönetim endeksi performans değerlendirmesi: Türkiye örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (48), 18–31.
- Dahya J., McConnell, J. J., & Travlos, N. G. (2002). The Cadbury committee, corporate performance, and top management turnover. *The Journal of Finance*, 57(1), 461–483. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00428>
- Daines, R.M., Gow, I.D., & Larcker, D.F. (2010). Rating the ratings: How good are commercial governance ratings? *Journal of Financial Economics*, 98(3), 439–461. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.06.005>
- Dalal, K.K., & Thaker, N. (2019). ESG and corporate financial performance: A panel study of Indian companies. *IUP Journal of Corporate Governance*, 18(1), 44–59.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). John Wiley & Sons.
- Danso, A., Adomako, S., Lartey, T., Amankwah-Amoah, J., & Owusu-Yirenkyi, D. (2020). Stakeholder integration, environmental sustainability orientation and financial performance. *Journal of Business Research*, 119, 652–662. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.02.038>
- Darmadi, S. (2011). Board diversity and firm performance: The Indonesian evidence. *Corporate Ownership and Control Journal*, 8, 1–38.
- Davis, J.H., Schoorman F.D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20–47. <https://doi.org/10.5465/amr.1997.9707180258>
- Demirbaş, M. ve S. Uyar. (2006). *Kurumsal yönetim ilkeleri ve denetim komitesi*. Ankara: Güncel Yayıncılık.
- Demirel, D. (2013). Hesap verebilirlikte denetimin yeni rolü. *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 17(2): 361–378.

- Demirkıran, Ö., Eser, H.B. ve Keklik, B. (2011). Demokrasinin tabana yayılması, yönetimde şeffaflık ve hesap verebilirlik bağlamında bilgi edinme hakkı kanunu. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 3(2), 169–192.
- Denzin, N. K. (2012). Triangulation 2.0. *Journal of Mixed Methods Research*, 6(2), 80–88. <https://doi.org/10.1177/155868981243718>
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x>
- Dinç, E. ve Abdioğlu, H. (2009). İşletmelerde kurumsal yönetim anlayışı ve muhasebe bilgi sistemi ilişkisi: İMKB-100 şirketleri üzerine ampirik bir araştırma. *Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 12(21), 157–184.
- Dinçer, Banu (2013). Kurumsal yönetimin farklı teoriler yoluyla değerlendirilmesi. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, (36), 15–26.
- Doğan, H., Uysal, G., ve İpçioğlu, İ. (2008). Kaynak bağımlılığı teorisi'nin kritik bir unsuru olarak kaynak belirsizliği ve müşteri-tedarikçi arasındaki ilişkisel değişime etkisi. *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 15(2), 49–60.
- Doğan, M. (2007a). Şirketlerin yönetiminde temsil sorunu ve kurumsal yönetim. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, (23), 127–139.
- Doğan, M. (2007b). *Kurumsal yönetim*. (1. Baskı). Siyasal Yayınevi.
- Doğan, M. (2018). Kurumsal yönetimin teorik temelleri. *Uluslararası Yönetim Akademisi Dergisi*, 1(1), 84–96.
- Doğan, S. (2024). İşletmeler perspektifinden çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) uygulamalarının önemi. *Scientific Journal of Finance and Financial Law Studies*, 4(2):103–113.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64. <https://doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Donaldson, T., & Preston L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implication. *The Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.2307/258887>
- Donker, H., & Zahir, S. (2008). Towards an impartial and effective corporate governance rating system. *Corporate Governance*, 8(1), 83–93. <https://doi.org/10.1108/14720700810853428>
- Drempetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2020). The influence of firm size on the ESG score: Corporate sustainability ratings under review. *Journal of Business Ethics*, 167(2), 333–360. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1>
- Driscoll, C., & Starik, M. (2004). The primordial stakeholder: Advancing the conceptual consideration of stakeholder status for the natural environment. *Journal of Business Ethics*, 49(1), 55–73. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000013852.62017.0e>
- Dunning, J. H. (1993). *Multinational enterprises and the global economy*. Addison-Wesley.
- Durand, G. (2019). The determinants of audit report lag: A meta-analysis. *Managerial Auditing Journal*, 34(1), 44–75.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multinationals: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>

- Dutt, M., Jain, R., Sharma, D., & Bhattacharya, S. (2025). Corporate financial performance in the wake of ESG controversies: The Indian firm context. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal* 19(1), 118–136. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v19i1.07>
- Düzer, M. ve Önce, S. (2017). Kurumsal sürdürülebilirlik raporlaması ve finansal performans: Bist'te işlem gören şirketler için karşılaştırmalı bir analiz. *Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(2), 637–648. <https://doi.org/10.33905/bseusbed.348073>
- Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business strategy and the environment*, 11(2), 130–141. <https://doi.org/10.1002/bse.323>
- Dzomonda, O., & Fatoki, O. (2020). Environmental sustainability commitment and financial performance of firms listed on the Johannesburg Stock Exchange (JSE). *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 17(20), 7504. <https://doi.org/10.3390/ijerph17207504>
- Ertuğrul, A., Külekçi, İ. ve Bumin, M. (2024). İşletme değeri ile finansal riskler arasındaki ilişki: BİST sürdürülebilirlik endeksi üzerine uygulama. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 9(1), 213–229. <https://doi.org/10.30784/epfad.1418132>
- Ebrahim, A. (2003). Accountability in practice: Mechanisms for NGOs. *World Development*, 31(5), 813–829. [https://doi.org/10.1016/S0305-750X\(03\)00014-7](https://doi.org/10.1016/S0305-750X(03)00014-7)
- Ece, O. ve Güner, M. (2018). Kurumsal yönetim uygulamaları ile firma piyasa performansı ve firma finansal performansı arasındaki ilişkinin analizi: BİST'da bir uygulama. *Türkiye Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 22(4), 745–782.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Ekerşil, V., ve Göde, M. Ö. (2017). Küresel raporlama girişimi (GRI) standartlarına göre seçilen otellerin sürdürülebilirlik raporlarının analizi ve değerlendirilmesi. *Business and Economics Research Journal*, 8(4), 859–871.
- Elkington, J. (2006). Governance for sustainability. *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 522–529. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00527.x>
- Erdem, E. ve Köseoğlu, A. (2014). Teknolojik değişim ve rekabet gücü ilişkisi: Türkiye üzerine bir uygulama. *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, 9(1), 51–68.
- Erdoğan, D. ve Demir, Y. (2015). BİST Kurumsal yönetim endeksine tabi olmanın firmanın finansal performansına etkisi: 2007-2013 BİST 100 örneği. *Sosyal Bilimler Metinleri*, 2015(2), 1–13.
- Erener, J. ve Yenice, S. (2022). Kurumsal Yönetim İşletmelerinin Finansal Performansları Üzerine Etkisinin Analizi ve Bist Üzerine Bir Uygulama. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 14(1), 975–990.
- Ertikin, K. (2017). Bağımsız denetimde bir dönüm noktası: Enron olayı ve Sarbanes - Oxley Yasası. *Mali Çözüm Dergisi*. 27(141), 101–119.
- Fahmi, F. M., Azmi, N. F. R., & Tuan Mat, T. Z. (2022). Corporate characteristics and sustainability reporting: From the lens of the Legitimacy Theory. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 17(2), 101–130.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>

- Farrell, M. (2016). Transparency. *Journal of Library Administration*, 56(4), 444–452. <https://doi.org/10.1080/01930826.2016.1157426>
- Fometescu, A., Hategan, C.D., & Pitorac, R.I. (2024). How responsible are energy and utilities companies in terms of sustainability and economic development?. *Energies*, 17(23), 6209. <https://doi.org/10.3390/en17236209>
- Fooladi, M. (2012). Board characteristics and firm performance. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 8(5), 688–694.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman Publishing.
- Freeman, R. E., & Dmytriiev, S. (2017). Corporate social responsibility and stakeholder theory: Learning from each other. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, (1), 7–15. <https://doi.org/10.4468/2017.1.02freeman.dmytriiev>
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, September 13, 7–11.
- Fung, B. (2014). The demand and need for transparency and disclosure in corporate governance. *Universal Journal of Management*, 2(2), 72–80. <https://doi.org/10.13189/ujm.2014.020203>
- García García, F., Gankova-Ivanova, T., González-Bueno, J., Oliver Muncharaz, J., & Tamosiuniene, R. (2022). What is the cost of maximizing ESG performance in the portfolio selection strategy? The case of The Dow Jones Index average stocks. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 9(4), 178–92. [http://doi.org/10.9770/jesi.2022.9.4\(9\)](http://doi.org/10.9770/jesi.2022.9.4(9))
- Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance a contingency framework. *Management Decision*, 53(5), 911–931. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2014-0519>
- Gençoğlu, Ü.G., ve Aytaç, A. (2016). Kurumsal sürdürülebilirlik açısından entegre raporlamanın önemi ve BIST uygulamaları. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (72), 51–66. <https://doi.org/10.25095/mufad.396719>
- Giannarakis, G., Konteos, G., Zafeiriou, E., & Partalidou, X. (2016). The impact of corporate social responsibility on financial performance. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(3), 171–182. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.13\(3-1\).2016.03](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.13(3-1).2016.03)
- Giannopoulos, G., Kihle Fagernes, R. V., Elmarzouky, M., & Afzal Hossain, K. A. B. M. (2022). The ESG disclosure and the financial performance of Norwegian listed firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 237. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060237>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156.
- Goodland, R., & Ledec, G. (1987). Neoclassical economics and principles of sustainable development. *Ecological Modelling*, 38(1-2), 19–46. [https://doi.org/10.1016/0304-3800\(87\)90043-3](https://doi.org/10.1016/0304-3800(87)90043-3)
- Goyal, M.M. (2014). Corporate governance ratings: A step towards better corporate governance. *Asia Pacific Journal of Research*, 1(18), 93–100.
- Göçen, C.A. (2010). Kurumsal yönetim iç kontrol ve bağımsız denetim: Parmalat vakası. *Mali Çözüm Dergisi*, (97), 107–129.
- Gönen, S. ve Yürekli E. (2016). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu açısından kurumsal yönetim ilkelerinin değerlendirilmesi. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2(4), 129–141.

- Graham, J.R., Harvey, C.R., & Rajgopal, S. (2006). Value destruction and financial reporting decisions. *Financial Analysts Journal*, 62(6), 27-39. <https://doi.org/10.2469/faj.v62.n6.4351>
- Greenbury, R. (1995). Director's remuneration: Report of a study Group chaired by Sir Richard Greenbury. London: GEE Publishing.
- Greene, W. H. (2018). *Econometric analysis* (8th ed.). Pearson Education
- Grove, H., & Basilico, E. (2011). Major financial reporting frauds of the 21st century: Corporate governance and risk lessons learned. *Journal of Forensic and Investigative Accounting*, 3(2), 191-226.
- Güçlü, F. ve Göktaş F. (2023). Bist katılım sürdürülebilirlik endeksi imalat sektörü şirketlerinin finansal performansının ENTROPİ ağırlıklı TOPSİS ve PES yöntemleriyle incelenmesi. *Uluslararası Bankacılık Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(2), 112-135. <https://doi.org/10.52736/ubeyad.1394258>
- Gündüz, M., ve Gündüz, M. (2025). Kurumsal sürdürülebilirlik ve firma performansı: Türkiye örneği. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 10(3), 1245-1262. <https://doi.org/10.30784/epfad.1640643>
- Gürbüz, A. O. ve Ergincan, Y. (2004). *Kurumsal yönetim Türkiye'deki durumu ve geliştirilmesine yönelik öneriler*. (1. Baskı). Literatür Yayınları.
- Habib, A., Bhuiyan, Md. B. U., Huang, H. J., & Miah, M. S., (2019), Determinants of audit report lag: A meta-analysis, *International Journal of Auditing*, 23(1), 20-44.
- Haider, N., Khan, N., & Iqbal, N. (2015). Impact of corporate governance on firm financial performance in Islamic financial institution. *International Letters of Social and Humanistic Sciences*, 51, 106-110. <https://doi.org/10.18052/www.scipress.com/ILSHS.51.106>
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). Multivariate data analysis.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate data analysis* (8th ed.). Cengage Learning.
- Hajirasouli, A., & Kumarasuriyar, A. (2016). The social dimension of sustainability: Towards some definitions and analysis. *Journal of Social Science for Policy Implications*, 4(2), 23-34. <https://doi.org/10.15640/jsspi.v4n2a3>
- Halid, S., Rahman, R. A., Mahmud, R., Mansor, N., & Wahab, R. A. (2023). A literature review on ESG score and its impact on firm performance. *International Journal of Academic Research in Accounting Finance and Management Sciences*, 13(1), 272-282. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARAFMS/v13-i1/15101>
- Hampel Committee (1998). Committee on corporate governance: Final report. London: Gee Publishing.
- Handa, R. (2018). Does corporate governance affect financial performance: A study of select Indian banks. *Asian Economic and Financial Review*, 8(4), 478-486. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2018.84.478.486>
- Harris, R.D.F., & Tzavalis, E. (1999). Inference for unit roots in dynamic panels where the time dimension is fixed. *Journal of Econometrics*, 91(2), 201-226.
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business Ethics Quarterly*, 23(1), 97-124. <https://doi.org/10.5840/beq20132314>

- Hassan, Y., & Roychowdhury, S. (2019). Nexus between sustainability management and financial performance-study on manufacturing firms from global emerging market. *International Journal of Environment, Workplace and Employment*, 5(3), 206–219. <https://doi.org/10.1504/IJEWE.2019.103387>
- Hemraj, M. B. (2003). Preventing corporate failure: The Cadbury Committee's corporate governance report. *Journal of Financial Crime*, 10(2), 141–145. <https://doi.org/10.1108/13590790310808727>
- Hlouskova, J., & Wagner, M. (2006). The performance of panel unit root and stationarity tests: Results from a large scale simulation study. *Econometric Reviews*, 25(1), 85–116. <https://doi.org/10.1080/07474930500545504>
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1), 7–26. <https://doi.org/10.3386/w8161>
- Hernadi, H. B., (2012). Green accounting for corporate sustainability. *Theory, Methodology, Practice-Review of Business and Management*, 8(2), 23–30.
- Hertina, D., Pranata, A.F., & Aulia, R.E. (2021). The influence of current ratio, debt to equity ratio and company size on return on assets. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education*, 12(8), 1702–1709.
- Hill, C.W.L., & Jones, T.M. (1992). Stakeholder agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131–154. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00657.x>
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>
- Hillman, A.J., Cannella, A.A., & Harris, I. C. (2002). Women and racial minorities in the boardroom: How do directors differ? *Journal of Management*, 28(6), 747–763. <https://doi.org/10.1177/014920630202800>
- Hoberg, G., & Phillips, G. (2016). Text-based network industries and endogenous product differentiation. *Journal of Political Economy*, 124(5), 1423–1465. <https://doi.org/10.1086/688176>
- Horasan, E., Meydan, C. ve Yıldız, S. (2017). Entelektüel sermaye, kurumsal yönetim derecelendirme notu ve işletme performansı arasındaki ilişkiler üzerine bir araştırma. *KAÜİBFD*, 8(16), 463–482.
- Hossain, A.T., & Nguyen, D.X. (2016). Capital structure, firm performance and the recent financial crisis. *Journal of Accounting and Finance*, 16(1), 76–89.
- Hostak, P., Lys, T., Yang, Y.G., & Carr, E. (2013). An examination of the impact of the Sarbanes–Oxley Act on the attractiveness of US capital markets for foreign firms. *Review of Accounting Studies*, 18(2), 522–559. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9222-2>
- Hsiang, L.W. (2017). Corporate governance, professional education, and employee bonus in high-tech industry-evidence from Taiwan. *Eurasia Journal of Mathematics, Science and Technology Education*, 13(9), 6303–6311. <https://doi.org/10.12973/eurasia.2017.01065a>
- Hummel, K., & 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. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.06.001>
- Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management*, 16(1), 65–79. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2005.00448.x>

- Hussaini, G.S., Ong, T.S., Binti Muhamad, H., & Ali, R. (2025). Impact of ESG components on firms performance. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 15(5), 207–221. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARBS/v15-i5/25407>
- Ikram, M., Zhang, Q., Sroufe, R., & Ferasso, M. (2020). The social dimensions of corporate sustainability: An integrative framework including COVID-19 insights. *Sustainability*, 12(20), 8747. <https://doi.org/10.3390/su12208747>
- İskenderoğlu, Ö., Karadeniz, E. ve Atioğlu, E. (2012). Türk bankacılık sektöründe büyüme, büyüklük ve sermaye yapısı kararlarının karlılığa etkisinin analizi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 7(1), 291–311.
- İskenderoğlu, Ö., Saygın, O. ve Akdağ, S. (2014). Kurumsal yönetim ve sermaye yapısı. (1. Baskı). Karahan Kitabevi.
- İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği. (n.d.). *Biz kimiz*. Erişim tarihi 11 Kasım 2025, <https://www.skdturkiye.org/biz-kimiz/#hakkimizda>
- Jahmani, Y., & Dowling, W. A. (2008). The impact of Sarbanes-Oxley act. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 6(10), 57–66.
- Jamali, D. (2006). Insights into triple bottom line integration from a learning organization perspective. *Business Process Management Journal*, 12(6), 809–821. <https://doi.org/10.1108/14637150610710945>
- Jamali, D., & Karam, C. (2018). Corporate social responsibility in developing countries as an emerging field of study. *International Journal of Management Reviews*, 20(1), 32–61. <https://doi.org/10.1111/ijmr.12112>
- James, B. J., & Joseph C. (2015). Corporate governance mechanisms and bank performance: Resource-Based view. *Procedia Economics and Finance*, 31, 117–123. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01138-7](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01138-7)
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jesover, F., & Kirkpatrick, G. (2005). The revised OECD principles of corporate governance and their relevance to non-OECD countries. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 127–136. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00412.x>
- John, K., & Senbet L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371–403.
- Jones, I., & Pollitt, M. (2004). Understanding how issues in corporate governance develop: Cadbury report to Higgs review. *Corporate Governance: An International Review*, 12(2), 162–171. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00355.x>
- Jyoti, G., & Khanna, A. (2021). Does sustainability performance impact financial performance? Evidence from Indian service sector firms. *Sustainable Development*, 29(6), 1086–1095. <https://doi.org/10.1002/sd.2204>
- Kabir, A., Ikra, S.S., Saona, P., & Azad, M.A.K. (2023). Board gender diversity and firm performance: New evidence from cultural diversity in the boardroom. *LBS Journal of Management & Research*, 21(1), 1-12. <https://doi.org/10.1108/LBSJMR-06-2022-0022>
- Kaiser, L. (2020). ESG integration: Value, growth and momentum. *Journal of Asset Management*, 21, 32–51. <https://doi.org/10.1057/s41260-019-00148-y>

- Kalia, D., & Aggarwal, D. (2023). Examining impact of ESG score on financial performance of healthcare companies. *Journal of Global Responsibility*, 14(1), 155–176. <https://doi.org/10.1108/JGR-05-2022-0045>
- Kamuyu Aydınlatma Platformu. (n.d.a). *Genel bilgi*. Erişim tarihi 6 Eylül 2025, <https://www.kap.org.tr/tr/about/genel-bilgi>
- Kanca, S., Çankaya, F. ve Dinç, E. (2021). Kurumsal yönetim uygulamalarının finansal performansa etkisi: BİST şirketlerinde bir uygulama. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Sosyal Bilimler Dergisi*, 11(22), 203–225.
- Kao, F. C. (2023). How do ESG activities affect corporate performance?. *Managerial and Decision Economics*, 44(7), 4099–4116. <https://doi.org/10.1002/mde.3944>
- Kara, E., Erdur, D. A., & Karabıyık, L. (2015). Effects of corporate governance level on the financial performance of companies: A research on BIST corporate governance index (XKURY). *Ege Academic Review*, 15(2), 265–274.
- Karasu, R. (2013). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ile anonim şirketlerde kurumsal yönetim ile ilgili getirilen yenilikler. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 4(2), 33-60.
- Karayel, M. ve Doğan, M. (2014). Yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliği ve finansal performans ilişkisi: BİST 100 şirketlerinde bir araştırma. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 19(2), 75–88.
- Karoğlu, E. (2016). Vekâlet kuramı perspektifinden yönetim kurulu kompozisyonunun finansal performans üzerindeki etkisi: BİST İmalat sektörü örneği. *Balkan ve Yakın Doğu Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(1), 65–77.
- Karpuzoğlu Özelmas, E. (2010). Kurumsal yönetişimde yönetim kurulu. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası.
- Kazak, G. ve Erdemir, N.K. (2022). Paydaş teorisi kapsamında sürekli denetimin rolü ve blok zinciri teknolojisi etkileşimi: BİST bilişim sektörü firmalarında uygulanması. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 24(43), 974–991.
- Keasey, K., & Wright, M. (1993). Issues in corporate accountability and governance: An editorial. *Accounting and Business Research*, 23(sup1), 291–303. <https://doi.org/10.1080/00014788.1993.9729897>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The accounting review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>
- Kılıç, M. (2014). Yönetim kurulu yapısının işletme performansına etkisi: Türkiye’de bir uygulama. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 16(3), 33–56.
- Kılıç, M. (2015). The effect of board diversity on the performance of banks: Evidence from Turkey. *International Journal of Business and Management*, 10(9), 182–192. <http://dx.doi.org/10.5539/ijbm.v10n9p182>
- Kılıç, M., & Benligiray, Y. (2012). Kurumsal yönetim ve derecelendirme süreci. *Denetişim*, (9), 60–73.
- Kılıç, M., Gurler, H.E., Kaya, A., & Lee, C.W. (2022). The impact of sustainability performance on financial performance: Does firm size matter? Evidence from Turkey and South Korea. *Sustainability*, 14(24), 16695. <https://doi.org/10.3390/su142416695>
- Kim, J., & Kim, J. (2018). Corporate sustainability management and its market benefits. *Sustainability*, 10(5), 1455. <https://doi.org/10.3390/su10051455>

- Kiptoo, I.K., Kariuki, S.N., & Ocharo, K.N. (2021). Corporate governance and financial performance of insurance firms in Kenya. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1938350. <https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1938350>
- Kitsios, F., Kamariotou, M., & Talias, M.A. (2020). Corporate sustainability strategies and decision support methods: A bibliometric analysis. *Sustainability*, 12(2), 521. <https://doi.org/10.3390/su12020521>
- Koç, İ.Ö. (2015). *Kurumsal yönetim ve sigortacılık sektörü*. (1. Baskı). Nobel Akademi Yayıncılık.
- Koç, Ö. (2021). *Kurumsal yönetim ve entelektüel sermayenin finansal performansa etkisi: BIST kurumsal yönetim endeksinde (XKURY) bir uygulama*. (Doktora tezi), Kafkas Üniversitesi. YÖK Tez Merkezi. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/>
- Koçel, T. (2020). *İşletme yöneticiliği*. (18. Baskı). Beta Basım Yayım Dağıtım.
- Koçyiğit, S.Ç., Baskan, T.D. ve Temelli, F. (2023). Sürdürülebilirlik endeksinde yer alan işletmelerin “Sürdürülebilirlik ilkeleri uyum çerçevesi”nde yer alan ilkelere uyum derecelerinin tespit edilmesi üzerine bir araştırma. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*. 25:(MODAVICA Özel Sayısı):75–95.
- Kolk, A. (2004). A decade of sustainability reporting: Developments and significance. *International Journal of Environment and Sustainable Development*, 3(1), 51–64. <https://doi.org/10.1504/IJESD.2004.004688>
- Korga, S. ve Aslanoğlu, S. (2024). Sürdürülebilirlik raporlamasında sürdürülebilirlik göstergelerinin önem düzeylerinin belirlenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (102), 1–18. <https://doi.org/10.25095/mufad.1425008>
- Kristensen, K., & Westlund, A. (2003). Valid and reliable measurements for sustainable non-financial reporting. *Total Quality Management & Business Excellence*, 14(2), 161–170. <https://doi.org/10.1080/1478336032000051359>
- Kula, V. ve Baykut, E. (2014). Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasındaki ilişki: BIST XKURY şirketleri üzerine bir araştırma. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(3), 1–17. <https://doi.org/10.12780/UUSBD363>
- Kurt, A. ve Elagöz, İ. (2022). Kurumsal yönetim ve finansal performans ilişkisi: Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerde bir uygulama. *International Journal of Disciplines Economics & Administrative Sciences Studies*, 8(41), 330–344. <http://dx.doi.org/10.29228/ideas.62322>
- Kuşat, N. (2012). Sürdürülebilir işletmeler için kurumsal sürdürülebilirlik ve içsel unsurları. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2), 227–242.
- Kuzey, C., & Uyar, A. (2017). Determinants of sustainability reporting and its impact on firm value: Evidence from the emerging market of Turkey. *Journal of Cleaner Production*, 143, 27–39. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.12.153>
- Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 1871–1885. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1883>
- Labuschagne, C., Brent, A.C., & Claasen, S.J. (2005). Environmental and social impact considerations for sustainable project life cycle management in the process industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 12(1), 38–54. <https://doi.org/10.1002/csr.76>
- Leone, F.G., Minutti-Meza, M., & Wasley, C.E. (2019). Influential observations and inference in accounting research. *The Accounting Review*, 94(6), 337–364. <https://doi.org/10.2308/accr-52396>

- Leung, S., & Horwitz, B. (2010). Corporate governance and firm value during a financial crisis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 34(4), 459–481. <https://doi.org/10.1007/s11156-009-0141-z>
- Leuz, C., & Wysocki, P.D. (2016). The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, 54(2), 525–622. <https://doi.org/10.1111/2F1475-679X.12115>
- Li, T.T., Wang, K., Sueyoshi, T., & Wang, D.D. (2021). ESG: Research progress and future prospects. *Sustainability*, 13(21), 11663. <https://doi.org/10.3390/su132111663>
- Liceli, M.T. ve İlban, M.O. (2024). Likiditenin finansal performansına etkisi: Yeme içme sektörü üzerine bir uygulama. *Journal of Tourism and Gastronomy Studies*, 12(3), 2176–2188.
- Little, R.J., & Rubin, D.B. (2019). *Statistical analysis with missing data*. John Wiley & Sons.
- Love, I. (2011). Corporate governance and performance around the world: What we know and what we don't. *The World Bank Research Observer*, 26(1), 42–70. <https://doi.org/10.1093/wbro/lkp030>
- Luo, Y. (2005). Corporate governance and accountability in multinational enterprises: Concepts and agenda. *Journal of International Management*, 11(1), 1–18. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2004.11.001>
- Madhani, P.M. (2017). Diverse roles of corporate board: Review of various corporate governance theories. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 16(2), 7–28.
- Makridou, G., Doumpos, M., & Lemonakis, C. (2024). Relationship between ESG and corporate financial performance in the energy sector: Empirical evidence from European companies. *International Journal of Energy Sector Management*, 18(4), 873–895. <https://doi.org/10.1108/IJESM-01-2023-0012>
- Malik, N., & Kashiramka, S. (2024). Impact of ESG disclosure on firm performance and cost of debt: Empirical evidence from India. *Journal of cleaner production*, 448, 141582. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.141582>
- Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2016). Gender diversity and firm performance: Evidence from Dutch and Danish boardrooms. *The International Journal of Human Resource Management*, 27(15), 1777–1790. <https://doi.org/10.1080/09585192.2015.1079229>
- Marioara, A., & Cristina- Petrina, D. (2013). Organization of Romanian universities on the principles of corporate governance. *Annals of Constantin Brancusi University of Targu-Jiu Economy Series*, (6), 38–43.
- Mashayekhi, B., & Bazaz, M. S. (2008). Corporate governance and firm performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(2), 156–172. [https://doi.org/10.1016/S1815-5669\(10\)70033-3](https://doi.org/10.1016/S1815-5669(10)70033-3)
- McDonald, D., & Puxty, A. G. (1979). An inducement-contribution approach to corporate financial reporting. *Accounting, Organizations and Society*, 4(1-2), 53–65. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(79\)90007-2](https://doi.org/10.1016/0361-3682(79)90007-2)
- Mensah, J. (2019). Sustainable development: Meaning, history, principles, pillars, and implications for human action: Literature review. *Cogent Social Sciences*, 5(1), 1653531. <https://doi.org/10.1080/23311886.2019.1653531>
- Merter, A.K., Çerez, S., Balcıoğlu, Y.S. ve Özer, G. (2024). Firma özelliklerinin finansal raporların yayınlanma zamanlamasına etkisi: Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler üzerine ampirik bir analiz. *Gaziantep Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 23(3), 1115–1129. <https://doi.org/10.21547/jss.1346487>

- Meseguer-Sánchez, V., Gálvez-Sánchez, F.J., López-Martínez, G., & Molina-Moreno, V. (2021). Corporate social responsibility and sustainability. A bibliometric analysis of their interrelations. *Sustainability*, 13(4), 1636. <https://doi.org/10.3390/su13041636>
- Meuer, J., Koelbel, J., & Hoffmann, V. H. (2020). On the nature of corporate sustainability. *Organization & Environment*, 33(3), 319–341. <https://doi.org/10.1177/1086026619850180>
- Mnzava, B. (2022). Do foreign directors affect corporate performance? Evidence from Tanzanian listed firms. *African Development Finance Journal*, 1(1), 25–47.
- Myers, R.H. (1990). *Classical and modern regression with applications*. Duxbury Press.
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.3386/w1393>
- Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Naeem, N., & Çankaya, S. (2022). The impact of ESG performance over financial performance: A study on global energy and power generation companies. *International Journal of Commerce and Finance*, 8(1), 1–25.
- Nasfi, N. (2022). Good corporate governance at basic industry and chemical company affecting profitability in review from the aspect of earning per share. *International Journal of Management and Business Applied*, 1(2), 86–94. <https://doi.org/10.54099/ijmba.v1i2.301>
- Nemli Çalışkan, E. ve Turan İçke, B. (2010). Kurumsal yönetim uygulamalarının Türk bankacılık sektöründeki durumu. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası*, 59(2), 121–154.
- Nicholson, G.J., & Kiel, G.C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 585–608. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00590.x>
- Oana Pinte, M., Pop, A.M., Dan Gavrilă, M., & Sechel, I.C. (2021). Corporate governance and financial performance: Evidence from Romania. *Journal of Economic Studies*, 48(8), 1573–1590. <https://doi.org/10.1108/JES-07-2020-0319>
- Oke, B. O., Ojogbo, S., & Biirane, K. (2025). The effect of environmental, social, and governance (ESG) factors on the corporate performance of manufacturing firms in Nigeria. *Journal of Southwest Jiaotong University*, 60(2), 67–84. <https://doi.org/10.35741/issn.0258-2724.60.2.4>
- Onbulak, Erkmen (2017). Kurumsal yönetim ve Türkiye yansımaları. *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, (72), 101–126.
- Onocak, D., Demir, M. ve Köse, Ö. (2023). Bist’te işlem gören sigorta şirketlerinin sürdürülebilirlik raporlarının içerik analizi ile değerlendirilmesi. *Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (32(Dicle Üniversitesi'nin 50. Yılına Özel 50 Makale)), 368–394.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2016). *G20/OECD principles of corporate governance (Turkish version)*. Paris: OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2023). *G20/OECD principles of corporate governance 2023*. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/ed750b30-en>

- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3), 403–441. <https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Oxelheim, L., & Randøy, T. (2003). The impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking & Finance*, 27(12), 2369–2392. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00395-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00395-3)
- Oxelheim, L., Gregorič, A., Randøy, T., & Thomsen, S. (2013). On the internationalization of corporate boards: The case of Nordic firms. *Journal of International Business Studies*, 44(3), 173–194. <https://doi.org/10.1057/jibs.2013.3>
- Özdemir, N. (2024). Güncel gelişmeler ekseninde sürdürülebilirlik raporlama sürecinin ve Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartlarının değerlendirilmesi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 20(2), 444–458.
- Özdemir, Z. ve Pamukçu F. (2016). Kurumsal sürdürülebilir raporlama sisteminin Borsa İstanbul sürdürülebilirlik endeksi kapsamındaki işletmelerde analizi. *Mali Çözüm Dergisi*, 26(134), 13–35.
- Özer, G., Aktaş, N., & Çam, I. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) scores and financial performance of publicly listed companies in Turkey. *Eskişehir Osmangazi University Journal of Economics and Administrative Sciences*, 18(2), 337–353. <https://doi.org/10.17153/oguiibf.1239759>
- Özsözgün Çalışkan, A. (2012). Sürdürülebilirlik Raporlaması. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 5(1), 41–68.
- Öztemiz, D. ve Karasioglu, F. (2023). Kurumsal yönetim açısından entelektüel sermaye unsurlarının hisse başına kâra etkisi: BİST100 endeksi üzerine bir uygulama. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (52), 63–73. <https://doi.org/10.52642/susbed.1338357>
- Palaniappan, G. (2017). Determinants of corporate financial performance relating to board characteristics of corporate governance in Indian manufacturing industry: An empirical study. *European Journal of Management and Business Economics*, 26(1), 67–85. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-07-2017-005>
- Palepu, K.G., Healy, P.M. ve Peek, E. (2019). *Business analysis and valuation: IFRS standards edition* (5th ed.). Cengage Learning.
- Pamukçu, F. (2011). Finansal raporlama ile kamuyu aydınlatma ve şeffaflıkta kurumsal yönetimin önemi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (50), 133–148.
- Pandya, H., & Marvadi, C. (2011). Measuring corporate success: Statistical analysis of financial performance indicators. *International Journal of Research in Commerce, Economics & Management*, 1(3), 121–124.
- Parlakkaya, R., Kahraman, Ü.M. ve Cihan, Y. (2019). BİST sürdürülebilirlik endeksine alınmanın etkileri: Borsa İstanbul’da bir uygulama. *Maliye ve Finans Yazıları*, (111), 33–50. <https://doi.org/10.33203/mfy.455322>
- Parum, E. (2006). Corporate governance and corporate identity. *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 558–567. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00530.x>
- Patton, M.Q. (2015). *Qualitative research & evaluation methods* (4th ed.). SAGE Publications.
- Penman, S.H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5th ed.). McGraw-Hill Education.

- Petersen, M.A. (2008). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>
- Pfeffer, J., & Salancik, G.R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Placet, M., Anderson, R., & Fowler, K.M. (2005). Strategies for sustainability. *Research-Technology Management*, 48(5), 32-41. <https://doi.org/10.1080/08956308.2005.11657336>
- Porter, M.E., & Linde, C.V.D. (1995). Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 97-118. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.97>
- Rahman, H.U., Zahid, M., & Al-Faryan, M.A.S. (2023). ESG and firm performance: The rarely explored moderation of sustainability strategy and top management commitment. *Journal of Cleaner Production*, 404, 136859. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136859>
- Rahman, M., & Saima, F.N. (2018). Efficiency of board composition on firm performance: Empirical evidence from listed manufacturing firms of Bangladesh. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 5(2), 53-61. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2018.vol5.no2.53>
- Ramaswamy, K. (1995). Multinationality, configuration, and performance: A study of MNEs in the US drug and pharmaceutical industry. *Journal of International Management*, 1(2), 231-253.
- Reddy, K., Locke, S., & Scrimgeour, F. (2010). The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: An empirical investigation. *International Journal of Managerial Finance*, 6(3), 190-219. <https://doi.org/10.1108/17439131011056224>
- Refinitiv. (2022). *Environmental, social and governance (ESG) scores from Refinitiv*. Erişim tarihi 27 Mart 2022, <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores>
- Reinig, C.J., & Tilt, C.A. (2009). Corporate social responsibility issues in media releases: A stakeholder analysis of Australian banks. *Issues in Social and Environmental Accounting*, 2(2), 176-197. <https://doi.org/10.22164/isea.v2i2.31>
- Renders, A., Gaeremynck, A., & Sercu, P. (2010). Corporate-governance ratings and company performance: A cross-European study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87-106. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2010.00791.x>
- Rewczuk, K., & Modzelewski, P. (2019). Determinants of audit fees: Evidence from Poland. *Central European Economic Journal*, 6(53), 323-336. <https://doi.org/10.2478/ceej-2019-0020>
- Richard, P.J., Devinney, T.M., Yip, G.S., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 718-804. <https://doi.org/10.1177/0149206308330560>
- Rizwan, M., Asrar, H., Siddiqui, N., & Usmani, W. (2016). The impact of corporate governance on Financial performance: An empirical investigation. *International Journal of Management Sciences and Business Research*. 5(9), 11-27.
- Roberts, M.R., & Whited, T.M. (2013). Endogeneity in empirical corporate finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 2(A), 493-572. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00007-0>

- Romzek, B.S. (2000). Accountability of congressional staff. *Journal of Public Administration Research and Theory*, 10(2), 413–446. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.jpart.a024275>
- Rossi, M., Nerino, M., & Capasso, A. (2015). Corporate governance and financial performance of Italian listed firms. The results of an empirical research. *Corporate Ownership & Control*, 12(2), 628–643.
- Rugman, A.M., & Verbeke, A. (2004). A perspective on regional and global strategies of multinational enterprises. *Journal of International Business Studies*, 35(1), 3–18. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8400073>
- Saban, M., Küçüker, H., ve Küçüker, M. (2017). Kurumsal sürdürülebilirlik ile ilgili raporlama çerçeveleri ve sürdürülebilir raporlamada muhasebenin rolü. *İşletme Bilimi Dergisi*, 5(1), 101–115. <https://doi.org/10.22139/jobs.291818>
- Saharating. (n.d.a.). *Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Nedir?* Erişim tarihi 19 Şubat 2024, <https://saharating.com/hizmetlerimiz/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi-nedir/>
- Saharating. (n.d.b.). *Kurumsal yönetim derecelendirme metodolojisi*. Erişim tarihi 20 Şubat 2024, <https://saharating.com/hizmetlerimiz/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-metodolojisi/>
- Sahari, S., Ansari, N., & Yusof, E. (2018). Corporate social reporting: Construction industry in Malaysia. *Journal of Global Business and Social Entrepreneurship*, 4(10), 139–150.
- Saklı, A.R. (2012). *Stratejik kurumsal yönetişim*. (1. Baskı). Nobel Akademik Yayıncılık.
- Saldanlı, A. (2012). Kurumsal yönetim endeks performansının analizi. *Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, (8), 137–154.
- Saleem, Q., & Rehman, R. U. (2011). Impacts of liquidity ratios on profitability. *Interdisciplinary Journal of Research in Business*, 1(7), 95–98.
- Salvioni, D.M. (2003). Corporate governance and global responsibility. *Symphonya Emerging Issues in Management*, (1), 44–54. <https://doi.org/10.4468/2003.1.05salvioni>
- Sancar, G. (2013). Kurumsal ürdürülebilirlik bağlamında kurumsal yönetişim: Kavramın doğuşu, gelişimi ve değerlendirilmesi. *Selçuk İletişim*, 8(1), 71–84. <https://doi.org/10.18094/si.33077>
- Sarıkaya, M., Erdoğan, M. ve Kara, F.Z. (2010). İnternet ekonomisi ve kurumsal sürdürülebilirlik. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 5(2), 31–50.
- Sarkis, J., Helms, M.M., & Hervani A.A. (2010). Reverse logistics and social sustainability. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17(6), 337–354. <https://doi.org/10.1002/csr.220>
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2019). *Research methods for business students* (8th ed.). Pearson Education.
- Senal, S., ve Aslantaş Ateş, B. (2012). Kurumsal sürdürülebilirlik için muhasebe ve raporlama. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, (36), 83–98.
- Sermaye Piyasası Kurulu (3 Ocak 2014). *Kurumsal yönetim tebliği (II-17.1)*. Resmi Gazete (Sayı:28871). <https://spk.gov.tr/data/639035148f95db2c38f512b3/Kurumsal%20Y%C3%B6netim%20Tebliği%20II-17.1.pdf>
- Sermaye Piyasası Kurulu (12 Temmuz 2007). *Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliği (Seri: VIII, No:51)*. Resmî Gazete (Sayı: 26580). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2007/07/20070712-24.htm>

- Sermaye Piyasası Kurulu (2019). *Kurumsal yönetim raporlama rehberi*. <https://spk.gov.tr/data/61e87f6a1b41c611a4c53a96/6c78f00c239fca0f7e2243dae27d69c7.pdf>
- Sermaye Piyasası Kurulu (2020). *Sermaye piyasası kurulu kurumsal yönetim izleme raporu*. <https://spk.gov.tr/kurumsal-yonetim-ilkeleri/kurumsal-yonetim-uygulamaları>
- Sermaye Piyasası Kurulu (n.d.). *Sürdürülebilirlik ilkeleri uyum çerçevesi*. Erişim tarihi 19 Şubat 2024, <https://spk.gov.tr/surdurulebilirlik>
- Sevim, U. (2021). İşletmelerin çevresel yatırım harcamalarının finansal performans üzerine etkisi: BİST sürdürülebilirlik endeksi üzerine bir araştırma. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 7(1), 55–67. <https://doi.org/10.30855/gjeb.2021.7.1.004>
- Shahwan, T. M. (2015). The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: Evidence from Egypt. *Corporate Governance*, 15(5), 641–662. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2014-0140>
- Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Short, H., Keasey, K., Wright, M., & Hull, A. (1999). Corporate governance: From accountability to enterprise. *Accounting and Business Research*, 29(4), 337–352. <https://doi.org/10.1080/00014788.1999.9729592>
- Shrivastava, P. (1995). The role of corporations in achieving ecological sustainability. *Academy of Management Review*, 20(4), 936–960. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9512280026>
- Signitzer, B., & 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>
- Slahudin, C. (2008). OECD principles and the Islamic perspective on corporate governance. *Review of Islamic Economics*, 12(1), 29–39.
- Smith, N.C. (2003). Corporate social responsibility: whether or how?. *California Management Review*, 45(4), 52–76. <https://doi.org/10.2307/41166188>
- Sönmez, A.R. (2023). Kurumsal yönetim derecelendirme puanının finansal performans üzerine etkisi. Türkiye örneği. *Stratejik Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(1), 21–34. <https://doi.org/10.54993/syad.1242008>
- Sönmez, A. ve Toksoy, A. (2011). Kurumsal yönetim ilkelerinin Türkiye’deki aile işletmelerine uygulanabilirliği. *Maliye ve Finans Yazıları*, 1(92), 51–90.
- Steurer, R., Langer, M. E., Konrad, A., & Martinuzzi, A. (2005). Corporations, stakeholders and sustainable development I: A theoretical exploration of business–society relations. *Journal of Business Ethics*, 61: 263–281. <https://doi.org/10.1007/s10551-005-7054-0>
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9508080331>
- Sullivan, D. (1994). Measuring the degree of internationalization of a firm. *Journal of International Business Studies*, 25(2), 325–342. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490203>
- Sundas, S., & Butt, M. (2021). Impact of liquidity on profitability and performance: A Case of textile sector of Pakistan. *International Journal of Commerce and Finance*, 7(1), 122–129
- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal*, 31(5), 463–490. <https://doi.org/10.1002/smj.820>

- Sürmen, Y., ve Abdioğlu, H. (2020). Kurumsal yönetim anlayışı kapsamında Türkiye denetim standartlarının incelenmesi. *Muhasebe ve Finans Tarihi Araştırmaları Dergisi*, (18), 34–68.
- Şeker, Y. ve Şengür, E. (2022). Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) performansı: Uluslararası bir araştırma. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 15(2), 349–387. <https://doi.org/10.29067/muvu.1066216>
- Şenol, Z. ve Gökçe, S. (2023). Kurumsal yönetimin firma performansına etkisi. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(3), 682-691. <https://doi.org/10.29106/fesa.1284310>
- Şenol, Z. ve Ulutaş, A. (2018). Muhasebe temelli performans ölçümleri ile piyasa temelli performans ölçümlerinin CRITIC ve ARAS yöntemleriyle değerlendirilmesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, (641), 983–1002.
- Şerban, R.A., Mihaiu, D.M., & Țichindelean, M. (2022). Environment, social, and governance score and value added impacts on market capitalization: A sectoral-based approach. *Sustainability*, 14(4), 2069. <https://doi.org/10.3390/su14042069>
- Şişman, M.E. ve Çankaya, S. (2021). Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) verilerinin firmaların finansal performansına etkisi: Hava yolu sektörü üzerine bir çalışma. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 25(1), 73–91. <https://doi.org/10.51945/cuiibfd.880468>
- Tabachnick, B.G., & Fidell, L.S. (2007). Using multivariate statistics (5th ed.). Pearson Education/ Allyn and Bacon.
- Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N.H. (2016). The impact of environmental, social and governance practices (ESG) on economic performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), 67–74. <https://doi.org/10.18178/ijtef.2016.7.3.501>
- Tokgöz, N. ve Önce, S. (2009). İşletme sürdürülebilirliği: Geleneksel yönetim anlayışına alternatif. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(1), 249–275.
- Toraman, C. ve Abdioğlu, H. (2008). İMKB kurumsal yönetim endeksinde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarında zayıf ve güçlü yanları: derecelendirme raporlarının incelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (40), 96–109.
- Tufan, H. ve Ege, İ. (2021). Kurumsal yönetim ilkelerinin finansal performansa etkisi: Panel veri analizi. *Mersin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4(2), 41–57.
- Turan, Ü., ve Bayyurt, N. (2013). Kurumsal yönetim, mülkiyet yapısı ve performans. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar*, 50 (585), 27–40.
- Turkrating. (n.d.a). *Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi Nedir?* Erişim tarihi 19 Şubat 2024, <https://turkrating.com/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi-nedir-45283.html>
- Turnacıgil, S. (2024). ESG ve akıllı beta: Türk sermaye piyasasında bir araştırma. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 43, 109–124. <https://doi.org/10.18092/ulikidince.1416860>
- Turnacıgil, S. ve Karakuş, T.F. (2022). Kurumsal yönetim puanlarının işletmelerin aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve borçlanma düzeylerine etkisi. *Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 12(1): 145–159. <https://doi.org/10.47147/ksuiibf.1136493>
- Tükenmez, N.M., Gençyürek, A.G. ve Karakelleoğlu, M.İ. (2017). Kurumsal yönetim derecelendirme notlarının şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisi. *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 1–18.

- Tüm, K. (2014). Kurumsal sürdürülebilirlik ve muhasebeye yansımaları: Sürdürülebilirlik muhasebesi. *Akademik Yaklaşımlar Dergisi*, 5(1),58–81.
- Türedi, H., Karakaya, G. ve İldem, M. (2015). Kurumsal yönetim ve iç denetim ilişkisi. *Sayıştay Dergisi*, (96), 55–74.
- Türel, Ahmet (2011). *Worldcom skandalı: Muhasebe hileleri*. İstanbul: Türkmen Kitabevi
- Türk Sanayicileri ve İş İnsanları Derneği (2002). *Kurumsal yönetim en iyi uygulama kodu: Yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi*. İstanbul: Lebib Yalkın Yayınları ve Basım İşleri. <https://tusiad.org/tr/yayinlar/raporlar/item/1877-kurumsal-yonetim-en-iyi-uygulama-kodu--yonetim-kurulunun-yapisi-ve-isleyisi>
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (n.d.d.). *Üyelik ayrıcalıkları*. Erişim tarihi 12 Şubat 2025, <https://www.tkyd.org/uye-iliskileri/uyelik/uyelik-ayricaliklari/>
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. (2024). *XIV. kurumsal yönetim ödülleri törenimiz gerçekleşti*. <https://www.tkyd.org/2024/04/25/xiv-kurumsal-yonetim-odulleri-torenimiz-gerceklesti/>
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. (n.d.a). *Hakkımızda*. Erişim tarihi 28 Mart 2024, <https://www.tkyd.org/tkyd-turkiye-kurumsal-yonetim-dernegi/hakkimizda/>
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. (n.d.b.). *Projeler*. Erişim tarihi 12 Şubat 2025, <https://www.tkyd.org/faaliyetler/projeler/>
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. (n.d.c.). *XV. uluslararası kurumsal yönetim zirvesi*. Erişim tarihi 8 Şubat 2024, <https://www.tkyd.org/kurumsal-yonetim-zirvesi/xv-uluslararasi-kurumsal-yonetim-zirvesi/>
- Ujunwa, A. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 656–674. <https://doi.org/10.1108/14720701211275587>
- Ulucan Özkul, F. ve Almalı Özdemir, Z. (2011). *İşletmelerde hile riski yönetimi*. (1. Baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Uyar, A., Kuzey, C., Kilic, M. ve Karaman, A.S. (2021). Board structure, financial performance, corporate social responsibility performance, CSR committee, and CEO duality: Disentangling the connection in healthcare. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1730–1748. <https://doi.org/10.1002/csr.2141>
- Uyar, U., ve Sarak, G. (2020). Finansal oranlar ile firma değeri ilişkisinin Borsa İstanbul ve Londra Borsası imalat sanayi sektörlerinde karşılaştırılması. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 5(3), 537–560. <https://doi.org/10.30784/epfad.728785>
- Uzkaralar, Önder (2017). Kurumsal yönetim ve sermaye maliyeti. Ankara: Akademisyen Kitabevi.
- Ülgen, H. ve Mirze, S.K. (2018). *İşletmelerde stratejik yönetim*. (9. Baskı). Beta Basım Yayın Dağıtım.
- Ünal, İ. H. (2024). Finansal olmayan bilgilerin raporlanmasındaki şeffaflığın işletmelerin finansal performansına etkisi. *İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 13(2), 386–417. <https://doi.org/10.54282/inijoss.1527127>
- Van der Laan, G., Van Ees, H., & Van Witteloostuijn, A. (2008). Corporate social and financial performance: An extended stakeholder theory, and empirical test with accounting measures. *Journal of Business Ethics*, 79(3), 299–310. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9398-0>
- Van Fleet, D.D., McWilliams, A., & Siegel, D.S. (2000). A theoretical and empirical analysis of journal rankings: The case of formal lists. *Journal of Management*, 26(5), 839–861. <https://doi.org/10.1177/0149206300026005>

- Van Marrewijk, M. (2003). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: *Between agency and communion*. *Journal of Business Ethics*, 44(2), 95–105. <https://doi.org/10.1023/A:1023331212247>
- Van Osnabrugge, M. (2000). A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2(2), 91–109. <https://doi.org/10.1080/136910600295729>
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178. <https://doi.org/10.1108/JGR-11-2016-0029>
- Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches. *Academy of Management Review*, 11(4), 801–814. <https://doi.org/10.5465/amr.1986.4283976>
- Vo, D., & Phan, T. (2013). Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Economic Development*, 7(1), 62–78.
- Waddock, S.A., & Graves, S.B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199704\)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G)
- Wahyudin, A., & Solikhah, B. (2017). Corporate governance implementation rating in Indonesia and its effects on financial performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), 250–265. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2016-0034>
- Wai Kong Cheung, A. (2011). Do stock investors value corporate sustainability? Evidence from an event study. *Journal of Business Ethics*, 99(2), 145–165. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0646-3>
- Wang, Z., & Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1607–1616. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142>
- Wanyama, D.W., & Olweny, T. (2013). Effects of corporate governance on financial performance of listed insurance firms in Kenya. *Public Policy and Administration Research*, 3(4), 96–120.
- Weisbach, M.S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431–460. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90053-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90053-0)
- Widyawati, L. (2024). Understanding the ESG and Financial Performance Relationship: Different Metrics Matters. *Perspektif Akuntansi*, 7(3), 298–314. <https://doi.org/10.24246/persi.v7i3.p298-314>
- Wilson, M. (2003). Corporate sustainability: What is it and where does it come from. *Ivey Business Journal*, 67(6), 1–5.
- Wooldridge, J.M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. (2nd ed.). The MIT Press.
- Yang, Y., & Driffield, N. (2012). Multinationality-performance relationship: A meta-analysis. *Management International Review*, 52(1), 23–47. <https://doi.org/10.1007/s11575-011-0095-y>
- Yang, C., Yang, R., Zhou, Y., & Liu, Z. (2024). E, S, and G, not ESG: Heterogeneous effects of environmental, social, and governance disclosure on green innovation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 1220–1238. <https://doi.org/10.1002/csr.2627>

- Yazıcıoğlu, İ. ve Koç, H. (2009). Aile işletmelerinin kurumsallaşma düzeylerinin belirlenmesine yönelik karşılaştırmalı bir araştırma. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (21), 497–597.
- Yeager, V.A., Zhang, Y., & Diana, M.L. (2015). Analyzing determinants of hospitals' accountable care organizations participation: A resource dependency theory perspective. *Medical Care Research and Review*, 72(6), 687–706. <https://doi.org/10.1177/1077558715592295>
- Yenice, S., ve Dölen, T. (2013). İMKB'de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 9(19), 199-213. <https://doi.org/10.11122/ijmeh.2013.9.19.332>
- Yılmaz, R. ve Kaya, M. (2014). Kurumsal yönetim ilkelerinin muhasebe etik kuralları ile ilişkisi. *İşletme Bilimi Dergisi*, 2(1), 17–35. <https://doi.org/10.22139/ibd.34360>
- Yin, X.N., Li, J.P., & Su, C.W. (2023). How does ESG performance affect stock returns? Empirical evidence from listed companies in China. *Heliyon*, 9(5). <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e16320>
- Yoon, B., Lee, J.H., & Byun, R. (2018). Does ESG performance enhance firm value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635. <https://doi.org/10.3390/su10103635>
- Yusoff, W.F.W., & Alhaji, I.A. (2012). Insight of corporate governance theories. *Journal of Business & Management*, 1(1), 52–63.
- Zengin, A.N. ve Altıok Yılmaz, A. (2017). Kurumsal yönetim ilkeleri ve standartları. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10 (48): 684–702. <https://doi.org/10.17719/jisr.2017.1541>
- Zumente, I., & Bistrova, J. (2021). ESG importance for long-term shareholder value creation: Literature vs. practice. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(2), 127. <https://doi.org/10.3390/joitmc7020127>

EKLER

EK 1 Araştırmada kullanılan değişkenlerin listesi

Değişken Adı	Değişken Türü	Değişken Kodu	Değişken Ölçümü
Aktif Kârlılık Oranı	Bağımlı	ROA	Net Kar / Toplam Aktifler
Özkaynak Kârlılık Oranı	Bağımlı	ROE	Net Kar / Toplam Özkaynaklar
Hisse Başına Kar	Bağımlı	HBK	Net Kar / Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayısı
Piyasa Değeri / Defter Değeri	Bağımlı	PD/DD	Toplam Piyasa Değeri / Defter Değeri
Kurumsal Sürdürülebilirlik Genel Skoru	Bağımsız	ESGS	ESG puanlama sisteminden alınan genel sürdürülebilirlik skoru (0-100 arası)
Çevresel Sürdürülebilirlik Skoru	Bağımsız	ES	Çevresel sürdürülebilirlik faaliyetleri için verilen skor (0-100 arası)
Sosyal Sürdürülebilirlik Skoru	Bağımsız	SS	Sosyal sürdürülebilirlik faaliyetleri için verilen skor (0-100 arası)
Yönetişim Sürdürülebilirlik Skoru	Bağımsız	GS	Yönetişim sürdürülebilirlik faaliyetleri için verilen skor (0-100 arası)
Toplam Kurumsal Yönetim Notu	Bağımsız	TKYN	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Kuruluşu tarafından verilen genel not (1-10 arası)
Pay sahipleri İlkesi Notu	Bağımsız	PSN	Pay sahipleri ilkesi alt başlığından alınan not (1-10 arası)
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	Bağımsız	KASN	Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık alt başlığından alınan not (1-10 arası)
Menfaat Sahipleri	Bağımsız	MSN	Menfaat sahipleri alt başlığından alınan not (1-10 arası)
Yönetim Kurulu	Bağımsız	YKN	Yönetim kurulu alt başlığından alınan not (1-10 arası)
Yönetim Kurulu Büyüklüğü	Kontrol	YÜYE	Yönetim kurulundaki toplam üye sayısının doğal logaritması
Yönetim Kurulu Bağımsızlığı	Kontrol	YBAĞ	Bağımsız üye sayısı / Toplam üye sayısı
Yönetim Kurulu Cinsiyet Çeşitliliği	Kontrol	YCİN	Kadın üye sayısı / Toplam üye sayısı
Yönetim Kurulu Kültürel Çeşitliliği	Kontrol	YKÜL	Yabancı üye sayısı / Toplam üye sayısı

Yönetim İkiliği	Kontrol	İKİLİK	CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişi olması durumunda 1, aksi takdirde 0
Firma Büyüklüğü	Kontrol	BÜYÜK	Toplam aktiflerin doğal logaritması
Finansal Kaldıraç	Kontrol	KAL	Toplam Yabancı Kaynaklar / Toplam Aktifler
Firma Karmaşıklığı	Kontrol	KAR	(Toplam Alacak + Toplam Stok) / Toplam Varlık
Borç Ödeme Gücü	Kontrol	CARİ	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar
Firma Yaşı	Kontrol	YAŞ	Analiz yılı - Kuruluş yılı
Çokulusluluk	Kontrol	ULUS	Yurtdışı satışlarının toplam satışları oranının % 20 aşması) durumunda 1, aksi takdirde 0

EK 2 ESG modelinde yer alan şirketlerin listesi

Sıra No	Şirket Kodu	Şirket Adı	Sıra No	Şirket Kodu	Şirket Adı
1	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK	44	KFEIN	KAFEİN YAZILIM
2	AKCNS	AKÇANSA ÇİMENTO SANAYİ	45	KLKIM	KALEKİM KİMYEVİ
3	AKENR	AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM	46	KLMSN	KLİMASAN KLİMA SANAYİ
4	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA	47	KMPUR	KİMTEKS POLİÜRETAN
5	AKSEN	AKSA ENERJİ ÜRETİM	48	KONTR	KONTROLMATİK TEKNOLOJİ
6	ALKIM	ALKİM ALKALİ KİMYA	49	KORDS	KORDSA TEKNİK TEKSTİL
7	ANELE	ANEL ELEKTRİK PROJE	50	KRDMD	KARDEMİR DEMİR ÇELİK
8	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.	51	LOGO	LOGO YAZILIM
9	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ	52	MAGEN	MARGÜN ENERJİ ÜRETİM
10	ASTOR	ASTOR ENERJİ A.Ş.	53	MAVI	MAVİ GİYİM SANAYİ
11	ASUZU	ANADOLU ISUZU OTOMOTİV	54	MGROS	MİGROS TİCARET
12	AYDEM	AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ	55	MPARK	MLP SAĞLIK HİZMETLERİ
13	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.	56	NATEN	NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ
14	BIMAS	BİM BİRLEŞİK MAĞAZALAR	57	NETAS	NETAŞ TELEKOMÜNİKASYON
15	BIOEN	BİOTREND ÇEVRE VE ENERJİ	58	NUHCM	NUH ÇİMENTO SANAYİ
16	BIZIM	BİZİM TOPTAN SATIŞ MAĞAZA	59	ODAS	ODAŞ ELEKTRİK ÜRETİM
17	BRISA	BRİSA BRİDGESTONE SABANCI	60	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV
18	BRSAN	BORUSAN BİRLEŞİK BORU	61	OYAKC	OYAK ÇİMENTO
19	BRYAT	BORUSAN YATIRIM	62	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN
20	CANTE	ÇAN2 TERMİK A.Ş.	63	PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI
21	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	64	PINSU	PINAR SU VE İÇECEK
22	CIMSA	ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ	65	PNSUT	PINAR SÜT MAMÜLLERİ
23	CONSE	CONSUSDOĞUŞ OTOMOTİV ENERJİ İŞLETMECİLİĞİ	66	QUAGR	QUA GRANITE HAYAL YAPI
24	CRFSA	CARREFOUR SABANCI	67	SARKY	SARKUYSAN ELEKTROLİTİK
25	DESA	DESA DERİ SANAYİ	68	SASA	SASA POLYESTER SANAYİ
26	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV	69	SELEC	SELÇUK ECZA DEPOSU
27	DYOBY	DYO BOYA FABRİKALARI	70	SISE	TÜRKİYE ŞİŞE VE CAM
28	ECILC	EİS ECZACIBAŞI İLAÇ SİNAİ	71	SMRTG	SMART GÜNEŞ ENERJİSİ
29	ENJSA	ENERJİSA ENERJİ	72	SOKM	ŞOK MARKETLER TİCARET
30	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ	73	SUNTK	SUN TEKSTİL SANAYİ
31	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK	74	TATGD	TAT GIDA SANAYİ
32	ESEN	ESENBOĞA ELEKTRİK ÜRETİM	75	TCELL	TURKCELL İLETİŞİM
33	FROTO	FORD OTOMOTİV SANAYİ	76	THYAO	TÜRK HAVA YOLLARI
34	GENIL	GEN İLAÇ VE SAĞLIK ÜRÜNLER	77	TKNSA	TEKNOSA İÇ VE DIŞ TİCARET
35	GRSEL	GÜR-SEL TURİZM TAŞIMACILIK	78	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL
36	GUBRF	GÜBRE FABRİKALARI T.A.Ş.	79	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON
37	GWIND	GALATA WIND ENERJİ	80	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT
38	HEKTS	HEKTAŞ TİCARET	81	TUPRS	TÜPRAŞ
39	HTTBT	HİTİT BİLGİSAYAR HİZMETLERİ	82	ULKER	ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ
40	ISDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK	83	VESBE	VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ
41	KARSN	KARSAN OTOMOTİV SANAYİİ	84	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ
42	KCAER	KOCAER ÇELİK SANAYİ	85	YUNSA	YÜNSA YÜNLÜ SANAYİ
43	KERVİT	BESLER GIDA VE KİMYA	86	ZOREN	ZORLU ENERJİ ELEKTRİK

EK 3 Kurumsal yönetim modelinde yer alan şirketlerin listesi

Sıra No	Şirket Kodu	Şirket Adı	Sıra No	Şirket Kodu	Şirket Adı
1	AEFES	ANADOLU EFES BİRACILIK	20	KONTR	KONTROLMATİK TEKNOLOJİ
2	AKSA	AKSA AKRİLİK KİMYA	21	LOGO	LOGO YAZILIM
3	AKSEN	AKSA ENERJİ ÜRETİM	22	MGROS	MİGROS TİCARET
4	ARCLK	ARÇELİK A.Ş.	23	OTKAR	OTOKAR OTOMOTİV
5	ASELS	ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ	24	PETKM	PETROKİMYA HOLDİNG
6	AYDEM	AYDEM YENİLENEBİLİR ENERJİ	25	PETUN	PINAR ENTEGRE ET VE UN
7	AYGAZ	AYGAZ A.Ş.	26	PGSUS	PEGASUS HAVA TAŞIMACILIĞI
8	BTCIM	BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO	27	PINSU	PINAR SU VE İÇECEK
9	CEMAS	ÇEMAŞ DÖKÜM SANAYİ	28	PNSUT	PINAR SÜT MAMÜLLERİ
10	CCOLA	COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	29	PRKAB	TÜRK PRYSMIAN KABLO
11	DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV	30	PRKME	PARK ELEKTRİK ÜRETİM
12	ENJSA	ENERJİSA ENERJİ	31	QUAGR	QUA GRANITE HAYAL YAPI
13	ENKAI	ENKA İNŞAAT VE SANAYİ	32	TATGD	TAT GIDA SANAYİ
14	EREGL	EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK	33	TOASO	TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL
15	GWIND	GALATA WIND ENERJİ	34	TTKOM	TÜRK TELEKOMÜNİKASYON
16	HURGZ	HÜRRİYET GAZETECİLİK	35	TTRAK	TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT
17	IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ İMALAT	36	TUPRS	TÜPRAŞ
18	ISDMR	İSKENDERUN DEMİR VE ÇELİK	37	VESTL	VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ
19	KMPUR	KİMTEKS POLİÜRETAN			

EK 4 ESG ve kurumsal yönetim modellerinde kullanılan firma- gözlem sayılarının yıllara göre dağılımı

EGS Modeli		Kurumsal Yönetim Modeli	
Yıl	Firma-gözlem sayısı	Yıl	Firma-gözlem sayısı
		2013	23
2014	14	2014	25
2015	14	2015	27
2016	14	2016	25
2017	17	2017	26
2018	33	2018	26
2019	39	2019	28
2020	51	2020	29
2021	68	2021	31
2022	82	2022	35
2023	71	2023	34
Toplam	403 firma-gözlem	Toplam	309 firma-gözlem