



Araştırma Makalesi / Research Article

COVID-19 PANDEMİSİNİN BIST'TE İŞLEM GÖREN FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ: ÇEVRESEL, SOSYAL VE KURUMSAL YÖNETİM FAKTÖRLERİNİN DÜZENLEYİCİ ROLÜ

İlhan ÇAM¹

Öz

COVID-19 pandemisi insan yaşamını pek çok yönden olumsuz etkilemiştir. Kurumsal sürdürülebilirliğe önem veren ve çevreye, insana ve paydaşlarına karşı sorumluluk hissederek faaliyetlerini yürüten firmaların pandemi dönemindeki finansal performanslarının incelenmesi önemli bir araştırma sorusudur. Bu çalışmada, çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim uygulamalarının (Environmental, social, and governance -ESG) pandemi döneminde, firmaların finansal performansları üzerinde nasıl bir etki oluşturduğunun araştırılması amaçlanmıştır. Araştırma örneklemini 2009-2020 yılları arasında Türkiye'de halka açık olarak faaliyet gösteren finans sektörü dışındaki firmalardan meydana gelmektedir. Ampirik modeller, sabit etkiler panel veri analizi kullanılarak ve standart hatalar Driscoll-Kraay standart hatalar yöntemine göre düzeltilerek analiz edilmiştir. Analizler sonucunda; (1) COVID-19 pandemisinin finansal performansı olumsuz etkilediği ve (2) ESG'nin, pandemi ile firmaların finansal performansları arasındaki olumsuz etkiyi azalttığı bulgularına ulaşılmıştır. Bu bulgulara göre, ESG skorları yüksek olan firmalar COVID-19 pandemisinin olumsuz etkisinden, ESG faaliyetleri düşük olan firmalara göre finansal olarak daha az etkilenmişlerdir. Sonuç olarak, ESG faaliyetlerine yönelik daha az yatırım yapan firmalar COVID-19 pandemisinin meydana getirdiği dış şoklara karşı daha savunmasızdır.

Anahtar Kelimeler: Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim, Performans, Finansal performans, COVID-19

JEL Kodları: L25, Q56, C23

THE EFFECT OF THE COVID-19 PANDEMIC ON THE FINANCIAL PERFORMANCES OF FIRMS TRADED ON BIST: MODERATING ROLE OF ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND CORPORATE GOVERNANCE FACTORS

Abstract

The COVID-19 pandemic has adversely affected human life in many ways. Examining the financial performance of firms that attach importance to corporate sustainability and carry out their activities with a sense of responsibility towards the environment, people and stakeholders remains an important research question. In this study, it is aimed to investigate how environmental, social, and corporate governance practices (ESG) affect the financial performance of firms during the pandemic period. The research sample consists of non-financial publicly traded firms in Türkiye over the years 2009-2020. The empirical models have been analyzed using the fixed effects panel data estimation method and corrected standard errors via the Driscoll-Kraay standard errors method. As a result of the analysis, it has been found that (1) the COVID-19 pandemic negatively affected the financial performance and (2) the ESG moderated the inverse relationship between the pandemic and the financial performance of the firms. According to these findings, firms with higher ESG scores were financially less affected by the negative impact of the COVID-19 pandemic than firms with lower ESG activities. As a result, firms that invest less in ESG activities are more vulnerable to external shocks from the COVID-19 pandemic.

Keywords: Environmental, social, and corporate governance, Performance, Financial performance, COVID-19

JEL Codes: L25, Q56, C23

¹ Dr. Öğretim Üyesi, Gebze Teknik Üniversitesi, icam@gtu.edu.tr, ORCID: 0000-0002-3076-0639.

Başvuru Tarihi (Received): 02.03.2023 **Kabul Tarihi** (Accepted): 26.07.2023

Giriş

COVID-19 salgınının ilk vakaları 31 Aralık 2019'da Çin'in Wuhan şehrinde görülmüştür ve ardından salgın diğer bütün Çin eyaletlerine ve oradan da bütün dünyaya yayılmıştır. 21 Ekim 2022 tarihi itibarıyla dünya genelinde toplam 600 milyondan fazla vaka görülmüşken, COVID-19 kaynaklı toplam 6 milyondan fazla kişi ise hayatını kaybetmiştir.² Dünya genelinde, virüsün yayılmasını engellemek ve virüs kaynaklı ölümleri azaltmak için devletler tarafından çok çeşitli önlemler alınmıştır. Bu önlemlerden en dikkat çeken işyerlerinin, okulların ve sosyalleşmek amacıyla bir araya gelinen toplu yaşam merkezlerinin kapatılması ve insanlara evden çıkma yasağının uygulanmasıdır.

Hastalığın yayılmasını engellemek amacıyla uygulanan önlemler, ekonomik ve finansal dinamikleri derinden etkilemiştir. COVID-19'un Dünya Sağlık Örgütü tarafından pandemi olarak ilan edilmesinden sonra, kapanmalardan kaynaklı olarak tedarik zincirleri bozulmuş ve evlerinde kapalı olan kişilerin harcama yapamamalarından dolayı toplam tüketici talebinde daralmalar meydana gelmiştir. Bunun sonucunda 2020 yılında dünya gayri safi yurtiçi hasılası %3,3 daralmıştır.³ Makroekonomik çerçevede gelişen faktörler firma dinamiklerini de derin bir şekilde etkilemiştir. Örneğin yerli ve yabancı literatürdeki pek çok çalışma pandeminin firmaların finansal performanslarını olumsuz yönde etkilediğine dair çok çeşitli bulgular paylaşmışlardır (Alnıpak ve Kale, 2021; Asker, 2022; Güngör ve Çemberlitaş, 2022; Hu ve Zhang, 2021; Jin vd., 2022; Kablan ve Marşap, 2022; Karadeniz vd., 2022; Kılıç Karamahmutoğlu, 2022a; Kılıç Karamahmutoğlu, 2022b; Kurt ve Kablan, 2022; Özata Canlı ve Özdemir, 2021; Özcan, 2021; Saban ve Trabzon, 2021; Shen vd., 2020; Temel, 2022). COVID-19 pandemisi sırasındaki nakit varlıklarının kurumsal yatırımlar üzerindeki etkisini inceleyen Tawiah ve O'Connor Keefe (basımda) ise COVID 19 pandemisi sırasında sermaye yatırımlarının ve birleşme ve satın almaların, sırasıyla, %37 ve %71 düştüğünü raporlamışlardır. Benzer şekilde Li vd. (2021), pandemi dönemindeki belirsizlik sonucu kurumsal yatırımların azaldığını göstermişlerdir.

Pandeminin firmalar üzerindeki etkisinin her bir firma için aynı olmayacağından hareketle, bazı araştırmalar tarafından hangi özellikteki firmaların pandeminin etkilerine daha dirençli olabildiği incelenmiştir. Örneğin Xiong vd. (2020) borsada işlem gören Çinli firmalar üzerinde yürüttükleri araştırmalarında, COVID-19 pandemisine karşı piyasa tepkisinin virüse karşı savunmasız olan sektörlerdeki firmalarda ve yüksek kurumsal yatırımcılara sahip olan firmalarda daha yoğun olduğunu göstermişlerdir. Díaz vd. (2021) firmaların çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim derecelerinin ilgili dönemdeki getirileri üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Ahmad vd. (2021) ise pandeminin birinci ve ikinci şok dalgaları sırasında ABD, İngiltere, Avrupa ve Japonya gibi gelişmiş ülkelerdeki firmaların dinamikleri üzerindeki etkisini inceledikleri çalışmalarında, pandeminin firmalar üzerindeki etkisinin tek tip olmadığı bulgusunu paylaşmışlardır. COVID-19 pandemisinin sağlık, bilişim ve gıda sektörü dışındaki firmaların finansal performanslarını olumsuz yönde etkilediği (Aktaş, 2022; Kılınç ve Çalış, 2021; Uçakkuş ve Arslan Çilhoroz, 2022) önceki çalışmalarla ortaya koyulmuştur. Ancak bu noktadaki önemli araştırma sorularından birisi, her firmanın içsel dinamiklerden kaynaklı olarak her krize benzer şiddette maruz kalmaması gerektiği düşüncesinden hareketle, negatif etkilenmiş sektörlerdeki firmalardan hangilerinin COVID-19 pandemisinin olumsuz etkilerine daha dirençli olduklarının ortaya koyulabilmesidir.

Son yıllarda yöneticiler, yatırımcılar, politika geliştiricileri ve sivil toplum kuruluşları gibi her kesimden karar vericinin üzerinde yoğunlaştığı ve genel olarak birbirleriyle yakın ilişkide olan kurumsal sürdürülebilirlik, çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim ve kurumsal sosyal sorumluluk kavramları şirketlerin faaliyetlerini sürdürürken çevresel etkilerini azaltma, sosyal

² <https://covid19.who.int/>

³ <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>

sorumluluklarını yerine getirme ve etik kurumsal yönetim ilkelerini benimseme konularına odaklanmaktadır. Bu çerçevede ESG uygulamaları genel olarak küresel ısınmanın, çevre kirliliklerinin ve temel insan haklarına uygun olmayan çalışma ortamlarının önüne geçilebilmesi için yapılması gerekenleri dikkate almaktadır. ESG ile temel olarak gelecekteki nesillere temiz ve yaşanılabilir bir dünyanın bırakılması ve insan ırkının devam edebilmesi amaçlanmaktadır. Yoo vd. (2021) sürdürülebilirlik yatırımı, sosyal sorumluluk sahibi yatırım ve yeşil ekonomi ile ilgili pazar payının hızla büyümesinden dolayı, ESG faaliyetlerinin firmaların finansal performansı üzerindeki etkisini anlamanın giderek daha önemli hâle geldiğini ileri sürmektedirler. Mohammad ve Wasiuzzaman (2021), firmaların rekabet gücünü artırmak amacıyla sergiledikleri sürdürülebilirlik odaklı davranışların, toplumun refah düzeyini iyileştirmeye katkı sağladığını belirtmektedir. Ayrıca araştırmacılara göre bu davranışlar, firmaların daha iyi bir değer ve performansa ulaşmalarını sağlamada önemli bir rol oynamaktadır.

Yapılan literatür incelemesinde, pandemi döneminde ESG uygulamalarının firma dinamikleri üzerinde nasıl bir etki oluşturduğunun yeteri kadar araştırılmamış olduğu görülmüştür. Özellikle gelişmiş ülkelerde bu alanda birkaç çalışma yapılmıştır (bakınız Al Amosh ve Khatib, basımda; Broadstock vd., 2020; Habib ve Mourad, basımda; Hwang vd., 2021; Murashima, 2022; Sun ve Li, 2021; Yoo vd., 2021; Zahid vd., 2023). Bu çalışmada ESG uygulamalarının, Türkiye'deki finans sektörü dışındaki halka açık firmaların finansal performanslarını COVID-19 pandemisi sırasında nasıl etkilediğinin incelenmesi amaçlanmıştır. Böylelikle, kurumsal sürdürülebilirliğe önem veren ve çevreye, insana ve paydaşlarına karşı sorumluluk hissederek faaliyetlerini yürüten firmaların pandemi dönemindeki finansal performanslarının daha iyi olabileceği hipotezinden hareketle, COVID-19 pandemisi ile finansal performans arasındaki ilişki üzerinde ESG performansının düzenleyici etkisi incelenmiştir. Araştırmada firmaların ESG performansları Refinitiv tarafından açıklanan ESG puanları kullanılarak ölçülmüştür

Çalışmanın ikinci bölümünde kavramsal olarak önceki literatür bulgularından ve araştırma hipotezinden bahsedilmiştir. Üçüncü bölümde veri seti sunulmuştur. Dördüncü bölümde araştırma bulgularına ve beşinci bölümde ise sonuç kısmına yer verilmiştir.

1. Literatür Araştırması ve Hipotez Geliştirme

COVID-19 pandemisinin firma dinamiklerini nasıl etkilediği ile ilgili hem ulusal hem de uluslararası literatürde pek çok çalışma yapılmıştır. Örneğin, 107 farklı ülkedeki firmalar üzerinde yürüttükleri çalışmalarında Hu ve Zhang (2021), firmaların varlık getirilerinin kümülatif ve yeni vaka sayılarıyla ölçülen COVID-19 pandemisinin şiddetinden negatif etkilendiğini göstermişlerdir. Shen vd. (2020) Çinli firmaların finansal verilerini kullanarak COVID-19'un kurumsal performans üzerindeki etkisini incelemişler ve COVID-19'un firma performansı üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu göstermişlerdir. Ayrıca araştırmacılara göre COVID-19'un firma performansı üzerindeki olumsuz etkisi, daha yüksek yatırıma ve gelire sahip olan firmalarda daha düşüktür. Clampit vd. (2021) imalat sektöründeki ABD'li firmalar üzerinde yürüttükleri çalışmalarında, Ar-Ge yoğunluğu yüksek olan ve daha fazla risk alan firmaların pandemi döneminde daha iyi performans gösterdiğini bulmuşlardır.

COVID-19 pandemisinin, Türkiye'de faaliyet gösteren firmaların finansal performansları üzerindeki etkisi ile ilgili de çeşitli çalışmalar yürütülmüş ve ağırlıklı olarak, pandeminin etkisinin sektörden sektöre farklılık gösterdiği üzerinde durulmuştur. Örneğin, Kılıç Karamahmutoğlu (2022a) TCMB sektör bilançolarından faydalanarak Türkiye'de faaliyet gösteren işletmelerin pandemi dönemindeki finansal performanslarını incelemiştir. Araştırmacının elde ettiği bulgulara göre bazı sektörler pandemiden olumlu bir şekilde etkilenirken, bazı sektörler ise olumsuz etkilenmişlerdir. Literatürdeki diğer çalışmalarda da havayolu (Kurt ve Kablan, 2022; Özata Canlı ve Özdemir, 2021; Saban ve Trabzon, 2021; Temel, 2022), konaklama ve yiyecek-içecek (Karadeniz vd., 2022), otomotiv (Kablan ve Marşap, 2022), ulaştırma ve turizm (Alnıpak ve Kale,

2021; Güngör ve Çemberlitaş, 2022; Kılıç Karamahmutoğlu, 2022b; Özcan, 2021) ve imalat (Asker, 2022) sektörlerinde yer alan firmaların pandemiden negatif etkilendikleri bulgusu paylaşılırken, gıda-içecek (Kılınç ve Çalış, 2021), bilişim (Aktaş, 2022) ve sağlık (Uçakkuş ve Arslan Çilhoroz, 2022) sektörlerinde yer alan firmaların ise pandemi döneminde finansal performanslarını artırdıkları bulguları paylaşılmıştır.

Yukarıda ele alınan önceki çalışmaların bulgularından çıkarılacak en önemli ders, pandeminin farklı özelliklere ve farklı dinamiklere sahip olan firmaları farklı şekillerde etkilediğidir. Obrenovic vd. (2020)'ne göre COVID-19 pandemisi kaynaklı görülen ekonomik gerilemenin birçok firmayı olumsuz etkilemesine rağmen, bazı firmalar pandemi sırasında faaliyetlerine devam edebilmiş ve hatta daha iyi performans göstermişlerdir. Bu doğrultuda literatürdeki bazı çalışmalar, ESG ile ilgili faaliyet düzeyleri yüksek olan firmaların pandemi döneminde nasıl performans gösterdiklerini, daha açık ifade etmek gerekirse, ESG performansının COVID-19 pandemisi ile finansal performans arasındaki ilişki üzerindeki düzenleyici etkisini incelemişlerdir. Örneğin Broadstock vd. (2020), COVID-19'un hızla yayılmasının tetiklediği piyasa genelindeki finansal kriz sırasında Çin'deki firmaların ESG performanslarının firma dinamikleri üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırmacılar yüksek ESG performansının finansal kriz durumunda finansal riski azalttığını ve yüksek ESG performanslı firmalardan oluşan portföyün düşük ESG performanslı firmalardan oluşan portföyden daha yüksek getiri sağladığını göstermişlerdir. Hwang vd. (2021) Güney Kore'deki firmalar üzerinde yürüttükleri çalışmalarında COVID-19 pandemisinin firmaların kazançlarını azalttığını ancak ESG faaliyetleri ile ilgili performansı yüksek olan işletmelerin kazançlarının görece daha az azaldığını göstermişlerdir. Sun ve Li (2021) çalışmalarında, kurum kültürünün ve kurumsal sosyal sorumluluğun, pandeminin Çinli firmaların finansal performansları üzerindeki zararlı etkisini azalttığını raporlamışlardır. Yoo vd. (2021) ESG puanı yüksek olan firmaların pandemi sırasında daha yüksek hisse senedi getirisi sunduklarını ve hisse senedi fiyatlarının daha az oynak olduğunu göstermişlerdir. Benzer sonuca Avrupa'daki firmalar üzerinde yürüttükleri çalışmalarında Engelhardt vd. (2021) de ulaşmıştır. Murashima (2022) Japonya'daki firmalar üzerinde yürüttüğü çalışmasında pandemi döneminde, firmaların ESG derecesi ne kadar düşükse finansal performanslarının o kadar düşük olduğunu göstermişlerdir. Zahid vd. (2023) 2018-2020 yılları arasını kapsayan ve Pakistan bankacılık sektöründe yer alan firmalar üzerinde yürüttükleri araştırmada, ESG faktörünün COVID-19 döneminde bankacılık sektörünün finansal performansını olumlu yönde etkilediği bulgusunu paylaşmışlardır. Al Amosh ve Khatib (basımda) tarafından, G20 ülkelerinin yer aldığı örneklem üzerinde yürütülen çalışmada da ESG faaliyetlerinde bulunan şirketlerin pandemi sürecinden en az etkilenen şirketler olduğu bulgusu paylaşılmıştır. Son olarak, Habib ve Mourad (basımda) ABD firmalarından oluşan ve 2016–2020 yılları arasını kapsayan örnekleme, COVID öncesi ve COVID dönemi olarak ikiye ayırarak Mann – Whitney U fark testi gerçekleştirmiş ve iki dönem arasında ESG performansı açısından herhangi bir farklılığın olmadığı bulgusunu raporlamışlardır.

Literatürde Türkiye'deki firmaların ESG faaliyetlerinin finansal performansları üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğunu gösteren çalışmalar mevcuttur (bakınız, Ateş, 2021; Çimen, 2019; Düzer ve Önce, 2019; Gürünlü, 2019; Kulalı, 2022; Şişman ve Çankaya, 2021; Tanç, 2019; Yılmaz vd., 2020). Ancak az sayıdaki çalışma ESG'nin pandemi döneminde, firmaların finansal performansları üzerinde nasıl bir etki oluşturduğunu incelemiştir. Bu çalışmadan farklı metodolojiler kullanan ya da spesifik alt sektörler üzerinde yürütülen çalışmaların ilkinde, Bulut ve Gürbüz (2022) BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan bankaların pandemi sürecindeki finansal performanslarını endekste yer almayan bankalarınkiyle karşılaştırmışlardır. Araştırmacıların elde ettikleri bulgulara göre iki grubun pandemi öncesi ve pandemi sürecindeki finansal performansları arasında anlamlı farklılıklar vardır. Diğer bir çalışmada ise Keleş (2021) BIST Sürdürülebilirlik Endeksine dâhil olan ve olmayan BIST 30 firmalarının pandemi

dönemindeki anormal pay getirilerini incelediği çalışmada, BIST Sürdürülebilirlik Endeksine dâhil olan firmaların piyasa kayıplarının daha az olduğu bulgusuna ulaşmıştır.

Paydaş teorisi, paydaşların ihtiyaç ve beklenti düzeylerinin işletmeler tarafından en iyi şekilde karşılanması ve yönetilmesi anlamına gelmektedir (Becan, 2011). Teori, işletmelerin sadece kâr elde etmeye odaklanmak yerine, paydaşların ihtiyaçlarını karşılamak, topluma ve çevreye katkıda bulunmak gibi sosyal ve çevresel hedeflere de önem vermeleri gerektiğini vurgulamaktadır. Bu çerçevede, güçlü ESG performansına sahip işletmelerin, çalışanlar, müşteriler ve tedarikçiler dâhil olmak üzere toplumun bütünüyle sağlam ilişkiler kurabilme ve bu ilişkinin gücünden faydalanarak bir kriz sırasında faaliyetleri ve finansal performansları üzerindeki olumsuz etkileri en aza indirebilme ihtimalleri daha mümkün olabilmektedir (Al Amosh ve Khatib, basımda). Ayrıca literatürde, ESG faaliyetlerinin artmasıyla birlikte, yüksek ESG performansına sahip firmaların risklere daha dirençli oldukları ve hem normal hem de çalkantılı zamanlarda finansal olarak daha dayanıklı olduklarını destekleyen araştırmalar da mevcuttur (Yoo vd., 2021). Örneğin Lins vd. (2017) küresel finansal kriz döneminde, ESG'nin çevresel ve sosyal boyutlarıyla ölçülen, kurumsal sosyal sorumluluğun finansal performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Araştırmacıların elde ettikleri bulgulara göre, kurumsal sosyal sorumluluk düzeyleri yüksek olan ABD'li firmalar, 2008-09 küresel finansal krizi sırasında diğer firmalardan daha iyi finansal performansa sahip olmuşlardır. Albuquerque vd. (2019) ise çalışmalarında ESG'nin, tüm ekonomiyi ve finansal sistemi ilgilendiren sistematik risklerin firma üzerindeki etkisini azalttığı bulgusunu paylaşmışlardır. Bu bulgulardan hareketle genel finansal durumu etkileyen COVID-19 pandemisi döneminde, ESG faaliyetleri yüksek olan firmaların daha dirençli olabileceği çıkarımı yapılabilecektir.

Bu argümanlardan ve yukarıda sıralanan önceki çalışmaların bulgularından hareketle aşağıdaki araştırma hipotezi geliştirilmiştir.

H1: ESG seviyesi arttıkça COVID-19 pandemisinin finansal performans üzerindeki olumsuz etkisi azalmaktadır.

2. Metodoloji

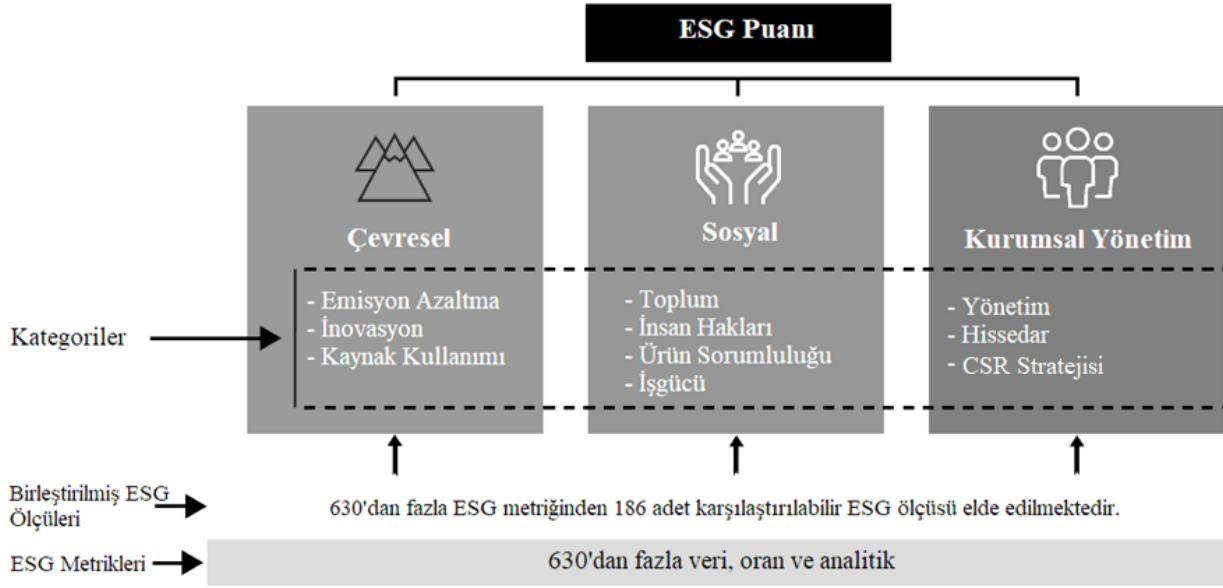
2.1. Örneklem

Çalışmadaki firma temel finansal verileri ve ESG verileri Refinitiv'den alınmıştır. Refinitiv, dünyanın en büyük finansal piyasa veri sağlayıcılarından biridir. Refinitiv tarafından ESG verileri toplanırken, 630'dan fazla ESG metriği kullanılmaktadır. Bu metrikler, toplamda 186 ESG ölçüsü içerir ve daha sonra 10 kategoriye ayrılırlar. Bu 10 kategori, çevresel, sosyal ve yönetim olmak üzere üç ESG sütununu oluşturmaktadır. ESG'nin bileşenleri, Şekil 1'de daha ayrıntılı olarak görülebilir (Refinitiv, 2022).

Türkiye'de halka açık olarak faaliyet gösteren ve ESG verilerine eksiksiz bir şekilde ulaşılabilen finans sektörü dışındaki firmalar araştırma örnekleme olarak seçilmiştir. Refinitiv'in ESG veri tabanının Türkiye'deki firmalar için 2008 yılından başlamasından dolayı, veri seti 2008'e kadar gitmektedir. Ayrıca araştırmanın yapıldığı tarih itibarıyla pek çok firma için 2021 yılı verisinin daha tamamlanmamış olmasından dolayı 2021 yılı örnekleme dâhil edilememiştir. ESG veri tabanının firma bazındaki kapsamı, yıllar itibarıyla arttığı için veri seti dengesiz panel veri formuna sahiptir.⁴ Bu sebeplerden dolayı araştırma örnekleme 2008-2020 yılları arasında toplam 55 firmadan ve 283 gözlemden oluşmaktadır.

⁴ Yıllar itibarıyla gözlem sayıları şu şekildedir: 2008=6, 2009=7, 2010=15, 2011=16, 2012=16, 2013=17, 2014=18, 2015=18, 2016=18, 2017=22, 2018=37, 2019=41, 2020=52. Veri seti dengeli panel veri seti formuna dönüştürüldüğünde de temel hipotez bulguları değişmemektedir. Bu analiz sonuçları raporlanmamıştır ancak istek hâlinde yazarda mevcuttur.

Şekil 1: Refinitiv'in ESG Puanlama Metodolojisi



2.2. Araştırma Modeli, Değişkenler ve Yöntem

COVID-19 pandemisi sırasında ESG faktörlerinin finansal performans için önemini inceleyebilmek amacıyla aşağıdaki araştırma modelleri geliştirilmiştir.

$$Fin_Per_{it} = \alpha + \beta_1 COVID_t + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 Kontrol_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Fin_Per_{it} = \alpha + \beta_1 COVID_t + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 COVID_t \times ESG_{it} + \beta_4 Kontrol_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Modeldeki Fin_Per_{it} , değişkeni, literatürdeki önceki çalışmaları takip ederek (bakınız Al Amosh ve Khatib, 2023; Grozdić vd., 2020; Hu ve Zhang, 2021; Jin vd., 2021), finansal performansın ölçülmesi için kullanılan aktif kârlılığı (AKTIF_K), özsermaye kârlılığı (OZKYNK_K) ve net kâr marjı (N_KAR_M) değişkenleridir. Ayrıca genel bir finansal performans ölçüsü elde edebilmek amacıyla temel bileşenler analizi yöntemi kullanılmış ve bu üç değişken tek bir finansal performans değişkeni içerisinde birleştirilmiştir (PERFORM).⁵ COVID-19'un firma dinamikleri üzerindeki etkilerinin incelendiği çalışmalarda, pandeminin etkilerinin yoğun bir şekilde görüldüğü 2020 yılı için 1, diğer yıllar için ise 0 değerinin verilmesi yaygın bir şekilde takip edilen bir metodolojidir (bakınız Atayah vd., 2021; Habib ve Mourad, 2023; Zahid vd., 2023). Bu çalışmada da benzer yöntem izlenerek, $COVID_t$ değişkeni 2020 yılı için 1, diğer yıllar için ise 0 değerini alan bir kukla değişken olarak belirlenmiştir. ESG_{it} , Refinitiv tarafından açıklanan ESG skorlarıdır. $COVID_t \times ESG_{it}$ pandemi dönemindeki ESG etkisini görebilmek amacıyla oluşturulan etkileşim terimidir. $Kontrol_{it}$ ise önceki çalışmalarda finansal performans üzerindeki etkileri kanıtlanmış (bakınız Grozdić vd., 2020; Hu ve Zhang, 2021; Jin vd., 2021; Likitwongkajon ve Vithessonthi, 2021) ve firma düzeyindeki özellikleri kontrol edebilmek amacıyla araştırma modellerine dâhil edilen değişkenlerdir. Bunlar büyüklük, kaldıraç, likidite, varlık yapısı, sermaye yatırımı ve araştırma geliştirme yatırımı değişkenleridir. Son olarak finansal performans üzerindeki zaman bazlı olarak dikkate alınamayan diğer faktörleri kontrol edebilmek amacıyla

⁵ Yatırımcıların sürü davranışı ve panik ortamının yayılması dolayısıyla belirsizliklere aşırı tepki verebilmelerinden ve hisse senedi fiyat performansının bu şartlarda firmanın finansal verimliliğini ve performansını doğru bir şekilde yansıtmayabileceğinden (bakınız, Sun ve Li, 2021) dolayı, çalışmada piyasa temelli performans ölçütleri kullanılmamıştır.

araştırma modellerine yıllara ilişkin kukla değişkenler de eklenmiştir. Değişkenlere ilişkin ayrıntılı tanımlamalara Tablo 1’de yer verilmiştir.

Tablo 1: Değişkenlerin Tanımları ve Açıklamaları

Değişkenler	Değişkenlerin Açıklamaları	Kaynak
AKTIF_K	Aktif Kârlılığı = Net Kâr / Toplam Varlıklar	Hu ve Zhang (2021), Grozdić vd., (2020)
OZKYNK_K	Özkaynak Kârlılığı = Net Kâr / Özkaynak	Al Amosh ve Khatib (2023)
N_KAR_M	Net Kâr Marjı = Net Kâr / Net Satışlar	Jin vd. (2022)
PERFORM	PERFORM, ilk temel bileşenler analizi kullanılarak elde edilen üç finansal performans göstergesinin (AKTIF_K, OZKYNK_K ve N_KAR_M) bileşik bir endeksidir. Daha yüksek değerler daha yüksek performansı gösterir.	Yazar tarafından hesaplanmıştır
COVID	2020 yılı için 1, diğerleri yıllar için 0 değerini alan COVID-19 kukla değişkeni	Atayah vd. (2021), Habib ve Mourad (basımda), Zahid vd. (2023)
ESG	Refinitiv veri tabanındaki çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim bileşenlerinden oluşan kurumsal ESG puanı	Al Amosh ve Khatib (basımda), Engelhardt vd. (2021)
BUYUKLUK	Büyüklik = Toplam varlıkların doğal logaritması	Hu ve Zhang (2021), Jin vd. (2022)
KALDIRAC	Kaldıraç = Toplam Borçlar / Toplam Varlıklar	Hu ve Zhang (2021), Jin vd. (2021)
LIKIDITE	Likidite = Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar	Jin vd. (2022)
VARLIK	Varlık Yapısı = Net Maddi Duran Varlıklar / Toplam Varlıklar	Hu ve Zhang (2021), Grozdić vd. (2020)
YATIRIM	Sermaye Yatırımı = Cari Dönem Duran Varlık Yatırımları / Toplam Varlıklar	Grozdić vd. (2020)
AR-GE	Ar-Ge Yatırım Oranı = Araştırma Geliştirme Giderleri / Toplam Varlıklar	Likitwongkajon ve Vithessonthi (2021)

Araştırma modellerinde kullanılan değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistik bilgileri Tablo 2’de yer almaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere firmaların ortalama aktif kârlılığı rakamları %7,5, özkaynak kârlılıkları %17,4 ve net kâr marjları ise %11,4’tür. Ayrıca ortalama olarak firmaların ESG puanları 100 üzerinden 47,7’dir. Bu puan en yüksek 92,55 ile en düşük 2,56 puanları arasında değer almaktadır.

Tablo 2: Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Gözlem	Ortalama	St. Sapma	Medyan	Minimum	Maksimum
AKTIF_K	283	0,075	0,064	0,066	-0,075	0,332
OZKYNK_K	283	0,174	0,219	0,172	-1,320	0,614
N_KAR_M	283	0,114	0,149	0,077	-0,326	0,663
PERFORM	283	0,010	1,164	-0,087	-4,553	4,840
ESG	283	47,69	20,53	50,21	2,567	92,55
BUYUKLUK	283	23,06	0,969	23,12	20,80	25,42
KALDIRAC	283	0,292	0,172	0,308	0,000	0,613
LIKIDITE	283	1,990	2,218	1,387	0,477	13,12
VARLIK	283	0,295	0,167	0,286	0,001	0,715
YATIRIM	283	0,059	0,046	0,046	0,000	0,228
AR-GE	283	0,002	0,006	0,000	-0,025	0,030

Tablo 3’de değişkenler arasındaki ikili korelasyon değerleri raporlanmıştır. Tablodaki sonuçlara göre COVID ve ESG değişkenleri ile performans göstergeleri arasında negatif bir korelasyonun elde edildiği görülmektedir. Beklentinin tersine ESG ve performans değişkenleri arasında negatif bir korelasyon olduğu görülmüştür. Ancak araştırmada ESG’de meydana gelen bir birimlik değişimin performansı ne kadar ve hangi yönde değiştireceğine bakılacağı için regresyon analizleri sonucunda elde edilecek bulgular önemli olacaktır.

Tablo 3: Korelasyon Matrisi

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
AKTIF_K	1	1,00											
OZKYNK_K	2	0,67***	1,00										
N_KAR_M	3	0,66***	0,32***	1,00									
PERFORM	4	0,91***	0,65***	0,84***	1,00								
COVID	5	-0,13**	-0,08	-0,09	-0,13**	1,00							
ESG	6	-0,29***	-0,13**	-0,33***	-0,33***	0,17***	1,00						
BUYUKLUK	7	-0,27***	-0,20***	-0,07	-0,22***	0,00	0,27***	1,00					
KALDIRAC	8	-0,49***	-0,21***	-0,47***	-0,49***	0,02	0,35***	0,17***	1,00				
LIKIDITE	9	0,54***	0,15***	0,67***	0,58***	-0,03	-0,31***	-0,18***	-0,42***	1,00			
VARLIK	10	-0,05	-0,05	-0,27***	-0,14**	-0,14**	-0,08	0,18***	0,21***	-0,18***	1,00		
YATIRIM	11	0,23***	0,22***	-0,00	0,17***	-0,19***	-0,11*	-0,13**	0,10*	-0,05	0,30***	1,00	
AR-GE	12	0,28***	0,20***	0,21***	0,27***	0,02	0,02	-0,13**	-0,06	0,28***	-0,11**	0,17***	1,00

Not: *** $p < 0,01$ 'i, ** $p < 0,05$ 'i ve * $p < 0,1$ 'i anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir.

Analizlere geçmeden önce hangi panel veri analiz yönteminin veri setine en uygun olduğuna karar verebilmek için panel veri analizi tahmin modeli belirleme testleri yapılmıştır. Tablo 4’de de görüldüğü üzere sırasıyla F (Chow) Testi, Breusch-Pagan LM Testi ve Hausman Testi gerçekleştirilmiştir (Tatoğlu, 2021). Elde edilen bulgulara göre veri setine en uygun olan tahmin yöntemi sabit etkiler yöntemidir.

Tablo 4: Panel Veri Analizi Tahmin Modeli Belirleme Test Sonuçları

Test	F-Değeri	P> z	χ^2	P> z	χ^2	P> z	Karar
F (Chow) Testi	3,35	0,000					Sabit Etkiler
Breusch-Pagan LM Testi			20,75	0,000			Rastsal Etkiler
Hausman Testi					31,21	0,012	Sabit Etkiler

Tahmin yöntemine karar verdikten sonra analiz modelinin (2), panel veri regresyon analizi varsayımlarından otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesitsel bağımlılık problemlerinin olmaması gerekliliğini taşıyıp taşımadığını değerlendirebilmek için varsayımdan sapma testleri yapılmıştır. Bu problemlerden birinin varlığında elde edilen bulgular sapmalı ve etkin olmayan bulgular olacaktır. Bu yüzden bu problemlerin giderildiği dirençli standart hatalar yöntemlerinin kullanılması önemlidir. Tablo 5’te raporlandığı üzere, sabit etkiler yönteminde otokorelasyon probleminin varlığını test etmek için Wooldridge Panel Veri Otokorelasyon testi, değişen varyans probleminin varlığını test etmek için Değiştirilmiş Wald Testi ve son olarak yatay kesitsel bağımlılık probleminin varlığını test etmek için Pesaran Yatay Kesitsel Bağımlılık Testi yapılmıştır. Analiz modelinde her üç problemin de varlığı görülmüştür. Bu yüzden her üç problemin varlığında da etkin sonuçların elde edilmesini sağlayan (bakınız, Hoechle, 2007) Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar sabit etkiler panel veri tahmin yöntemi kullanılmıştır.

Tablo 5: Sabit Etkiler Panel Veri Tahmin Modelinin Varsayım Sapma Test Sonuçları

Test	F-Değeri	P> z	χ^2	P> z	CD Değeri	P> z	Karar
Wooldridge Panel Veri Otokorelasyon	25,496	0,000					Otokorelasyon Var
Değişen Varyans için Değiştirilmiş Wald Testi			2348,9	0,000			Değişen Varyans Var
Pesaran Yatay Kesitsel Bağımlılık Testi					-2,001	0,045	Yatay Kesitsel Bağımlılık Var

3. Ampirik Sonuçlar

Tablo 6, COVID-19 ve ESG’nin finansal performans üzerindeki etkisine ilişkin analiz sonuçlarını raporlamaktadır. Tablonun sütunlarında bağımlı değişken olarak hangi performans ölçütünün kullanıldığı gösterilmiştir. Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar sabit etkiler panel veri tahmin yöntemine göre gerçekleştirilen analizler sonucunda COVID-19 pandemisinin dört finansal performans değişkenini de negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde etkilediği görülmektedir. Bu bulgu literatür bölümünde tartışılan yerli ve yabancı literatürdeki önceki çalışmaların bulgularıyla tutarlıdır. Sonuç olarak COVID-19 pandemisi, Türkiye’de halka açık olarak faaliyet gösteren finans sektörü dışındaki firmaların finansal performanslarını olumsuz

etkilemiştir. ESG değişkeni ile ilgili elde edilen bulgular değerlendirilerek olursa, ESG değişkeninin katsayısının pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı elde edildiği görülmüştür. Bu bulguya göre, Türkiye’de halka açık olarak faaliyet gösteren finans sektörü dışındaki firmalar ESG faaliyetlerini artırdıkça finansal performansları da artmaktadır. Bu bulgular da önceki çalışmaların bulgularıyla tutarlıdır (bakınız, Aras ve Crowther, 2008; Ateş, 2021; Chouaibi vd., 2022; Çimen, 2019; Düzer ve Önce, 2019; Gürünlü, 2019; Velte, 2017).

Tablo 6: COVID-19 ve ESG Değişkenlerinin Performans Üzerindeki Etkisi

DEĞİŞKENLER	<u>AKTIF_K</u>	<u>OZKYNK_K</u>	<u>N_KAR_M</u>	<u>PERFORM</u>
	(1)	(2)	(3)	(4)
COVID	-0,064** (-2,41)	-0,148** (-2,34)	-0,206*** (-3,56)	-1,434** (-3,03)
ESG	0,001*** (4,52)	0,003*** (6,56)	0,003*** (3,85)	0,020*** (4,16)
BUYUKLUK	0,007 (0,77)	0,005 (0,29)	0,058*** (3,25)	0,213 (1,46)
KALDIRAC	-0,138*** (-4,60)	-0,107 (-1,25)	-0,168** (-2,61)	-1,704*** (-3,09)
LIKIDITE	0,000 (0,05)	-0,006 (-0,63)	0,010 (1,21)	0,006 (0,06)
VARLIK	-0,004 (-0,04)	-0,192 (-0,74)	-0,091 (-0,63)	-0,238 (-0,15)
YATIRIM	0,031 (0,36)	-0,023 (-0,13)	0,129 (0,74)	0,791 (0,57)
AR-GE	-0,191 (-0,28)	1,563 (1,31)	-0,362 (-0,71)	-2,101 (-0,22)
Sabit Terim	-0,055 (-0,30)	0,121 (0,36)	-1,195*** (-3,25)	-4,538 (-1,59)
Yıl Etkileri	Dâhil	Dâhil	Dâhil	Dâhil
Gözlem S.	283	283	283	283
Firma S.	55	55	55	55
Düzeltilmiş R ²	0,654	0,756	0,802	0,706
F – değeri	2024***	1536***	1182***	1717***

Not: *** $p < 0,01$ 'i, ** $p < 0,05$ 'i ve * $p < 0,1$ 'i anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir ve t istatistikleri parantez içerisinde gösterilmiştir.

Tablo 7 ise bu çalışmanın temel araştırma sorusu ile ilgili analiz sonuçlarını raporlamaktadır. Tabloda COVID-19 döneminde ESG faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkilerinin nasıl olduğu incelenmiştir. Bunun için COVID ve ESG değişkenleri çarpılarak etkileşim terimi elde edilmiştir ($COVID \times ESG$). Tablonun sütunlarında sırasıyla finansal performans değişkenleri ile ilgili analiz bulguları raporlanmıştır. Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar sabit etkiler panel veri tahmin yöntemine göre gerçekleştirilen analizler sonucunda, $COVID \times ESG$ değişkeninin katsayısı pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı elde edilmiştir. Özellikle temel finansal performans

göstergelerinden biri olan AKTIF_K ile ilgili bulgular daha derinlemesine incelenecek olursa, tablonun ilk sütununda etkileşim teriminin katsayısının 0,0004 olarak elde edildiği görülmektedir. Bu sonuç ESG değişkeninin, minimum değeri olan 2,567'den (Tablo 2), maksimum değeri olan 92,55'e (Tablo 2) hareket ettikçe, COVID-19 pandemisinin AKTIF_K üzerindeki negatif etkisinin -0,089 $(-0,090+2,567 \times 0,0004)$ 'dan -0,053 $(-0,090+92,55 \times 0,0004)$ 'e⁵ düştüğünü göstermektedir.⁶

Tablo 7: COVID-19 Döneminde ESG'nin Performans Üzerindeki Etkisi

DEĞİŞKENLER	<u>AKTIF_K</u>	<u>OZKYNK_K</u>	<u>N_KAR_M</u>	<u>PERFORM</u>
	(1)	(2)	(3)	(4)
COVID	-0,090*** (-3,27)	-0,208*** (-3,33)	-0,280*** (-5,35)	-1,822*** (-4,08)
ESG	0,001*** (4,37)	0,002*** (7,59)	0,002*** (4,24)	0,019*** (4,62)
COVID × ESG	0,0004*** (5,26)	0,0009*** (7,82)	0,0012*** (5,28)	0,0063*** (5,86)
BUYUKLUK	0,008 (0,87)	0,007 (0,39)	0,060*** (3,46)	0,223 (1,59)
KALDIRAC	-0,136*** (-4,87)	-0,102 (-1,30)	-0,162** (-2,63)	-1,675*** (-3,20)
LIKIDITE	-0,000 (-0,11)	-0,008 (-0,95)	0,008 (1,22)	-0,005 (-0,06)
VARLIK	-0,010 (-0,11)	-0,206 (-0,84)	-0,109 (-0,77)	-0,329 (-0,21)
YATIRIM	0,025 (0,32)	-0,039 (-0,25)	0,110 (0,74)	0,687 (0,56)
AR-GE	-0,187 (-0,29)	1,571 (1,41)	-0,352 (-0,72)	-2,048 (-0,23)
Sabit Terim	-0,064 (-0,35)	0,100 (0,30)	-1,221*** (-3,42)	-4,675* (-1,68)
Yıl Etkileri	Dâhil	Dâhil	Dâhil	Dâhil
Gözlem S.	283	283	283	283
Firma S.	55	55	55	55
Düzeltilmiş R ²	0,655	0,756	0,805	0,706
F – değeri	10208***	580,2***	36063***	4405***

Not: *** $p < 0,01$ 'i, ** $p < 0,05$ 'i ve * $p < 0,1$ 'i anlamlılık düzeylerini ifade etmektedir ve t istatistikleri parantez içerisinde gösterilmiştir.

⁵ Bu değerlere, COVID (-0,090) katsayısının, Tablo 2'deki ESG'nin, sırasıyla, minimum (2,567) veya maksimum (92,55) değerlerinin etkileşim katsayısı ile (0,0004) çarpımından elde edilen değere eklenmesiyle ulaşılmıştır.

⁶ Diğer finansal performans göstergeleriyle ilgili elde edilen bulgular ise şunlardır. ESG değeri arttıkça Covid-19'un ROE üzerindeki etkisi -0.206'dan -0.125'e; PM üzerindeki etkisi -0.277'den -0.169'a ve PERFORM üzerindeki etkisi ise -1.806'dan -1.239'a düşmüştür.

Sonuç olarak elde edilen bulgulara göre ESG faaliyetleri yüksek olan firmalar COVID-19 pandemisinin olumsuz etkisinden, ESG faaliyetleri düşük olan firmalara göre daha az etkilenmişlerdir. Bu bulgu, “*ESG seviyesi arttıkça COVID-19 pandemisinin finansal performans üzerindeki olumsuz etkisi azalmaktadır*” şeklinde geliştirilen araştırma hipotezinin desteklenmesini sağlamaktadır.⁷ Bu bulgu kurumsal sürdürülebilirlik, ESG, kurumsal sosyal sorumluluk ve kurumsal yönetim ile ilgili faaliyet düzeyleri yüksek olan firmaların pandemi döneminde nasıl performans gösterdikleri üzerinde yürütülen literatürdeki önceki çalışmaların bulgularıyla örtüşmektedir (bakınız Al Amosh ve Khatib, basımda; Broadstock vd., 2020; Bulut ve Gürbüz, 2022; Engelhardt vd., 2021; Hwang vd., 2021; Keleş, 2021; Murashima, 2022; Sun ve Li, 2021; Yoo vd., 2021; Zahid vd., 2023).

4. Sonuç

Dünya Sağlık Örgütü tarafından küresel çapta yayılan bir salgın olarak tanımlanan ve pandemi ilan edilen COVID-19 pandemisi insan yaşamını pek çok yönden olumsuz etkilemiştir. Hastalığın yayılmasını engellemek amacıyla uygulanan önlemler ise ekonomik ve finansal dinamikleri derinden etkilemiştir. Örneğin 2020 yılında dünya gayri safi yurtiçi hasılası Amerikan Doları cinsinden %3,3 daralmıştır. Literatürdeki pek çok çalışma, pandeminin firmaların finansal performanslarını olumsuz yönde etkilediğine dair çok çeşitli bulgular paylaşmışlardır. Diğer taraftan, Ahmad vd. (2021), Díaz vd. (2021) ve Xiong vd. (2020) gibi bazı çalışmaların ise hangi özellikteki firmaların pandeminin olumsuz etkilerine daha dirençli olabildiğini inceledikleri görülmektedir.

Bu çalışmada, son yıllarda yöneticiler, yatırımcılar, politika geliştiricileri ve sivil toplum kuruluşları gibi her kesimden karar vericinin üzerinde yoğunlaştığı ve küresel ısınmanın, çevre kirliliklerinin ve temel insan haklarına uygun olmayan çalışma ortamlarının önüne geçilebilmesi için yapılması gerekenleri odak noktasına alan ESG uygulamalarının, pandemi döneminde firmaların finansal performansları üzerinde nasıl bir etki oluşturduğunun araştırılması amaçlanmıştır. Böylelikle ESG faaliyet düzeyi yüksek olan firmaların, COVID-19 pandemisi döneminde diğerlerine göre finansal olarak nasıl performans gösterdikleri ortaya koyulmuş olacaktır.

Türkiye’de halka açık olarak faaliyet gösteren ve ESG verilerine eksiksiz bir şekilde ulaşılabilen finans sektörü dışındaki toplam 55 firma üzerinde Driscoll-Kraay dirençli standart hatalar sabit etkiler panel veri tahmin yöntemine göre gerçekleştirilen analizler sonucunda, ESG faaliyetleri yüksek olan firmaların COVID-19 pandemisinin olumsuz etkisinden, ESG faaliyetleri düşük olan firmalara göre finansal olarak daha az etkilendikleri bulgusuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla ESG faaliyetlerine yönelik çabalar COVID-19 pandemisinin firmaların finansal performansları üzerindeki olumsuz etkisini azaltmıştır.

Literatürdeki önceki çalışmaların sonuçlarıyla da tutarlı olan temel araştırma bulgusu paydaş teorisi ile ilişkilendirilebilecektir. İşletmelerin sadece para kazanmak için değil, toplumun ve çevrenin refahını artırmak için de çalışması gerektiğini öne süren bu teoriye göre, işletmelerin müşterileri, çalışanları, tedarikçileri, yatırımcıları, devletler, sivil toplum kuruluşları gibi farklı gruplarla olan ilişkileri çok önemlidir. ESG performansı yüksek olan işletmelerin, bu paydaşlarla uyumlu ve güvenilir bir şekilde çalışarak krizlere karşı daha dirençli oldukları ileri sürülebilecektir (Al Amosh ve Khatib, basımda). Ayrıca ESG faaliyetlerine yönelik daha az yatırım yapan

⁷ Analizlerdeki eşzamanlılık yanlılığı (*simultaneity bias*) endişelerini giderebilmek için bağımsız değişkenlerin bir dönem gecikmeleri alınarak analizler tekrarlanmıştır. Ayrıca analiz modellerinin dinamik bir yapıya sahip olabileceği ve içsellik problemlerinin de bulunabileceği göz önünde bulundurularak genelleştirilmiş momentler dinamik panel veri tahmin yöntemi ile analizler tekrarlanmıştır. Her iki yöntemde de çalışmanın temel bulgularının değişmediği görülmüştür. Bu analiz sonuçları raporlanmamıştır ancak istek hâlinde yazarda mevcuttur.

firmaların dış şoklara karşı daha savunmasız oldukları da ileri sürülebilecektir. Örneğin Lins vd. (2017) ve Albuquerque vd. (2019) ESG'nin, tüm ekonomiyi ve finansal sistemi ilgilendiren sistematik risklerin firma üzerindeki olumsuz etkisini azalttığını göstermişlerdir. Belirsizlikler kreditorlerin ve hissedarların daha fazla riskten kaçınmalarına neden olmaktadır. Yüksek düzeydeki ESG faaliyetlerinin, firmaları piyasa belirsizliklerine daha dirençli hâle getirmesinden (Engelhardt vd., 2021), finansal kriz dönemlerinde finansal riski düşürmesinden (Lins vd., 2017) ve kriz dönemlerindeki finansal kısıtlılığın önüne geçilmesini sağlamasından (Zhang vd., 2023) dolayı, ESG faaliyetlerine yönelik çabalar finansal belirsizliklerin performans üzerindeki olumsuz etkisini azaltmaktadır.

Araştırma bulgularına göre; (1) beklenmedik dış şoklara karşı firmaları daha dirençli hâle getirebilmek amacıyla, yöneticilerin COVID-19 sonrası dönemde ESG ile ilgili faaliyetlere daha fazla önem vermeleri, (2) düzenleyici kurumların ve politika yapımcıların ESG uygulamalarının benimsenmesini ve firmaların sürdürülebilirlik ile ilgili bilgileri daha fazla açıklayabilmelerini teşvik etmeleri ve (3) yatırımcıların firmaların sürdürülebilirlik performanslarını dikkate alarak yatırımlarını yönlendirmeleri tavsiye edilebilir. Son olarak, bulgular doğrultusunda yapılan çıkarımların yanı sıra, çalışmanın sahip olduğu ve gelecekteki çalışmalarda ele alınabilecek bazı kısıtlardan bahsetmek gerekmektedir. İlk olarak, bu çalışma COVID-19 ile ilgili sadece 2020 yılını dikkate alabilmiştir. Sonraki çalışmalarda COVID-19'un etkilerinin görülmeye devam ettiği 2021 dönemi de analizlere eklenerek örneklem genişletilebilir. Ayrıca 2022 yılına ait ESG verilerinin de mevcut olması hâlinde pandemi öncesi, pandemi sırası ve pandemi sonrası şeklinde alt örneklemeler üzerinden analizler gerçekleştirilerek dönemler arası bir karşılaştırma yapılabilir. Son olarak, pandeminin her sektördeki firmayı benzer şekilde etkilememesinden dolayı, analizlerin sektörel bazda karşılaştırmalı bir şekilde yapılması, COVID-19'un etkilerinin ve ESG'nin rolünün daha net anlaşılabilmesi için önemli katkılar sağlayacaktır.

Kaynakça

- Ahmad, W., Kutan, A. M., Chahal, R. J. K. ve Kattumuri, R. (2021). COVID-19 Pandemic and firm-level dynamics in the USA, UK, Europe, and Japan. *International Review of Financial Analysis*, 78, 101888.
- Aktaş, Ö. (2022). BİST'de işlem gören bilişim sektörü şirketlerinin pandemi öncesi ve pandemi dönemi finansal performanslarının Promethee yöntemi ile ölçülmesi. *İşletme*, 3(2), 15-31.
- Al Amosh, H. ve Khatib, S. F. (basımda). COVID-19 impact, financial and ESG performance: Evidence from G 20 countries. *Business Strategy & Development*. Erişim adresi: <https://doi.org/10.1002/bsd2.240>.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y. ve Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451-4469.
- Alnıpak, S. ve Kale, S. (2021). COVID-19 sürecinin ulaştırma sektörü finansal performansına etkileri. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 6(IERFM Özel Sayısı), 139-156.
- Aras, G. ve Crowther, D. (2008). Evaluating sustainability: a need for standards. *Issues in Social and Environmental Accounting*, 2(1), 19-35.
- Asker, V. (2022). Kovid-19 salgını öncesi ve kovid-19 salgını döneminde imalat sektöründe finansal performansın incelenmesi. *Alanya Akademik Bakış*, 6(2), 2261-2274.
- Atayah, O. F., Dhiaf, M. M., Najaf, K., ve Frederico, G. F. (2022). Impact of COVID-19 on financial performance of logistics firms: evidence from G-20 countries. *Journal of Global Operations and Strategic Sourcing*, 15(2), 172-196.

- Ateş, S. (2021). Kurumsal sosyal performansa piyasa tepkisi: BIST örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (90), 149-164
- Becan, C. (2011). Kurumsal sosyal sorumluluk kavramının paydaş teorisi ve iletişim yaklaşımı açısından değerlendirilmesi: Bankaların basın bültenlerine yönelik bir içerik analizi. *Selçuk İletişim*, 7(1), 16-35.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. ve Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716.
- Bulut, Ö. M. ve Gürbüz, A. O. (2022). Kurumsal yönetim endeksinde yer alan ve yer almayan bankaların Kovid 19 salgın sürecindeki performansı. *Öneri Dergisi*, 17(58), 721-736.
- Chouaibi, S., Chouaibi, J. ve Rossi, M. (2022). ESG and corporate financial performance: the mediating role of green innovation: UK common law versus Germany civil law. *EuroMed Journal of Business*, 17(1), 46-71.
- Clampit, J., Hasija, D., Dugan, M. ve Gamble, J. (2021). The effect of risk, R&D intensity, liquidity, and inventory on firm performance during COVID-19: Evidence from US manufacturing industry. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(10), 499.
- Çimen, A. (2019). The impact of sustainability index on firm performance: An event study. *International Journal of Contemporary Economics and Administrative Sciences*, 9(1), 170-183.
- Díaz, V., Ibrushi, D. ve Zhao, J. (2021). Reconsidering systematic factors during the COVID-19 pandemic—The rising importance of ESG. *Finance Research Letters*, 38, 101870.
- Düzer, M. ve Önce, S. (2018). Sürdürülebilirlik performans göstergelerine ilişkin açıklamaların finansal performans üzerine etkisi: BİST’te bir uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 11(1): 93-117.
- Engelhardt, N., Ekkenga, J. ve Posch, P. (2021). ESG ratings and stock performance during the COVID-19 crisis. *Sustainability*, 13(13), 7133.
- Grozdić, V., Marić, B., Radišić, M., Šebestová, J., ve Lis, M. (2020). Capital investments and manufacturing firms’ performance: Panel-data analysis. *Sustainability*, 12(4), 1689.
- Güngör, H. Y. ve Çemberlitaş, İ. (2022). Ekonomik, siyasi faktörler ve COVID-19’un turizm firmalarının finansal performanslarına etkisi. *Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (29), 122-143.
- Gürünlü, M. (2019). Sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişki: BİST şirketleri üzerine bir araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (84), 177-190.
- Habib, A. M., ve Mourad, N. (basımda). The influence of environmental, social, and governance (esg) practices on US firms’ performance: evidence from the coronavirus crisis. *Journal of the Knowledge Economy*. Erişim adresi: <https://doi.org/10.1007/s13132-023-01278-w>.
- Hoechle, D., (2007), “Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence”, *Stata Journal*, 7 (3), 281.
- Hu, S. ve Zhang, Y. (2021). COVID-19 pandemic and firm performance: Cross-country evidence. *International Review of Economics & Finance*, 74, 365-372.
- Hwang, J., Kim, H. ve Jung, D. (2021). The Effect of ESG Activities on Financial Performance during the COVID-19 Pandemic—Evidence from Korea. *Sustainability*, 13(20), 11362.

- Jin, G., Xu, J., Liu, F., Haris, M. ve Weqar, F. (2022). Does R&D investment moderate the relationship between the COVID-19 pandemic and firm performance in China's high-tech industries? Based on DuPont components. *Technology Analysis & Strategic Management*, 34(12), 1464-1478.
- Kablan, A. & Marşap, B. (2022). BIST otomotiv sektöründe listelenen şirketlerin finansal performanslarının endüstri 4.0 ve COVID 19 kapsamında Copras yöntemi ile analizi. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 22(67), 41-56.
- Karadeniz, E., İskenderoğlu, Ö. ve Helvacı, İ. (2022). COVID-19 salgınının konaklama ve yiyecek-içecek işletmelerinin finansal performansına etkisinin ölçek temelinde analizi. *Seyahat ve Otel İşletmeciliği Dergisi*, 19(2), 162-177.
- Keleş, E. (2021). COVID-19 krizinde sürdürülebilirlik performansı ve anormal pay getirisi. *TIDE Academia Research*, 3(1), 83-102.
- Kılıç Karamahmutoğlu, M. (2022a). COVID-19'un sektörlerin finansal performansına etkisinin oran analizi yöntemi ile incelenmesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (95), 35-56.
- Kılıç Karamahmutoğlu, M. (2022b). COVID-19'un ulaştırma ve turizm işletmelerinin finansal performansına etkisi: Borsa İstanbul (BİST)'da bir uygulama. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 21(65), 65-88.
- Kılınç, F. ve Çalış, Y. E. (2021). COVID-19 pandemisinin gıda sektörü üzerinde etkisi ve finansal performans ile ilişki. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 6(3), 499-508.
- Kulalı, G. (2022). Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) performansının piyasa değeri üzerindeki etkisi: Firma büyüklüğünün rolü. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 17(3): 787-809.
- Kurt, G. ve Kablan, A. (2022). COVID-19'un, BIST ulaştırma endeksinde faaliyet gösteren havayolu işletmelerinin finansal performansı üzerindeki etkilerinin, çok kriterli karar verme yöntemleri ile analizi. *İşletme Akademisi Dergisi*, 3(1), 16-33.
- Li, S., Li, T., Yang, J. ve Zhao, S. (2021). Tobin's q and corporate investment with a pandemic shock. *Economics Letters*, 209, 110141.
- Likitwongkajon, N., ve Vithessonthi, C. (2021). The short-and long-run effects of foreign investments on firm performance: Evidence from Asia Pacific. *International Review of Economics & Finance*, 75, 366-385.
- Lins, K. V., Servaes, H. ve Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *the Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824.
- Mohammad, W. M. W. ve Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015.
- Murashima, M. (2022). Impact of COVID-19 on ESG risk, stock returns, and firm performance: Evidence from Japanese firms. Research Square. Erişim adresi: <https://doi.org/10.21203/rs.3.rs-1183641/v1>.
- Obrenovic, B., Du, J., Godinic, D., Tsoy, D., Khan, M. A. S. ve Jakhongirov, I. (2020). Sustaining enterprise operations and productivity during the COVID-19 pandemic: "Enterprise Effectiveness and Sustainability Model". *Sustainability*, 12(15), 5981.

- Özata Canlı, S. N. ve Özdemir, M. (2021). COVID-19 pandemisinin finansal etkilerinin belirlenmesi: Türkiye havayolu sektörü üzerine bir uygulama. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi Dergisi*, 56(2), 657-681.
- Özcan, M. (2021). COVID 19 pandemisinin turizm ve ulaştırma işletmelerinin finansal performansına etkisi. *OPUS Uluslararası Toplum Araştırmaları Dergisi*, 17(Pandemi Özel Sayısı), 3542-3567.
- Saban, M. ve Trabzon, O. (2021). COVID-19 pandemisinin havacılık sektöründeki şirket performansları üzerindeki etkileri: Türk havayolları örneği. *International Review of Economics and Management*, 9(1), 64-79.
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z. ve Chen, Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213-2230.
- Sun, Y. ve Li, Y. (2021). COVID-19 Outbreak and financial performance of Chinese listed firms: Evidence from corporate culture and corporate social responsibility. *Frontiers in Public Health*, 9, 710743.
- 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.
- Tanç, Ş. G. (2019). Kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin firma değeri üzerine etkisi: Bist 100 örneği. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(3): 2076-2083.
- Tatoğlu, F. Y. (2021). *Panel Veri Ekonometrisi: Stata Uygulamalı*. İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım A.Ş.
- Tawiah, B. ve O'Connor Keefe, M. (2022). Cash holdings and corporate investment: evidence from COVID-19. *Review of Corporate Finance*, Erişim Adresi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3712767>.
- Temel, E. (basımda). COVID-19 salgınının havayolu yolcu taşıma işletmelerinin finansal performanslarına etkisinin oran analizi yöntemiyle incelenmesi: Borsa İstanbul örneği. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 24(COVID-19 Özel Sayısı), 53-78.
- Uçakkuş, P. ve Arslan Çilhoroz, İ. (2022). COVID-19 pandemisi sırasında hastanelerin finansal performansı. *Uluslararası Sağlık Yönetimi ve Stratejileri Araştırma Dergisi*, 8(2), 257-271.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169-178.
- Xiong, H., Wu, Z., Hou, F. ve Zhang, J. (2020). Which firm-specific characteristics affect the market reaction of Chinese listed companies to the COVID-19 pandemic?. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2231-2242.
- Yılmaz, M. K. Aksoy, M. ve Tatoglu, E. (2020). Does the stock market value inclusion in a sustainability index? Evidence from Borsa İstanbul. *Sustainability*, 12(2): 483-505.
- Yoo, S., Keeley, A. R. ve Managi, S. (2021). Does sustainability activities performance matter during financial crises? Investigating the case of COVID-19. *Energy Policy*, 155, 112330.
- Zahid, M., Naqvi, S. U. U. B., Jan, A., Rahman, H. U. ve Wali, S. (2023). The nexus of environmental, social, and governance practices with the financial performance of banks: A comparative analysis for the pre and COVID-19 periods. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2183654.

COVID-19 Pandemisinin BIST'te İşlem Gören Firmaların Finansal Performansları Üzerindeki Etkisi: Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim Faktörlerinin Düzenleyici Rolü

Zhang, D., Wang, C. ve Dong, Y. (2023). How does firm ESG performance impact financial constraints? an experimental exploration of the COVID-19 Pandemic. *The European Journal of Development Research*. 35(1), 219-239