

ÇEVRESEL, SOSYAL VE KURUMSAL YÖNETİM (ESG) SKORLARI VE KÂR PAYI KARARLARI ARASINDAKİ İLİŞKİNİN İNCELENMESİ¹

INVESTIGATION OF THE RELATIONSHIP BETWEEN ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND CORPORATE GOVERNANCE (ESG) SCORES AND DIVIDEND DECISIONS

Aşlı YIKILMAZ ²

*Araştırma Makalesi / Geliş Tarihi: 23.11.2022
Kabul Tarihi: 31.12.2022*

Öz

Kâr payı dağıtım kararları finans literatüründe sıklıkla araştırılan alanlardan biridir. Bu çalışmada kâr payı dağıtım kararları kurumsal sürdürülebilirlik kapsamında ele alınarak, firmaların çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (Environmental, Social, Governance-ESG) faaliyetlerinin kâr payı dağıtım kararlarına etkisi incelenmiştir. Bu kapsamda S&P Global tarafından ESG skoru hesaplanan 32 firmanın, 2017-2021 dönemindeki ESG skorlarıyla nakdi kâr payı dağıtım oranı arasındaki ilişki panel veri analizi yöntemiyle incelenmiştir. Sonuçlar, ESG skorunun nakit kâr payı dağıtımıyla güçlü ve pozitif yönde ilişkili olduğunu göstermiştir. Bu sonuç firmaların kâr payı dağıtımıyla ESG faaliyetlerini uyumlu hale getirdiğini ve ESG faaliyetlerinde bulunan firmaların nakit kâr payı dağıtımı yoluyla nakdin hissedarların lehine olacak şekilde dağıtıldığını ve tüm menfaat sahiplerinin hakkının önemsendiğine ilişkin piyasaya sinyal verdiğini göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Kâr payı kararları, ESG, Sürdürülebilirlik

Jel Kodları: G35, M14

Abstract

Dividend decisions are one of the areas that are frequently researched in the finance literature. In this study, dividend decisions are handled within corporate sustainability, and the effects of companies' environmental, social and corporate governance (ESG) activities on dividend distribution decisions are examined. In this context, the relation between the ESG scores of 32 firms whose ESG scores have been calculated by S&P global and the cash dividend ratio was examined by the panel regression method in 2017-2021. The results indicate that companies harmonize their dividend distribution with their ESG activities and signal to the market that the companies engaged in ESG activities are distributing cash in favor of the shareholders through cash dividend distribution and that the rights of all stakeholders are taken into consideration.

Key Words: Dividend decision, ESG, Sustainability

Jel Codes: G35, M14

¹ **Bibliyografik Bilgi (APA):** FESA Dergisi, 2022; 7(4) , 872-881 / DOI: 10.29106/fesa.1209238

* Dr, Mersin Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Mersin-Türkiye, ayikilmazerkol@mersin.edu.tr, ORCID: 0000- 0002-2334-7731

1. Giriş

Kurumsal finans literatüründe hissedar değeri perspektifi, hissedar değerini maksimize etmeyi birincil amaç olarak tanımlamaktadır (Friedman, 1998; Jensen, 2001). Buna karşılık, paydaş teorisi, hissedarların yanı sıra diğer grupların veya bileşenlerin firmaların faaliyetlerinden etkilendiğini ve bu nedenle yöneticilerin kararlarında en az hissedarlar kadar dikkate alınması gerektiğini öne sürmektedir (Freeman, 1998). Paydaş teorisi, firmanın hedeflerinin paydaş çıkarlarına bağlı olduğunu ileri sürerek kurumsal sosyal sorumluluğun (CSR) firmalar için önemini ortaya koymuştur. Kurumsal sosyal sorumluluk stratejileri, firmaların çevre, toplum ve hissedar gibi farklı paydaşlarının beklentilerini karşılamak için uygulayabilecekleri çeşitli uygulamaları kapsamaktadır (Erhemjants ve Huang, 2019).

Son yıllarda finansal piyasalarda yatırımcılar karar alma süreçlerinde firmaların çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim(Environmental, Social, Governance-ESG) skorlarını dikkate almaya başlamıştır. ESG kavramı firmaların çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim alanlarındaki faaliyetlerini kapsamaktadır. ESG bilgileri kurumsal ve bireysel yatırımcılar için işletmenin karşı karşıya kaldığı riskleri temsil etmektedir. ESG yatırımcıların yatırım kararlarında kullandıkları finansal olmayan verileri içermekte ve ESG ye ilişkin bilgiler yatırımcılar için bir tercih nedeni olabilmektedir (Coleman vd. 2010). ESG, firmaların ve yatırımcıların çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim konularını işlerine nasıl dahil ettiklerini ifade etmektedir (Gillan vd., 2021).

ESG, kurumsal sosyal sorumluluk kavramı ve kurumsal sürdürülebilirlik kavramıyla yakından ilişkilidir. Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu (WCED) 1987 yılında yayınlamış olduğu raporda, sürdürülebilirliği; çevresel koruma, sosyal kalkınma ve ekonomik büyüme olmak üzere üç boyutta tanımlamaktadır. Raporda sürdürülebilir kalkınma gelecek nesillerin ihtiyaçlarını karşılayabilme yeteneğini ortadan kaldırmadan günümüz neslinin ihtiyaçlarının karşılanabilmesi olarak tanımlanmaktadır. Kurumsal sürdürülebilirlik firmanın birincil ve ikincil faaliyetlerinden kaynaklanan çevresel ve sosyal sorunlara yönelik stratejik ve kâr odaklı cevap verme şeklindedir (Salzman, vd., 2005). Kurumsal sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk kavramları sosyal, çevre ve ekonomik boyutları nedeniyle birbirine yerine kullanılsa da kurumsal sürdürülebilirlik yalnızca kısa vadeli değil uzun vadeli kurumsal faaliyetlere de odaklanmaktadır (Bansal ve DesJardine 2014).

ESG kurumsal sosyal sorumluluk (CSR) kavramının özünü içermektedir (Nirino vd., 2021). ESG kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinden türetilen birçok ölçütü içermektedir. Bu nedenle ESG, CSR'den daha geniş bir terminolojiye sahiptir (Gillan vd., 2021). ESG stratejileri, tüm paydaşların ihtiyaçlarını karşılayan, çevre ve toplumla ilgili hedeflere ulaşmak için firmalar tarafından uygulanan politikalar haline gelmiştir (Luo ve Bhattacharya, 2006).

Yatırımcıların firmaların finansal olmayan verilerine olan talebi karşısında, firmaların çevre, sosyal ve kurumsal yönetim faaliyetlerini raporlayan, analiz eden ve paylaşan derecelendirme kuruluşlarına ihtiyaç duyulmuştur. Derecelendirme kuruluşları firmaları üç boyutta analiz etmektedir. Çevresel (E) faaliyetler, bir firmanın mevcut yasal düzenlemelere uyum ve gelecekteki etkilerini görerek çevre üzerinde olumlu bir etki yaratma çabalarını içerir. Sosyal (S) faaliyetler, paydaşlara eşit muameleyi ve firmanın faaliyet gösterdiği sosyal ekosistemin korunmasını ifade eder. Yönetmelik, şeffaflık ve adil işlem yapma ve yönetim kurulunun etkin işleyişi gibi ilkeler dahil olmak üzere firma etiğini ve bütünlüğünü içermektedir (Koh vd., 2016). Çevre faaliyetleri, çevre kirliliği, doğal kaynaklar, enerji kullanımı, hayvanların haklarının korunması, atıkların işlenmesi, geri dönüşüm gibi faaliyetleri içerebilmektedir. Sosyal faaliyetler, şirketin toplumda sahip olduğu etkiye odaklanarak, elde edilen karın belirli bir yüzdesini bağışlamak, çalışanları gönüllü işler yapmaya teşvik etmek, ırk, cinsiyet ayrımcılığına karşı mücadele, sosyal adalet, iř güvenliğine öncelik vermek gibi faaliyetler sosyal faaliyetler kapsamında değerlendirilmektedir. Kurumsal yönetim faaliyetleri, firmanın doğru ve şeffaf muhasebe yöntemleri kullanmasını, yönetimi seçerken dürüstlük ve çeşitliliği gözetmesini ve hissedarlara karşı sorumlu olması yönetsel faaliyetler kapsamında değerlendirilebilmektedir.

ESG'nin kâr payı dağıtım kararlarıyla ilişkisi finans teorileri kapsamında değerlendirildiğinde, temsil problemleri (Jensen ve Meckling, 1979) ve sinyal teorisi (Bhattacharya, 1979; Miller ve Rock, 1985) ile açıklanabilmektedir. Jensen ve Meckling (1979), firmaların kâr payı dağıtım kararlarını temsil teorisi (agency cost theory of dividends) kapsamında açıklamaktadır. Teoriye göre firmalar temsil problemlerini kâr payı ödemelerini kullanarak azaltabilmektedir. Nakit akışları yöneticiler ile hissedarlar arasında temsil problemine neden olan önemli faktörlerden biridir. Yöneticiler ile hissedarlar arasındaki en önemli temsil problemleri firmanın önemli ölçüde serbest nakit akışının olduğu dönemlerde ortaya çıkmaktadır. Kâr payı ödemeleri yöneticilerin imtiyazları altındaki ve kontrolü altındaki kaynakları azaltır. Kâr payı ödemeleri firmanın içsel kaynaklarını azaltmakta, yöneticiler yeni yatırımların finansmanı için sermaye piyasalarına başvurmak zorunda kalmaktadır. Böylelikle kaynakların sermaye maliyetinin altındaki yatırım alanlarında ya da verimsiz alanlarda kullanıma olasılığı azalmaktadır.

Yöneticiler çevre ve sosyal sorumluluk alanları kapsamında firmanın serbest nakit akışlarını gereksiz alanlarda değerlendirebilmekte, ESG faaliyetleri ise bu alanlardan biri olabilmektedir. Temsil teorisi kapsamında ESG faaliyetleri, firmaların nakit akışlarını azaltmakta ve kâr payı dağıtımını sınırlamaktadır.

Firmaların kâr payı dağıtım kararlarının gerekçelerini açıklayan bir diğer yaklaşım, firmanın gelecekteki amaçları hakkında yatırımcılara bilgi vermek için kullanıldığını iddia eden sinyal teorisidir. Kâr payının firmalar hakkında bilgi içerdiği görüşü Lintner (1956) tarafından ortaya atılmıştır. Bu görüş sonrasında Bhattacharya (1979) ve Miller ve Rock (1985) tarafından sinyal teorisi olarak adlandırılmıştır. Sinyal teorisine göre, kâr payı dağıtımındaki değışiklikler firmaların gelecekteki kazançları hakkında bilgi içermektedir. Yöneticiler kâr payı ödemelerini firmanın gelecekteki karlılığı ve nakit akışları hakkında piyasaya ve yatırımcılara bilgi vermek amacıyla kullanmaktadır. Kâr payı ödemelerini arttırarak, yatırımcılara gelecekteki sonuçların daha iyi olacağını bekleddikleri bilgisini gönderirler (Miller ve Rock, 1985). ESG faaliyetlerinde bulunan firmaların kâr payı ödemeleri bu kapsamda değerlendirildiğinde, kâr payı ödemeleri piyasaya hem sosyal, çevresel ve yönetsel sorumlulukların hem de hissedarlara karşı sorumlulukların bilince olduğu sinyali göndermektedir (Benlemlih, 2019).

Bu çalışmanın amacı, firmaların ESG faaliyetlerinin kâr payı dağıtım kararları üzerindeki etkisini araştırmaktır. Bu kapsamda, 2017-2021 döneminde S&P global tarafından ESG skorları hesaplanan 32 firmanın nakdi kâr payı ödemeleriyle, ESG skorları arasındaki ilişki incelenecektir. Çalışmadan elde edilen sonuçlar ESG skorlarını önemseyen ve kâr payı ödemesi talep eden yatırımcılar için yatırım sürecinde yol gösterici olabilecektir. Ayrıca çalışmanın kâr payı dağıtım kararları ve sürdürülebilirlik ampirik literatürüne katkıda bulunması beklenmektedir.

2. Literatür Taraması

Literatürde ESG skorlarının finansal performansa etkisi sıklıkla araştırılmaktadır. Peiro vd. (2013), Ortas vd. (2015), Friede vd. (2015), Nollet vd. (2016), Santis vd. (2016), Manrique ve Ballester (2017), Velte (2017), Şişman ve Çankaya (2019), Ting vd. (2020) çalışmalarında, ESG skoruyla firma performansı arasındaki ilişkiyi incelemiş ve firma performansı ve ESG skoru arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Buna karşın Yoon vd. (2018), Balasubramanian (2019), Grisales ve Caracuel (2019), Hassan ve Roychowdhury (2019) çalışmalarında, ESG skoruyla firma performansı arasında negatif ilişki tespit etmişlerdir.

ESG skorlarıyla kâr payı dağıtım politikaları arasındaki ilişki henüz kapsamlı bir şekilde incelenmediği, literatürde konuyla ilgili sınırlı sayıda çalışma olduğu gözlemlenmektedir.

Rakotomavo (2012), 1991-2007 döneminde ABD firmalarının kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin kâr payı ödemelerine etkisini araştırmıştır. Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinde bulunan firmaların ölçekleri daha büyük ve daha karlı firmalardır ve bu firmaların kâr payı ödeme eğilimleri diğer firmalara göre daha fazladır.

Ni ve Zhang (2019), çalışmalarında 2006-2011 döneminde Çin firmalarının kurumsal sosyal sorumluluk skorlarıyla kâr payı ödemeleri arasındaki ilişkiyi incelemiş, kurumsal sosyal sorumluluğun kâr payı ödemelerini negatif yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Benlemlih (2019), 1991-2012 döneminde ABD firmalarının kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleriyle kâr payı dağıtım kararlarını incelemiştir. Kurumsal sosyal sorumluluk skoru yüksek olan firmaların kâr payı ödemelerinin, kurumsal sosyal sorumluluk skoru düşük olan firmalara göre daha yüksek olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Matos vd. (2020), 2000-2019 döneminde Avrupa firmalarının ESG skorları ve kâr payı dağıtım kararlarını incelemişlerdir. Çalışmadan elde edilen sonuçlar, ESG skoru yüksek firmaların daha istikrarlı kâr payı ödemesi gerçekleştirdiğini göstermiştir.

Niccolo vd. (2020), Çin firmalarını incelediği çalışmalarında, firmaların ESG skorlarıyla kâr payı ödemeleri arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Çalışmada, ESG skorunun kâr payı ödemelerini azaltan bir etkiye sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Oh ve Park (2021), çalışmalarında 2011- 2018 döneminde Kore firmalarının kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleriyle kâr payı ödemeleri arasındaki ilişkiyi incelemiş ve pozitif ilişki tespit etmişlerdir.

Salah ve Amar (2022), çalışmalarında 2008- 2018 döneminde Fransız firmalarının kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin kâr payı ödemeleri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Sonuçlar sosyal sorumluluğun kâr payı ödemelerini pozitif yönde etkilediğini göstermiştir.

Yılmaz vd. (2022), 2014–2020 döneminde Borsa İstanbul 100 firmalarının kurumsal yönetim, sürdürülebilirlik ve kâr payı dağıtım kararlarını incelemişlerdir. Sonuçlar, kurumsal yönetim ve aile sahipliğinin, kurumsal

sürdürülebilirlik performansı ile kâr payı politikası arasındaki ilişkiyi önemli ölçüde etkilediğini göstermiştir. Ayrıca çalışmada kurumsal yönetim faaliyetlerinin kâr payı ödemelerini pozitif yönde etkilediği sonucuna da ulaşılmıştır.

3. Metodoloji ve Ampirik Bulgular

Bu çalışmanın amacı, firmaların ESG skorlarıyla nakdi kâr payı ödemeleri arasındaki ilişkiyi araştırmaktır. Bu kapsamda, 2021 yılında Türkiye’den S&P Global tarafından ESG değerlendirilmesi yapılan 37 firmadan verilerine ulaşılabilen 32 firmanın, 2017-2021 yılları arasındaki ESG skorları ve nakdi kâr payı dağıtım oranı arasındaki ilişki incelenecektir. S&P Global tarafından halka açık ESG skorlarının başlangıç yılı 2017 yılı olduğundan çalışmanın dönemi 2017 ile sınırlandırılmıştır. Firmaların ESG skorları, S&P Global internet sitesinden; firmaların finansal verileri ise Finnet veri tabanından elde edilmiştir.

S&P Global değerlendirmesi sektörlerinde çevre, sosyal ve kurumsal yönetim performansları en iyi şirketlerin listelendiği, dünyanın dört bir yanından 62 alt sektörden, 10.000’den fazla şirketin ESG skorunun hesaplandığı bir sistemdir. Firmaların ESG skorları, bir mali yıl içinde şirketlerin çevresel (E), sosyal (S) ve kurumsal yönetim (G) boyutları puanlarının toplamından oluşmaktadır. Toplam puan her bir boyutun puanının ağırlıklı ortalaması alınarak hesaplanmaktadır. Ayrıca ESG puanını etkileyecek sektöre özel kriterlerin puanları da ESG skoruna dahil edilmektedir. Toplam ESG puanı 0-100 arasında değişmektedir ve 100 en iyiyi temsil etmektedir. S&P Global ESG Skoru Şekil 1’de gösterilmektedir.

Şekil 1. S&P Global ESG Skoru



Kaynak : S&P Global (2022)

S&P Global , 600-1000 arasında değişen bilgi noktasından yola çıkarak, 80-120 arasında sektöre ilişkin skor; 16-27 arasında çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim boyutlarına ilişkin skor hesaplamakta ve toplam skorların sonucunda her firma için bir ESG skoru hesaplanmaktadır. Örneklem kapsamındaki 32 firmanın sektör bazında ESG skorları Tablo 1’de gösterilmektedir.

Tablo 1. Sektörler ve Ortalama ESG Skorları

Sektör	Ortalama ESG skoru	Firma Sayısı
Bankacılık	45.23	6
İmalat Sanayi	30.18	12
Holdingle ve Yatırım Şirketleri	22.04	5
Toptan ve Perakende	13.20	4
İnşaat Ve Bayındırlık	25.00	1
Teknoloji	7,40	1
Bilgi İletişim	22.20	2
Ulaştırma ve Depolama	33.40	1

Tablo 1 incelendiğinde, S&P Global tarafından Türkiye’den ESG skoru hesaplanan firma sayısı en fazla imalat sanayi sektöründedir. En yüksek ortalama ESG skoru bankacılık sektöründe, en düşük ortalama ESG skoru ise teknoloji sektöründedir. Kâr payı dağıtım oranıyla, ESG skorları arasındaki ilişkinin inceleneceği modelde kullanılan değişkenler Tablo 2’de gösterilmektedir.

Tablo 2. Değişkenler ait Tanımlar

Değişken	Tanım	Kısaltma
ESG Skoru	ESG skoru	esg
Nakit kâr payı dağıtım oranı	nakit ödenen kâr payı toplamı /net kâr	div
Borç oranı	toplam borç/aktif toplamı	brc
Piyasa değeri/defter Değeri	piyasa değeri/defter değeri	pddd
Aktif karlılığı	net kar/toplam varlık	roa
Öz sermaye karlılığı	net kar/öz sermaye	roe
Aktif büyüme	aktif büyüklüğünde yüzdesel değişim	aktf%

Çalışma kapsamında kâr payı dağıtım oranı ile ESG skorları arasındaki ilişkinin sınanıldığı modele ilişkin denklem eşitlik 1’de gösterilmektedir.

$$Div_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 esg_{it} + \beta_3 brc_{it} + \beta_4 pddd_{it} + \beta_5 roa_{it} + \beta_6 roe_{it} + \beta_7 aktf\%_{it}$$

(1)

i=1,2,...n firma sayısı,

t=1,2,...t zaman dönemi

β_1 = sabit terim ve $\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$ ise regresyon katsayılarını ifade etmektedir.

Örneklemdaki firmaların ESG skoru, kâr payı dağıtım oranı ve diğer finansal değişkenlerine ilişkin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 3’te verilmektedir.

Tablo 3. Değişkenlere İlişkin Tanımlayıcı İstatistikler

Değişken	Ortalama	Medyan	Standart sapma
esg	28.337	28.00	19.468
div	1.829	0.280	5.709
brc	53.584	60.73	29.841
pddd	7.587	1.425	28.998
roa	12.698	5.670	36.413
roe	18.820	17.720	40.577
aktf%	33.833	25.970	31.878

Tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde örneklem kapsamındaki tüm firmaların ortalama ESG skoru yaklaşık 28; nakdi kâr payı dağıtım oranı ortalama %28’dir. Örneklem kapsamındaki firmalar elde ettikleri net karın yaklaşık %28’ini nakit kâr payı olarak dağıtmaktadır. Kontrol değişkenleri; ortalama borçlanma oranı %53; piyasa değeri defter değeri 7.5; ortalama aktif karlılığı %12 ; ortalama öz sermaye karlılığı %18 ve aktif büyümesi ortalama yıllık yaklaşık %33’tür.

Regresyon analizinde kullanılan değişkenlere ait zaman serilerinin ortalamasının ve varyansının zaman içinde değişmediği varsayımına dayanmaktadır (Gujarati, 1999). Granger ve Newbold (1974) göre durağan olmayan seriler ile çalışması halinde sahte regresyon problemiyle karşılaşılabilmekte ve bu durumun geleneksel regresyon analizi ve zaman serilerinin analizinden elde edilen sonuçlar gerçek ilişkiyi yansıtmamakta ve yanıltıcı olabilmektedir. Durağan olmayan seriler ile elde edilen sonuçlar gerçek ilişkiyi yansıtmazlar. Çalışmada serilerin durağanlığı Genişletilmiş Dickey-Fuller(ADF) (Dickey ve Fuller,1981) birim kök testi ile sınanacaktır. Sonuçlar Tablo 4’te gösterilmektedir.

Tablo 4. ADF Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	Durağanlık seviyesi	Test İstatistiği	Olasılık
div	Sabit	-6.9110	0.0000***
	Sabit ve Trendli	-6.9260	0.0000***
brc	Sabit	-4.4879	0.0003***
	Sabit ve Trendli	-4.5360	0.0018***
esg	Sabit	-5.5924	0.0000***
	Sabit ve Trendli	-5.6355	0.0000***
Pddd	Sabit	-8.3797	0.0000***
	Sabit ve Trendli	-8.4132	0.0000***
roa	Sabit	-4.1867	0.0010***
	Sabit ve Trendli	-4.2502	0.0048***
roe	Sabit	-13.3557	0.0000***
	Sabit ve Trendli	-13.3624	0.0000***
aktf%	Sabit	-12.5629	0.0000***
	Sabit ve Trendli	-12.5800	0.0000***

*,**,*** sırasıyla %1, %5 ve %10 istatistiksel anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Tablo 4, ADF birim kök test sonuçlarına göre, tüm serilerin sabitli ve sabitli/trendli modelde durağan olduğu gözlemlenmektedir.

Modelde yatay kesit bağımlılığı, Breusch-Pagan LM (1980) testiyle, Peseran scaled LM ve Peseran CD testi ile test edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığına ilişkin testler Tablo 5’te gösterilmektedir.

Tablo 5. Yatay Kesit Bağımlılığı Testleri

Test	İstatistik	Olasılık
Breusch-Pagan LM	707.383	0.0000
Peseran scaled LM	6.7114	0.0000
Peseran CD	1.8905	0.0587

Breusch-Pagan LM ve Peseran scaled LM testleri sonucuna göre, yatay kesit bağımlılığının olmadığını kabul eden H_0 hipotezi reddedilmiştir. Peseran CD testine göre ise yatay kesit bağımlılığının olmadığını kabul eden H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Çalışmada N boyutu (32), T boyutundan (5) büyük olduğu için Peseran CD testi dikkate alınmıştır. Modelde yatay kesit bağımlılığı olmadığı tespit edilmiştir.

Çalışmada, nakdi kâr payı dağıtım oranıyla ESG skorları arasındaki ilişki panel regresyon yöntemiyle analiz edilecektir. Modelin tahmininden önce regresyon yönteminin temel varsayımları sınanmalıdır. Bu nedenle modelde oto korelasyon, değişen varyans, çoklu doğrusal bağlantı ve yatay kesit bağımlılığı problemlerinin varlığına ilişkin ön testler gerçekleştirilmiştir. Değişen varyans Breusch-Pagan-Godfrey ve White testi, oto korelasyon ise Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Testi ile sınanmıştır. Testlere ilişkin sonuçlar Tablo 6’da gösterilmektedir.

Tablo 6. Değişen Varyans ve Oto korelasyon Testleri

Test	F istatistiği	Olasılık değeri
Breusch-Pagan-Godfrey	2.9813	0.0088
White	14.373	0.0000
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	20.845	0.0000

*,**,*** sırasıyla %1, %5 ve %10 istatistiksel anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Breusch-Pagan-Godfrey ve White testi sonuçlarına göre olasılık değeri 0.05 küçük olduğu için modelde sabit varyans varsayımı geçerli değildir. Otokorelasyon testi Breusch-Godfrey Serial Correlation LM sonuçlarına göre olasılık değeri 0.05 küçük olduğu için modelde oto korelasyon sorunu olduğu gözlemlenmektedir.

Modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu varyans şişirme faktörleri ile tespit edilmiştir. Varyans şişirme faktör (Varyans Inflation Factor-VIF) değerleri Tablo 7’de gösterilmektedir.

Tablo 7. Varyans Şişirme Faktör Değerleri

Değişkenler	Katsayı	Merkezi olmayan VIF değerleri	Merkezi VIF değerleri
Aktf%	0.0001	2.1629	1.0138
brc	0.0002	5.2825	1.2445
esg	0.0005	3.4430	1.0993
pdd	0.0004	1.9824	1.8547
roa	0.0002	2.0357	1.8138
roe	0.0001	1.5699	1.2905

Tablo 7’de VIF değerleri incelendiğinde, tüm değişkenlerin merkezi VIF değerleri 5’ten küçük olduğu için modelde çoklu doğrusal bağlantı sorununun olmadığı gözlemlenmektedir.

Panel regresyon öncesinde gerçekleştirilen ön testlerde, değişen varyans ve oto korelasyon problemleri olduğu tespit edilmiştir. Modelde değişen varyans ve/veya oto korelasyon probleminin bulunması halinde panel regresyonun etkin sonuçlar verebilmesi için modelin Panel EGLS (Estimated Generalized Least Square) yöntemi ile tahmin edilmesi daha uygun olmaktadır. Panel EGLS sonuçları Tablo 8’de gösterilmektedir.

Tablo 8. Panel EGLS Sonuçları

Bağımlı Değişken: Div				
Yöntem: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Değişken	Katsayı	S. Sapma	T istatistik	olasılık
esg	0.0144	0.0035	4.0352	0.0001***
roa	0.0651	0.0125	5.1808	0.0000***
roe	0.0041	0.0017	2.3825	0.0187**
brc	0.0196	0.0060	3.2585	0.0015***
pddd	0.0055	0.0019	2.8621	0.0050***
aktf%	0.0055	0.0010	5.3701	0.0000***
R kare	0.6543		F istatistik	6.243
Düz. R kare	0.5495		olasılık	0.000

*, **, *** sırasıyla %1, %5 ve %10 istatistiksel anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.

Panel EGLS sonuçları incelendiğinde, modelin bir bütün olarak anlamlı olduğu, modelin nakdi kâr payı dağıtım oranındaki değişimleri açıklama gücünün yaklaşık %65 olduğu görülmektedir. Modelde yer alan değişkenlerden; ESG skoruyla, kâr payı dağıtım oranı arasında %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. ESG skoru artan firmaların nakdi kâr payı dağıtım oranı artmaktadır. Kontrol değişkenlerinden aktif karlılığı (roa), piyasa değer defter değeri (pddd), aktif büyüme (aktf%) ve borç oranı (brc) ile kâr payı dağıtım oranı arasında %1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Öz sermaye karlılığı (roe) ile kâr payı dağıtım oranı arasında %5 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Firmaların aktif karlılığı, öz sermaye karlılığı, aktif büyüklüğü, piyasa değeri ve borçlanma oranı arttıkça nakit kâr payı dağıtım oranı artmaktadır.

Kontrol değişkenlerinden aktif karlılığı ve öz sermaye karlılığının kâr payı dağıtım oranını pozitif yönde etkilediği sonucu sinyal teorisinin, cari dönem dağıtılan yüksek kâr paylarının gelecekte elde edilmesi beklenen karlara ilişkin bir sinyal görevi görebileceği sonucunu desteklemektedir. Jensen ve Meckling (1976) temsil teorisine göre firmaların borçlanması, serbest nakit akışlarını azaltmakta ve bu nedenle kâr payı dağıtımını sınırlaması beklenmektedir. Bu nedenle borç oranıyla kâr payı dağıtım oranı arasında tespit edilen pozitif ilişki temsil teorisini desteklemektedir. Jensen ve Meckling (1976) göre firma büyüklüğü arttıkça sermaye sahipliğindeki çeşitlilik ile birlikte temsil problemleri artmaktadır. Kâr payı dağıtımını büyük ölçekli firmalarda nakit akışını sınırlamaktadır. Aktif büyüklüğü ile kâr payı dağıtım oranı arasında tespit edilen pozitif ilişki temsil teorisini desteklemektedir.

4. Sonuç

Bu çalışmada, S&P Global tarafından çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim faaliyet değerlendirilmesi yapılan 32 firmanın 2017-2021 dönemindeki nakdi kâr payı dağıtım oranıyla ESG performansları incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre, firmaların ESG performansları nakdi kâr payı dağıtım oranını pozitif yönde etkilemektedir. Bu

sonuç literatürde yapılan benzer çalışmaların sonuçlarını desteklemektedir (Rakotomavo, 2012; Trihermanto ve Nainggolan, 2018; Benlemlih, 2019; Matos vd., 2020). Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim faaliyetlerine önem veren firmalar, kâr payı dağıtımıyla, ESG faaliyetlerinin nakit akışlarını sınırlamadığına, nakdin hissedarların lehine olacak şekilde dağıtıldığına, hissedarların ve tüm menfaat sahiplerinin hakkının önemsendiğine ilişkin piyasaya sinyal verdiği söylenebilmektedir.

Nakit kâr payı dağıtımı hissedarlar için önemli bilgi kaynaklarından biridir. Bu nedenle firmalar kâr payı dağıtımı ile ESG faaliyetlerini uyumlu hale getirerek, firma şeffaflığına, itibarına ve bilgi asimetrisinin azalmasına katkı sağlayabilmektedir. Ayrıca ESG faaliyetlerinin gelecekteki kar payı dağıtımları hakkında bilgi taşıdığı dikkate alındığında, kâr payı talep eden yatırımcılar için ESG faaliyetlerinde bulunan firmaların takibi yatırım süreçlerinde yol gösterici olabilecektir. Çalışma Türkiye’den ESG skorları hesaplanan 32 firma ile sınırlandırılmıştır. Gelecek çalışmalarda farklı ülkelerden firmalar örnekleme dahil edilerek çalışmanın kapsamı genişletilebilir.

Kaynakça

- BALASUBRAMANIAN, A. M. D. P. (2019). A Study on Relationship Between Corporate Financial Performance and Environmental Social & Governance Score (Esg Score). *International Conference on Fostering Innovation in Financial Inclusion*
- BANSAL P, DESJARDINE MR. 2014. Business Sustainability: It is about Time. *Strategic Organ.* 12(1):70–78.
- BARROS, V., MATOS, P. V., & SARMENTO, J. M. (2020). What Firm’s Characteristics Drive the Dividend Policy? A Mixed-Method Study on The Euronext Stock Exchange. *Journal of Business Research*, 115, 365-377.
- BENLEMLIH, M. (2019). Corporate Social Responsibility and Dividend Policy. *Research in International Business and Finance*, 47, 114-138.
- BHATTACHARYA, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and" The Bird in The Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 259-270.
- CHEUNG, A. W. K. (2016). Corporate Social Responsibility and Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 37 (C): 412–430.
- COLEMAN, L., MAHESWARAN, K., & PINDER, S. (2010). Narratives in Managers’ Corporate Finance Decisions. *Accounting & Finance*, 50(3), 605-633.
- DUQUE-GRİSALES, E., & AGUILERA-CARACUEL, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance Of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334.
- ERHEMJAMTS, O., & HUANG, K. (2019). Institutional Ownership Horizon, Corporate Social Responsibility and Shareholder Value. *Journal of Business Research*, 105, 61-79.
- FREEMAN, R. E. (1998), A Stakeholder Theory of the Modern Corporation, in Pincus, L. B. (Ed.), *Perspectives in Business Ethics*, McGraw-Hill, Singapore, pp. 171-181.
- FRIEDE, G., BUSCH, T., & BASSEN, A. (2015). ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More Than 2000 Empirical Studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
- FRIEDMAN, M. (1998). *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in Pincus, L. B. (Ed.), *Perspectives in Business Ethics*, McGraw-Hill, Singapore, 246-251.
- GILLAN, S. L., KOCH, A., & STARKS, L. T. (2021). Firms and Social Responsibility: A Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance. *Journal of Corporate Finance*, 101889.
- GRANGER, C. W., & NEWBOLD, P. (1974). Spurious regressions in econometrics. *Journal of econometrics*, 2(2), 111-120.
- GUJARATI, D.N. (1999) *Essentials of Econometrics*. 2nd Edition, McGraw-Hill, New York.
- HARRİSON, J. S., & FREEMAN, R. E. (1999). Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives. *Academy of Management Journal*, 42(5), 479-485.
- 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.

- S&P Global (2022). <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/methodologies/methodology-sp-dji-esg-score.pdf>
- JENSEN, M. (2001). Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *European Financial Management*, 7(3), 297-317.
- JENSEN, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination. *Journal of Business*, 469-506.
- KOH, S., LIMKRIANGKRAI, M., & DURAND, R. (2016). Environmental, Social, And Governance (Esg) Profiles, Stock Returns, and Financial Policy: Australian Evidence. *International Review of Finance*, 17.
- LINTNER, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, And Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- LUO, X., & BHATTACHARYA, C. B. (2006). Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1-18.
- MANRIQUE, S., & MARTÍ-BALLESTER, C. P. (2017). Analyzing the Effect of Corporate Environmental Performance on Corporate Financial Performance in Developed and Developing Countries. *Sustainability*, 9(11), 1957.
- MILLER, M. H., & ROCK, K. (1985). Dividend Policy Under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- NI, X., & ZHANG, H. (2019). Mandatory Corporate Social Responsibility Disclosure and Dividend Payouts: Evidence from A Quasi-Natural Experiment. *Accounting & Finance*, 58(5), 1581-1612.
- NİCCOLÒ, N., BATTISTI, E., PAPA, A., & MIGLIETTA, N. (2020). Shareholder Value and Dividend Policy: The Role of ESG Strategies. In *2020 IEEE International Conference on Technology Management, Operations and Decisions (ICTMOD)*.
- NIRINO, N., SANTORO, G., MIGLIETTA, N., & QUAGLIA, R. (2021). Corporate Controversies and Company's Financial Performance: Exploring the Moderating Role of ESG Practices. *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 120341.
- NOLLET, J., FILIS, G., & MITROKOSTAS, E. (2016). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: A Non-Linear and Disaggregated Approach. *Economic Modelling*, 52, 400-407.
- OH, H., & PARK, S. (2021). Corporate Sustainable Management, Dividend Policy and Chaebol. *Sustainability*, 13(13), 7495.
- ORTAS, E., GALLEGO-ALVAREZ, I., & ÁLVAREZ ETXEBERRIA, I. (2015). Financial Factors Influencing the Quality of Corporate Social Responsibility and Environmental Management Disclosure: A Quantile Regression Approach. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(6), 362-380.
- PEIRO, S. A., SEGARRA, O. M., MONDEJAR, J. J., & VARGAS, V. M. (2013). Influence of The Environmental, Social and Corporate Governance Ratings on the Economic Performance of Companies: An overview. *Int. J. Environ. Res.*, 7(1):105-112
- RAKOTOMAVO, M. T. (2012). Corporate Investment in Social Responsibility Versus Dividends?. *Social Responsibility Journal*. Corporate Investment in Social Responsibility Versus Dividends?. *Social Responsibility Journal*. 199-207.
- SALAH, O. B., & AMAR, A. B. (2022). Does Corporate Social Responsibility Affect Dividend Policy? Empirical Evidence in The French Context. *Journal of Global Responsibility*.
- SALZMANN, O., (2005). Corporate Sustainability Management in the Energy Sector: Drivers, Practices and Outcome, Fakultät Wirtschaft und Management. Technische Universität Berlin, Berlin
- SANTIS, P., ALBUQUERQUE, A., & LIZARELLI, F. (2016). Do Sustainable Companies Have a Better Financial Performance? A Study on Brazilian Public Companies. *Journal of Cleaner Production*, 133, 735-745.
- ŞİŞMAN, M. E., & ÇANKAYA, S. (2019). Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetişim (Esg) Verilerinin Firmaların Finansal Performansına Etkisi: Hava Yolu Sektörü Üzerine Bir Çalışma. *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 25(1), 73-91.

TING, I. W., AZIZAN, N. A., BHASKARAN, R. K., & SUKUMARAN, S. K. (2020). Corporate Social Performance and Firm Performance: Comparative Study Among Developed and Emerging Market Firms. *Sustainability*, 12(1), 26. <https://doi.org/10.3390/su12010026>

TRIHERMANTO, F., AND Y. A. NAINGGOLAN (2018). Corporate Life Cycle. Csr, and Dividend Policy: Empirical Evidence of Indonesian Listed Firms. *Social Responsibility Journal*, 16 (2): 159–178.

VELTE, P. (2017). Does ESG Performance Have an Impact on Financial Performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*. 8, 2, 169-178.

YILMAZ, M. K., AKSOY, M., & KHAN, A. (2022). Moderating Role of Corporate Governance and Ownership Structure on the Relationship of Corporate Sustainability Performance And Dividend Policy. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-30.

YOON, B., LEE, J. H., & BYUN, R. (2018). Does ESG Performance Enhance Firm Value? Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(10), 3635.

<https://www.finnet.com.tr/FinnetStore/tr/>, Erişim tarihi, 09.09.2022

<https://www.spglobal.com/esg/solutions/data-intelligence-esg-scores>, Erişim tarihi, 09.09.2022