

KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK VE FİRMA PERFORMANSI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Corporate Sustainability and Firm Performance: The Case of Türkiye

Meral GÜNDÜZ* & Murat GÜNDÜZ**

Öz

Bu çalışma, Türkiye’de Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi’nde yer alan şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetim performansları ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişkiyi analiz etmeyi amaçlamaktadır. ESG performansı; çevresel, sosyal ve yönetim skorları aracılığıyla; finansal performans ise aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, fiyat/kazanç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı ile temsil edilmiştir. Çalışmada, 2019-2023 yıllarına ait 48 şirketin verileri kullanılarak panel regresyon analizi uygulanmıştır. Araştırma sonuçları, çevresel yatırımların şirket karlılığını olumlu yönde etkilediğini ortaya koyarken, sosyal sorumluluk projelerinin kısa vadede maliyet baskısı yarattığını göstermektedir. Yönetişim uygulamalarının ise yatırımcı değerlendirme ölçütleri üzerinde beklenenin aksine olumsuz etkisi olduğu görülmüştür. Çalışma, kârlı şirketlerin ESG yatırımlarına daha fazla kaynak ayırabildiğini, ancak bu yatırımların finansal performansa anında yansımadığını belirlemiştir. Büyük ölçekli firmaların hem sürdürülebilirlik uygulamalarında hem de finansal sonuçlarda daha başarılı oldukları tespit edilmiştir. Çalışma, gelişmekte olan piyasa koşullarında ESG performansının finansal çıktılar üzerindeki etkisine dair özgün ampirik kanıtlar sunmakta ve sürdürülebilirlik odaklı kurumsal stratejilerin finansal performansla entegrasyonu konusunda literatüre katkı sağlamaktadır.

Abstract

This study aims to analyze the relationship between environmental, social, and governance (ESG) performance and financial performance indicators of companies listed in the Borsa İstanbul (BIST) Sustainability Index in Turkey. ESG performance is represented through environmental, social, and governance scores, while financial performance is measured by return on assets, return on equity, price-to-earnings ratio, and market-to-book ratio. The study employs panel regression analysis using data from 48 companies covering the period from 2019 to 2023. The results reveal that environmental investments positively impact company profitability, whereas social responsibility projects create short-term cost pressures. Governance practices, contrary to expectations, show a negative effect on investor valuation metrics. The study also finds that profitable companies allocate more resources to ESG investments, though these investments do not immediately translate into financial performance. Larger firms are observed to be more successful both in implementing sustainability practices and in achieving stronger financial outcomes. This study provides unique empirical evidence on the impact of ESG performance on financial outcomes under emerging market conditions and contributes to the literature on the integration of sustainability-oriented corporate strategies with financial performance.

Anahtar Kelimeler:

Sürdürülebilirlik,
ESG Skorları,
Finansal Performans,
Panel Regresyon.

JEL Kodları:

Q56, M14, C23.

Keywords:

Sustainability,
ESG Scores,
Financial Performance,
Panel Regression.

JEL Codes:

Q56, M14, C23.

* Doç. Dr., Uşak Üniversitesi Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Muhasebe ve Finans Yönetimi Bölümü, Türkiye, meral.gunduz@usak.edu.tr (Sorumlu Yazar)

** Doç. Dr., Uşak Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Türkiye, murat.gunduz@usak.edu.tr

Makale Geliş Tarihi (Received Date): 15.02.2025 Makale Kabul Tarihi (Accepted Date): 26.09.2025

Bu eser Creative Commons Atıf 4.0 Uluslararası Lisansı ile lisanslanmıştır.



1. Giriş

Küresel iş dünyasında şirketler, sürdürülebilir finansal performans sergilemek ve rekabet avantajı elde etmek için giderek daha fazla çaba göstermektedir. Finansal performans, bir şirketin genel başarısının temel göstergelerinden biri olarak kabul edilmekte ve yatırımcılar tarafından yakından izlenmektedir (Thayaraj ve Karunarathne, 2021: 51). Geleneksel olarak finansal veriler ön planda olsa da günümüzde finansal ve finansal olmayan bilgi açıklamaları arasındaki ilişki, akademik çalışmaların merkezi bir konusu hâline gelmiştir (Karyağdı ve Şit, 2023: 279).

Artan çevresel ve sosyal sorunlara paralel olarak, sürdürülebilir yatırımlara yönelen fonlar hızla büyümekte ve paydaşların bilgi talepleri doğrultusunda işletmeler, Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (ESG) performanslarını raporlamakta; bağımsız derecelendirme kuruluşları ise bu faaliyetleri puanlamaktadır (Ertan, 2025: 113). Özellikle güven unsurunun hayati önem taşıdığı sektörlerde, ESG skorları hem finansal olmayan performansın ölçülmesinde hem de finansal performans üzerindeki etkilerinin araştırılmasında kritik bir araç hâline gelmiştir (İbrahimov ve Akçalı, 2025: 1795). Finansal performans, yatırımcıların getiri beklentilerini karşılamamanın yanı sıra, çalışan refahını artırma ve yenilikçi ürünler sunma gibi çok boyutlu faydalar sağlamaktadır (Thayaraj ve Karunarathne, 2021: 51). Bununla birlikte, şirket faaliyetleri çevresel ve sosyal etkileşimleri aracılığıyla paydaşlar üzerinde dikkate değer etkiler yaratmaktadır (Fuadah vd., 2019: 53).

ESG performansı ile finansal performans arasındaki bağlantı, sürdürülebilir finans ve sorumlu yatırımın artan önemi nedeniyle yeniden araştırılması gereken bir konu olarak öne çıkmaktadır. Literatürde bu ilişkinin yönü konusunda çelişkili bulgular mevcuttur (Bruna vd., 2022: 1; Lassala vd., 2017: 1498). Bir yandan, ESG faaliyetlerinin şeffaflığı artırdığı, paydaş ilişkilerini güçlendirdiği ve kurumsal itibarı yükselttiği savunulurken (Azmi vd., 2021), diğer yandan iklim ve çevre politikalarına uyum maliyetleri veya yönetsel anlaşmazlıklar gibi faktörlerin kârlılığı düşürebileceği ifade edilmektedir (Arslan ve Yağcılar, 2023: 1239).

Dahası, bir işletmenin yüksek ESG faaliyetlerine sahip olmasının yanı sıra bu çabaları etkin bir şekilde kamuya açıklaması da kritik öneme sahiptir. Çünkü hem ESG çabalarının kendisi hem de bunların şeffaf bir şekilde raporlanması finansal performansı etkileyebilmektedir (Yoo ve Managi, 2022: 1). Bu karmaşık yapı, sürdürülebilirlik ve değer yaratımının muhasebe ve yönetim literatüründe merkezi bir odak noktası haline gelmesini sağlamıştır (Candio, 2024: 418). Ayrıca, sürdürülebilirlik raporlaması yalnızca bir halkla ilişkiler aracı değil, aynı zamanda şirketlerin stratejik iç değerlendirme süreçlerinde de önemli bir rol üstlenmektedir (Oncioiu vd., 2020: 2).

Önceki çalışmaların ESG performansı ile finansal performans arasındaki ilişki konusunda farklı sonuçlar sunması, bu ilişkilerin daha iyi anlaşılması için ek araştırmalara ihtiyaç olduğunu göstermektedir (Huang, 2019: 336). Türkiye bağlamında ve BIST Sürdürülebilirlik Endeksi kapsamındaki işletmeleri ele alan karşılaştırmalı çalışmaların sınırlı olması ise bu alandaki araştırma boşluğunu daha belirgin kılmaktadır (Bătae vd., 2020: 481; Ersoy vd., 2022: 2).

Sürdürülebilir kalkınma kavramının 1987’de Brundtland Raporu ile küresel ölçekte kabul görmesi, 1990’lardan itibaren birçok ülkede yasal zorunlulukların ortaya çıkmasına yol açmıştır (Haskin ve Burke, 2016: 49; Alam ve Tariq, 2023: 1). Türkiye de bu küresel eğilime paralel olarak önemli adımlar atmıştır. 2022 yılında Türk Ticaret Kanunu’nda yapılan düzenlemeyle Türkiye Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları (TSRS) belirlenmiş (KGK, 2023: 9) ve BIST bünyesinde 2014 yılından itibaren BIST Sürdürülebilirlik Endeksi hesaplanmaya başlamıştır

(Çetenak vd., 2022: 76). Bu gelişmeler, Türkiye finans piyasasında ESG ve finansal performans ilişkisini ampirik olarak incelemek için sağlam bir zemin sunmaktadır.

Araştırmanın amacı, Türkiye örneğinde BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketlerin ESG skorlarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemektir. Mevcut literatürden farklı olarak, ESG yalnızca bütünsel bir skor olarak değil, çevresel, sosyal ve yönetim boyutlarının ayrı ayrı analiz edildiği yeni çalışmalardan birisidir (Ahlklo ve Lind, 2019; Candio, 2024). Araştırmada, Türkiye'de Borsa İstanbul (BIST) Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketlerin ESG performansları ile finansal performans göstergeleri arasındaki ilişki ampirik olarak incelenmektedir. Çalışmanın temel motivasyonu, LSEG Workspace veri tabanından elde edilen kapsamlı ESG skorları ile geleneksel finansal performans ölçütleri olan Aktif Karlılık (ROA), Özsermaye Karlılığı (ROE) ve piyasa temelli göstergeler olan Fiyat/Kazanç (PER) ile Piyasa Değeri/Defter Değeri (P/B) oranları arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır. Ayrıca kontrol değişkeni olarak firma büyüklüğü (SIZE) kullanılmıştır. Araştırmada, değişkenler arasındaki ilişkileri irdelemek ve yapısal etkileşimleri ortaya koymak amacıyla panel regresyon yöntemi uygulanmıştır. Araştırmanın metodolojik özgünlüğü iki boyutta öne çıkmaktadır: (1) LSEG Workspace ESG skorlarının Türkiye bağlamında ilk kez bu kapsamda analiz edilmesi, (2) finansal ve piyasa temelli performans göstergelerinin eş zamanlı olarak değerlendirilmesi. Bu yönleriyle çalışma hem Türkiye özelinde hem de gelişmekte olan ülkeler literatürüne özgün katkı sunmaktadır. Çalışmanın bulgularının, akademik literatüre katkı sağlamasının yanı sıra, yatırımcıların portföy seçimlerine, işletme yöneticilerinin sürdürülebilirlik stratejilerine ve politika yapımcıların düzenleyici çerçevelerine ışık tutması beklenmektedir.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, sürdürülebilirlik, ESG performansı ve finansal performans arasındaki ilişkinin kavramsal ve teorik temelleri ortaya konulmaktadır. İkinci bölümde, konuyla ilgili mevcut literatür sistematik biçimde incelenmekte ve önceki çalışmaların bulguları ile araştırma boşlukları tartışılmaktadır. Üçüncü bölümde, araştırmada kullanılan veri seti, değişkenlerin tanımları ve metodolojik çerçeve ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Dördüncü bölümde, uygulanan panel veri analizinden elde edilen ampirik bulgular sunulmakta ve yorumlanmaktadır. Beşinci ve son bölümde ise, elde edilen bulgular literatür bağlamında tartışılmakta, politika yapımcılar, yatırımcılar ve işletme yöneticileri için uygulanabilir öneriler geliştirilmektedir. Ayrıca, çalışmanın sınırlılıkları ve gelecekteki araştırmalara yönelik çıkarımlar da değerlendirilmektedir.

2. Literatür Taraması

Sürdürülebilirlik, son yıllarda hem akademik çevrelerde hem de uygulamada giderek artan bir ilgiyle ele alınmaktadır. Bu bağlamda, kurumsal sürdürülebilirliğin farklı boyutlarının finansal performans üzerindeki etkisini inceleyen çalışmalar dikkat çekmektedir. Literatürde yapılan araştırmalar, sürdürülebilirlik uygulamalarının işletme performansına olan etkilerini farklı boyutlarıyla ele almakta ve genellikle olumlu sonuçlar ortaya koymaktadır.

Bu kapsam kapsamında yürütülen çalışmalardan biri olan Wang ve Hsu (2011), paydaş yaklaşımı temelinde KSS ile firma performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmiş ve KSS'nin firma performansını anlamlı şekilde olumlu etkilediğini ortaya koymuştur. Bu sonuç, bir firmanın iyi bir kurumsal işletme olarak hareket ederken aynı zamanda yüksek performans sergileyebileceğini göstermektedir. Benzer şekilde, Laskar ve Maji (2018), sürdürülebilirlik raporlamasının

Asya’daki firmalar üzerindeki etkisini değerlendirerek, açıklama kalitesi ile finansal performans arasında pozitif ilişki bulmuşlardır.

Bodhanwala ve Bodhanwala (2018), çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) unsurlarının firma kârlılığı üzerindeki etkisini inceleyerek, sürdürülebilirlik uygulamalarının yatırım getirisi, öz sermaye getirisi ve varlık getirisi gibi performans göstergeleriyle pozitif ilişkili olduğunu göstermiştir. Bu sonuçlar, stratejik düzeyde sürdürülebilirlik uygulayan firmaların daha düşük borçlanma seviyeleriyle yüksek kârlılık elde ettiğini desteklemektedir. Düzer ve Önce (2018), BIST’te işlem gören şirketlerde açıklanan sürdürülebilirlik bilgilerinin aktif ve özkaynak kârlılığı üzerindeki etkisini pozitif olarak belirlemiştir.

Sürdürülebilirlik raporlamasına etki eden faktörleri inceleyen Şen ve Hatunoğlu (2019), şirket büyüklüğü, kârlılık ve borçlanma düzeyinin raporlama üzerinde belirleyici olduğunu saptamışlardır. Kaya ve Akbulut (2019) ise otomotiv sektörüne odaklanarak firma büyüklüğü ile sürdürülebilirlik raporlaması arasında pozitif, finansal kaldıraç ile ise negatif ilişki tespit etmiştir. Bu bulgular, firmanın mali yapısının sürdürülebilirlik stratejilerindeki davranışlarını etkileyebileceğini ortaya koymaktadır.

ESG skoru ile finansal performans ilişkisinde sektörel farklılıkların da değerlendirildiği çalışmalardan biri olan Buallay (2020), ESG’nin imalat sektöründe pozitif, bankacılık sektöründe ise negatif performans etkisi yarattığını göstermiştir. Bu durum, ESG uygulamalarının sektör bağlamında farklı sonuçlar doğurabileceğini göstermektedir. Keçeli ve Çankaya (2020) ise ESG skoru ve bazı finansal göstergeler ile hisse senedi fiyat değişimi arasında anlamlı bir ilişki tespit edememiş, ancak toplam varlıklar ve piyasa değeri ile pozitif ilişki bulmuşlardır.

Turizm sektörüne odaklanan Bodhanwala ve Bodhanwala (2022), ESG bileşenlerinin finansal ve borsa performansı üzerindeki etkilerini analiz ederek, otel sektörünün en yüksek ESG uyumuna sahip olduğunu ortaya koymuştur. ESG unsurlarının her birinin sektörel düzeyde farklı etkiler yarattığı, paydaş ve ajans teorileri çerçevesinde tartışılmıştır. Korkmaz ve Nur (2023) BIST Banka Endeksi’nde yer alan bankaların ESG skorları ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ve firma yaşı/büyüklüğünün moderatör etkisini panel veri analiziyle inceleyerek, ESG skorları ile performans arasında pozitif yönlü anlamlı ilişki olduğunu, firma yaşının pozitif moderatör etkisi bulunduğunu, ancak firma büyüklüğünün anlamlı bir moderatör rol üstlenmediğini ortaya koymuştur.

BIST özelinde yapılan araştırmalardan biri de Durak Uşar ve Soytaş (2021), sürdürülebilirlik-finansal performans ilişkisinin şirketin tedarik zinciri pozisyonuna göre değiştiğini ortaya koymuştur. Emir ve Kıymık (2021) da benzer şekilde, sürdürülebilirlik bilgi düzeyinin çeşitli kârlılık göstergeleri üzerinde pozitif etkisini ortaya koyarken, toplam varlık büyümesi ile negatif ilişki bulmuşlardır.

Karadeniz vd. (2021), konaklama sektöründe ESG skorları yüksek olan firmaların hisse getirileri ve büyüme oranlarının da yüksek olduğunu saptarken, Korga ve Aslanoğlu (2022) ise ESG skorları ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki bulamamış; buna karşın işletme büyüklüğü ile ESG skoru arasında pozitif ilişki olduğunu belirtmişlerdir. Keçeli ve Çankaya (2020), ESG skorunun hisse senedi fiyat değişimi ile anlamlı bir ilişkisi olmadığını, ancak şirket büyüklüğü ve piyasa kapitalizasyonunun pozitif etkisi olduğunu belirtmiştir. Çelik ve Aydemir (2022), entegre raporlamanın finansal performansı olumlu etkilediğini yapısal eşitlik modellemesi ile göstermiştir. Beyazyol ve Ataman Gökçen (2023), BIST şirketlerinde ESG skorları ile finansal

göstergeler arasında çok güçlü ilişkiler olmadığını belirtmiş, yalnızca çevresel ve sosyal boyutlar ile zayıf düzeyde pozitif ilişkiler bulmuşlardır.

Uluslararası çalışmalar da benzer şekilde ESG unsurlarının finansal performans üzerindeki etkilerini bölgesel ve sektörel bağlamda incelemiştir. Shaikh (2022), Avrupa, Asya ve Asya-Pasifik şirketlerinin ESG performanslarını karşılaştırarak, çevresel faktörlerin finansal göstergeleri pozitif etkilediğini, sosyal faktörlerin ise beklenmedik şekilde olumsuz etki yarattığını ortaya koymuştur. Kim ve Li (2021), ESG faktörlerinin özellikle büyük firmalarda kârlılığı artırdığını, zayıf yönetişime sahip şirketlerde ise yönetişimin belirleyici olduğunu belirtmiştir. Saha ve Khan (2024) tarafından İskandinav şirketleri üzerinde yapılan analizler, yönetim odaklı ESG yaklaşımının finansal performansla güçlü şekilde ilişkili olduğunu göstermektedir. Taliento vd. (2019), Avrupa'daki büyük şirketlerde ESG performansının finansal etkilerini incelerken, mutlak ESG skorlarından ziyade sektörel ortalamaya göre elde edilen üstünlüklerin daha anlamlı etkiler yarattığını vurgulamıştır. Wu vd. (2024) ise Çin'de ESG ve finansal performans arasında coğrafi ve sektörel farklılıklar olduğunu, aşırı ESG vurgusunun ise finansal kırılganlık yaratabileceğini belirtmiştir. Dutt vd. (2025), Hindistan'daki NSE 500 şirketlerinde ESG açıklama skorları ile finansal performans arasında anlamlı pozitif ilişki bulunurken, uzun vadede ESG tartışmalarının potansiyel riskler taşıyabileceğini de eklemiştir. Yang vd. (2025) ise ESG skorlarının finansal performansı artırdığını ve finansal riskleri azalttığını, buna karşın açıklama skorlarının benzer etkide bulunmadığını belirtmiştir.

Matuszewska-Pierzynka (2024), Polonya şirketlerinde ESG performansının satış gelirleri ve kârlılık üzerindeki etkisini incelerken, özellikle çevresel ve yönetim boyutlarının bu ilişkide öne çıktığını göstermiştir. Benzer şekilde, Kumar ve Firoz (2022), Hindistan şirketleri üzerinde ESG açıklamalarının ROCE ve ROA gibi performans göstergeleriyle pozitif ilişkili olduğunu saptamışlardır.

Literatür taraması, sürdürülebilirlik ile finansal performans arasındaki ilişkinin genellikle pozitif olduğunu göstermektedir. Ancak sektör, bölge ve yöntem farklılıkları nedeniyle sonuçlarda ciddi tutarsızlıklar bulunmaktadır. Özellikle yönetim boyutunun finansal istikrar açısından belirleyici olduğu vurgulanırken, çevresel ve sosyal faktörlerin etkileri bağlama bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Bu durum, mevcut bulguların genellenebilirliğini sınırlamakta ve konunun bütüncül olarak ele alınmadığını ortaya koymaktadır. Nitekim önceki çalışmaların önemli bir kısmı belirli sektörlerle odaklanmış, kısa dönemli verilerle sınırlı kalmıştır. Bu eksiklikler, sürdürülebilirlik stratejilerinin finansal performans üzerindeki etkisine ilişkin literatürde hem teorik hem de metodolojik bir boşluk olduğunu göstermektedir. Bu çalışma, söz konusu boşluğu gidermeyi amaçlamakta; geniş veri seti ve daha kapsamlı bir yöntemsel yaklaşım kullanarak, sürdürülebilirlik stratejilerinin finansal performans üzerindeki etkilerini daha net, karşılaştırmalı ve genellenebilir bir biçimde ortaya koymayı hedeflemektedir.

3. Materyal ve Yöntem

3.1. Veri Seti

Çalışmada 2019-2023 yıllarında BIST'te listelenen, BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde (BIST, 2025) yer alan 89 şirketten ESG skorları hesaplanan ve verileri analize uygun 48 şirketin finansal oranları ve ESG skorları kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan finansal oranlar ve ESG

skorları LSEG şirketinin Workspace veri tabanından alınmıştır. Tablo 1’de çalışmada kullanılan değişkenler, sembolleri ve elde edildikleri kaynak gösterilmektedir.

Tablo 1. Değişkenler ve Açıklamaları

Değişken	Sembol	Kaynak
Sürdürülebilirlik Skoru	ESG	LSEG
Çevresel Skor	E	LSEG
Sosyal Skor	S	LSEG
Yönetişim Skoru	G	LSEG
Aktiflerin Kârlılığı	ROA	LSEG
Özsermaye Kârlılığı	ROE	LSEG
Fiyat/Kazanç Oranı	PER	LSEG
Piyasa Değeri /Defter Değeri	P/B	LSEG
Varlık Büyüklüğü	SIZE	LSEG

ESG skorları çalışmadaki değişken setlerinden birisidir. Bu skorlar temel ESG veri çerçevesini aydınlatan ve güncelleyen, ESG görünümünü değerlendiren şeffaf ve veri odaklı bir ölçümdür. Bu üç temel puan (E-S-G) şirketin ESG içeriğinin, bağlılığının ve kamuya açık bilgiye dayalı etkinliğin bir açıklaması olan ve nihai ESG puanını yeniden formüle eden 10 kategoriye ayrılmıştır. Kategori puanları temel puana dayalı çevresel (E), sosyal (S) ve kurumsal yönetim (G) kısaltmalarıyla ifade edilir. ESG temel puanı, çevresel ve sosyal kategoriler için sektöre göre kategori ağırlığının göreceli toplamıdır. Yönetişim için ağırlıklar tüm sektörlerde aynı kalır. Bu puan ve temel kategori değerlendirmeleri kullanıcıların kendi özelliklerine, yetkilendirmelerine veya yatırım kriterlerine uygun analizlerini izlemelerine ve uygulamalara olanak tanır (LSEG, 2025).

Çalışmada yer alan diğer değişken seti çeşitli firma performans oranlarından oluşmaktadır. Bunlar ROA, ROE, PER ve P/B’dir. Ayrıca kontrol değişkeni olarak SIZE toplam aktiflerin logaritması alınarak kullanılmıştır. ROA, şirketin kâr elde etmedeki başarısının bir göstergesidir, dolayısıyla kârlılık ne kadar yüksekse, şirket için kâr elde etme yeteneği de o kadar yüksek olur. Şirketin faaliyetlerde kâr etme yeteneği, şirket performansının değerlendirilmesine odaklanır. Kâr, şirketin alacaklılara ve yatırımcılara karşı yükümlülüklerini yerine getirme yeteneğinin bir göstergesidir ve şirketin gelecekteki beklentileri ile ilgili şirketin değer yaratma sürecinin bir parçasıdır (Saputra, 2022: 83). Bu çalışmada, ROA eşitlik (1) deki gibi hesaplanmıştır:

$$ROA = \frac{\text{Dönem Kârı}}{\text{Toplam Varlıklar}} \quad (1)$$

Çalışmada yer alan diğer değişken ROE’dir. ROE, bir şirketin öz sermayesinin üzerinden ne oranda kâr elde ettiği gösteren finansal performans göstergesidir. Bu oran şirketin sahiplerinin sermayeyi ne kadar etkili şekilde kullanabildiğini ifade eder (Panigrahi ve Vachhani, 2021: 132). Bu çalışmada, ROE eşitlik (2) deki gibi hesaplanmıştır:

$$ROE = \frac{\text{Dönem Kârı}}{\text{Özsermaye}} \quad (2)$$

PER diğer bir değişkendir. PER yatırımcılara hisse senedi fiyatı ile hisse başına kâr arasındaki ilişki hakkında bilgi veren bir orandır. Bu oran hisse senedi değerlemesinde kullanılır. PER oranının büyük olması büyümede bir artış olduğunun göstergesidir (Yanya ve Tanrıöven, 2022: 993). Bu çalışmada, PER eşitlik (3) deki gibi hesaplanmıştır:

$$PER = \frac{\text{Hisse Senedinin Fiyatı}}{\text{Hisse Başına Kazanç}} \quad (3)$$

P/B diğer bir değişkendir. Yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerin bugünkü değerleri ile yatırım maliyetlerini karşılaştıran bir orandır. Yatırımcıların potansiyel yatırım fırsatları ile bir şirketin değerini belirlemek amacıyla kullandığı bir değerlendirme ölçütüdür (Coşkun ve Çetiner, 2022: 160; Integral, 2025). Bu çalışmada, P/B eşitlik (4) deki gibi hesaplanmıştır:

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Piyasa Değeri}}{\text{Defter Değeri}} \quad (4)$$

3.2. Yöntem

ESG skorlarının finansal performans üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışmada değişkenler arasındaki ilişki panel veri regresyon analizi ile araştırılmıştır. Panel regresyon analizi genel olarak Eşitlik (5)'de gösterildiği şekilde ifade edilmektedir (Schmidheiny ve Basel, 2011: 1).

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad (5)$$

Burada $i=1, 2, \dots, N$, N birim sayısını $t=1, 2, \dots, T$, T zaman olarak gözlem noktası sayısını ve k parametre sayısını göstermektedir. Panel veri analizinde uygulanacak modelin seçimi (havuzlanmış EKK, sabit etkiler veya rassal etkiler) metodolojik açıdan kritik önem taşımaktadır. Model seçim sürecinde öncelikle havuzlanmış EKK ile sabit etkiler modelleri arasında F testi uygulanmıştır. İkinci aşamada havuzlanmış EKK ile rassal etkiler modellerinin uygunluğu Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (LM) testi ile değerlendirilmiştir. Son olarak, sabit ve rassal etki modelleri arasındaki seçim Eşitlik (6)'da verilen Hausman test istatistiği ile belirlenmiştir (Clarke vd., 2015: 263).

$$H = (\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE})(\text{Var}(\hat{\beta}_{FE}) - \text{Var}(\hat{\beta}_{RE}))^{-1}(\hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}) \quad (6)$$

Model belirleme sürecinin ardından, çoklu doğrusal bağlantı problemi varyans şişirme faktörü (VIF) değerleri ile kontrol edilmiştir. Otokorelasyonun varlığını tespit etmek amacıyla Durbin-Watson test istatistikleri hesaplanmıştır. Homoskedastisite varsayımının geçerliliği için ise Modified Wald testi ve Breusch-Pagan/Cook-Weisberg testleri kullanılmıştır. Modelde yatay kesit bağımlılığının incelenmesi ise $N > t$ durumunda kullanılan ve Eşitlik (7)'de verilen Pesaran (2004) CD testi ile yapılmıştır (Sugözü ve Yaşar, 2020: 94-96; Balıkcıoğlu, 2023: 217-218).

$$CD_{PES} = \sqrt{\frac{2T}{n(n-1)}} \left(\sum_{i=1}^{n-1} \sum_{j=i+1}^n \hat{\rho}_{ij} \right) \quad (7)$$

Otokorelasyon, heteroskedastisite ve kesit bağımlılığı gibi varsayım ihlallerinin varlığı durumunda modelin tahmini dirençli yöntemlerle yapılmalıdır, dolayısıyla çalışmada Asimptotik Driscoll-Kraay (1998) standart hataları kullanılarak sağlam (robust) tahminler elde edilmiştir. Bu tahminci ayrıca büyük T asimptotiğine rağmen zaman boyutu kısalığında bile kesit bağımlılığını dikkate almayan diğer alternatiflerin sonlu örneklem performansına göre daha dayanıklı sonuçlar vermektedir (Kırıkçı ve Yanar, 2020: 320; Konak, 2020: 247). Katsayıların varyans-kovaryans matrisi Eşitlik (8)'deki şekilde hesaplanmıştır:

$$V(\hat{\theta}) = (X'X)^{-1} \hat{S}_T(X'X)^{-1} \quad (8)$$

Burada $\hat{\theta}$ parametre tahmin vektörünü, $\hat{S}_T$ ise Newey ve West (1987) tipi kovaryans matrisini ifade etmektedir (Gungor, 2023: 171; İmamoğlu vd., 2023: 853).

4. Bulgular

ESG skorlarının finansal performans üzerindeki etkisinin modellenmesi amacıyla SIZE değişkeni kontrol değişkeni olarak kullanılarak Eşitlik (5)'de verilen genel forma uygun olarak sıradan en küçük kareler yöntemi ile Eşitlik (9), (10), (11) ve (12)'de gösterilen modeller kurulmuştur

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 E + \beta_2 S + \beta_3 G + \beta_4 SIZE \quad (9)$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 E + \beta_2 S + \beta_3 G + \beta_4 SIZE \quad (10)$$

$$PER = \beta_0 + \beta_1 E + \beta_2 S + \beta_3 G + \beta_4 SIZE \quad (11)$$

$$P/B = \beta_0 + \beta_1 E + \beta_2 S + \beta_3 G + \beta_4 SIZE \quad (12)$$

Çalışmada, havuzlanmış EKK, sabit etkiler veya rassal etkiler panel regresyon yöntemlerinden hangisinin tercih edilmesi gerektiğini belirlemek üzere yapılan F testi, Breusch-Pagan LM testi ve Hausman testi sonuçları Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2. Korelasyon Katsayıları ve VIF değerleri

Model	Sabit Etkiler (F Test)	Rassal Etkiler (BP LM Test)	Uygunluk (Hausman)	Sonuç
ROA	5.66 (0.000)	40.37 (0.000)	79.94 (0.000)	Sabit etkiler modeli tercih edilir
ROE	1.34 (0.090)	0.01 (0.461)	19.14 (0.000)	Sabit etkiler modeli tercih edilir
PER	1.33 (0.093)	1.21 (0.135)	4.52 (0.340)	Havuzlanmış model tercih edilir
P/B	1.32 (0.098)	1.45 (0.113)	1.75 (0.781)	Havuzlanmış model tercih edilir

Tablo 2'de sunulan sonuçlara göre ROA ve ROE'nin bağımlı değişken olduğu modelde sabit etkiler modeli, PER ve P/B'nin bağımlı değişken olduğu modelde ise havuzlanmış EKK modelinin diğer modellere göre daha uygun olduğu belirlenmiştir.

Uygun modeller belirlendikten sonra çoklu doğrusal bağlantı, yatay kesit bağımlılığı, değişen varyans ve otokorelasyon varsayımlarının ihlal edilip edilmediğine yönelik analizler yapılmıştır. Tablo 3'te değişkenler arasındaki korelasyon ilişkisi ve bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantının olup olmadığı incelenmiştir.

Tablo 3. Korelasyon Katsayıları ve VIF değerleri

Değişkenler	ROA	ROE	PER	P/B	E	S	G	VIF
E	-0.051	0.023	-0.078	0.027	1.000	0.747	0.279	2.47
S	0.048	0.097	-0.060	0.025	0.747	1.000	0.179	2.29
G	-0.057	0.011	-0.114	-0.077	0.279	0.179	1.000	1.10
SIZE	-0.243	-0.007	-0.105	-0.106	0.365	0.316	-0.106	1.17

Tablo 3'te sunulan korelasyon katsayılarına göre Eşitlik (9), (10), (11) ve (12)'de gösterilen modellerdeki bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasında ilişkinin genellikle zayıf düzeyde olduğu görölmektedir. Bağımsız değişkenlerden E ve S arasında orta kuvvette, diğerleri arasında ise yine zayıf bir ilişki olduğu gözlenmiştir. Modellerde bağımsız değişkenler arasında orta ve zayıf korelasyon ilişkisinin varlığı çoklu doğrusal bağlantı bulunup bulunmadığının incelenmesini gerektirmektedir. Bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren VIF değerleri incelendiğinde değerlerin beşten küçük olduğu görölmüş ve böylece modellerde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı tespit edilmiştir. Yatay kesit bağımlılığı, değişen varyans ve otokorelasyon test sonuçları ise Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4. Yatay Kesit Bağımlılığı, Değişen Varyans ve Otokorelasyon Test Sonuçları

Model	Yatay Kesit Bağımlılığı	Değişen varyans	Otokorelasyon
Eşitlik (9)	3.56 (0.000)	7086.99 (0.000)	DW= 1.75
Eşitlik (10)	9.01 (0.000)	23418.71 (0.000)	DW= 1.88
Eşitlik (11)	7.34 (0.000)	32.55 (0.000)	DW= 1.63
Eşitlik (12)	11.22 (0.000)	336.85 (0.000)	DW= 2.37

Tablo 4'te gösterilen Pesaran (2004) CD testi sonuçlarına göre tüm modeller için yatay kesit bağımlılığı mevcuttur. Sabit etkiler modelinin uygun bulunduğu eşitlik (9) ve eşitlik (10) için sabit varyans varsayımının geçerliliği için yapılan Modified Wald testi ve havuzlanmış EKK modelinin uygun olduğu eşitlik (11) ve eşitlik (12) için Breusch-Pagan/Cook-Weisberg değişen varyans testi sonuçlarına göre modellerde değişen varyans problemi olduğu görölmektedir. Otokorelasyon varsayımının incelenmesi için ise Durbin Watson test istatistiği hesaplanmış ve eşitlik (12) dışında test istatistik değeri 2'nin altında olan diğer modellerde otokorelasyon sorunu olduğu belirlenmiştir. Çalışmanın verileri zaman periyodu beş yıldan oluşan mikro panel yapısında olduğundan etkin ve güvenilir durağanlık analizi sonuçları oluşamayacağından dolayı birim kök testleri yapılmamıştır (Hajihassaniasl ve Akçacı, 2022: 745; Doğan, 2023: 184). Kurulan modeller için katsayı tahmini yapılırken tutarlı ve güvenilir katsayı tahmini için en küçük kareler yönteminin temel varsayımları olan çoklu doğrusal bağlantı, değişen varyans ve otokorelasyon sorunu olmaması gerektiği varsayımlarının sağlanması ve panel veriler için kesitler arası korelasyonun bulunup bulunmadığının incelenmesi önemlidir. Eğer bu sorunlarla karşılaşılırsa tahminci olarak geleneksel yöntemlerin kullanılması sapmalı sonuçlara neden olacaktır. Dolayısıyla uygun bir tahmin yöntemi kullanmak gerekmektedir. Driscoll ve Kraay (1998) tahmincisi, panel veri analizinde en güçlü ve güvenilir standart hata düzeltme yöntemlerinden biridir. Yatay kesit bağımlılığı, değişen varyans ve otokorelasyon problemini dikkate alarak güvenilir standart hataların elde dilmesine olanak tanıyan ve yatay kesit boyutu ne kadar büyük olursa olsun tahminlerin tutarlılığının sağlanması yöntemin önemli avantajlarındandır. Bu nedenle, panel verilerde güvenilir çıkarım yapmak için tercih edilen alternatif tahmin yöntemlerden birisidir (Kırıkçı ve Yanar, 2020: 320; Güngör, 2023: 172). Bu nedenle çalışmada kurulan modellerde tespit edilen yatay kesit bağımlılığı, otokorelasyon ve değişen varyans sorunlarını dikkate alan asimptotik Driscoll-Kraay standart hatalarına dayalı regresyon tahminleri yapılmıştır. Bu yöntemle elde edilen dayanıklı (robust) sonuçlar Tablo 5'te yer almaktadır.

Tablo 5. Driscoll-Kraay Standard Hatalı Panel Regresyon Sonuçları

Model	E	S	G	SIZE	Sabit
ROA	0.09*	-0.07**	0.01	3.38**	-50.83**
ROE	0.10	0.05	0.07	11.91	-201.15*
PER	-0.03	-0.005	-0.18**	-1.49***	54.73***
P/B	0.06	0.01	-0.07	-1.07*	20.82**

Not: * 10%, ** 5%, ve *** 1% katsayıların anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Tablo 5’te yer alan asimptotik Driscoll-Kraay standart hatalarına dayalı regresyon sonuçlarına göre, ESG bileşenlerinin finansal performans göstergeleri üzerindeki etkisi farklılaşmaktadır. Bağımlı değişkenin ROA olduğu modelde, çevresel skorun ROA’nın üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu görülmektedir ($\beta = 0.09$; $p < 0.10$); bu durum, çevresel sürdürülebilirlik uygulamalarının aktif kârlılığı üzerinde yüksek olmasa da pozitif ve anlamlı bir etkisinin olduğunu göstermektedir. Sosyal skorun ise zayıf ve negatif anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. SIZE değişkeni beklediği gibi pozitif kuvvetli bir etkiye sahiptir. Çevresel, sosyal ve yönetim göstergelerinin ROE üzerinde ve P/B üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı belirlenmiştir. Fiyat kazanç oranı üzerinde ise yönetim skorunun negatif ve anlamlı bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

5. Sonuç ve Tartışma

Bu çalışma, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi’nde yer alan şirketlerin 2019-2023 yılları itibariyle çevresel, sosyal ve yönetim performansları ile finansal performans göstergeleri (ROA, ROE, PER, P/B) arasındaki ilişkiyi panel regresyon analizi yöntemiyle kapsamlı bir şekilde incelemiştir. Analiz bulguları, ESG-finansal performans ilişkisinin genel olarak sınırlı olmakla birlikte, çevresel, sosyal ve yönetim boyutlarında hem yön hem de anlamlılık düzeyi açısından farklılaştığını ortaya koymaktadır. Bu sonuçlar, literatürdeki önceki araştırmalarla kısmen örtüşmektedir. Nitekim Keçeli ve Çankaya (2020), ESG skorunun hisse senedi fiyat değişimiyle anlamlı bir ilişki sergilemediğini, ancak toplam varlıklar ve piyasa değerleriyle pozitif ilişki gösterdiğini ortaya koymuştur. Bu bulgu, ESG boyutlarının finansal performans üzerinde homojen bir etki yaratmadığını ve özellikle büyüklük ile piyasa değerine bağlı farklı sonuçlar doğurduğunu göstermektedir. Benzer şekilde, Beyazyol ve Ataman Gökçen (2023) BIST şirketlerinde çevresel ve sosyal boyutlar ile finansal göstergeler arasında yalnızca zayıf düzeyde pozitif ilişki tespit etmiş, yönetim boyutunda ise anlamlı bir etki bulamamıştır. Mevcut çalışmanın bulguları da bu çerçevede değerlendirildiğinde, çevresel ve sosyal faktörlerin sınırlı ancak pozitif yönlü etkiler gösterebildiği, yönetim faktörlerinin ise özellikle bazı kârlılık göstergelerinde belirleyici olabildiği anlaşılmaktadır. Ancak bu çalışmanın katkısı, söz konusu ilişkileri daha güncel bir dönem (2019–2023) ve finansal performans göstergelerinin farklı boyutları (ROA, ROE, PER, P/B) üzerinden analiz ederek, literatürdeki farklı bulguları daha kapsamlı biçimde test etmesidir.

Panel regresyon bulguları, özellikle çevresel performansın ROA üzerindeki pozitif etkisini göstermektedir. Bu sonuç, Bodhanwala ve Bodhanwala (2018) ile Matuszewska-Pierzynka (2024) tarafından da vurgulanan çevresel yatırımların operasyonel verimliliği artırarak kârlılığı destekleyebileceği görüşünü teyit eder niteliktedir. Ayrıca, Kaynak Bağımlılığı Teorisi çerçevesinde, firmaların çevresel performansı artırıcı girişimlerinin hem dış paydaş algısını hem de kaynaklara erişimini olumlu etkileyerek kısa vadeli performansı iyileştirebileceği ileri

sürülebilir. Sosyal boyutun ROA üzerindeki negatif etkisi, beklenenin aksine sosyal yatırımların finansal performansı düşürdüğünü göstermektedir. Bu durum, Shaikh'in (2022) Asya-Pasifik şirketlerinde tespit ettiği benzer negatif etkiyle örtüşmektedir. Paydaş Teorisi'ne göre sosyal yatırımların uzun vadeli fayda sağladığı düşünöldüğünde, kısa vadede bu tür harcamaların kârlılığı baskılaması olasıdır. Ayrıca, şen ve Hatunoğlu'nun (2019) belirttiği gibi, özellikle kaynak kısıtı yaşayan firmalarda sosyal sorumluluk harcamalarının fırsat maliyetinin yüksek olması bu sonucu açıklayabilir. Yönetişim boyutunun PER (fiyat/kazanç oranı) üzerindeki negatif etkisi literatürde genellikle pozitif yönlü raporlanan bulgularla çelişmektedir. Ancak Saha ve Khan'ın (2024) yönetişime dayalı farklı yatırımcı beklentilerine işaret eden bulguları dikkate alındığında, yatırımcıların sıkı yönetim uygulamalarını temkinli büyüme stratejilerinin göstergesi olarak algılaması bu sonucu açıklayabilir. Diğer taraftan, PER üzerindeki negatif etkinin Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalarda yönetişime verilen önemin yatırımcı kararlarında sınırlı yansımından kaynaklanabileceği değeriendirilebilir. Firma büyüklüğünün ROA üzerindeki güçlü pozitif etkisi, literatürdeki pek çok çalışmayla (Kaya ve Akbulut, 2019; Korkmaz ve Nur, 2023) uyumludur. Daha büyük ölçekli firmaların ESG uygulamalarını daha etkin hayata geçirebilmesi ve piyasa erişimlerinin genişliği, bu firmaların finansal performanslarının daha güçlü olmasına katkıda bulunabilir.

Araştırma bulguları, ESG bileşenlerinin finansal performans üzerindeki etkisinin tek yönlü ve genel geçer olmadığını; bunun yerine, bazı bileşenlerin belirli koşullarda pozitif katkı sağlarken, diğerlerinin sınırlı ya da olumsuz etkiler yaratabildiğini göstermektedir. Özellikle çevresel skorun ROA üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisinin bulunması, çevresel sürdürülebilirlik yatırımlarının finansal performansa seçici katkılar sunduğunu ortaya koymaktadır. Bu sonuç, işletmeler açısından çevresel yatırımların sadece yasal uyum ya da kurumsal itibar aracı değil, aynı zamanda kârlılığı artırıcı stratejik bir unsur olarak görölmesi gerektiğini göstermektedir. Dolayısıyla şirket yöneticilerine, çevresel performansı artırmaya yönelik yatırımların uzun vadeli finansal faydalarını dikkate almaları önerilebilir. Politika yapımcılar açısından ise bu bulgu, çevresel yatırımların teşvik edilmesiyle hem sürdürülebilirlik hedeflerine katkı sağlanabileceğini hem de firmaların finansal dayanıklılığının güçlendirilebileceğini işaret etmektedir. Buna karşılık sosyal ve yönetim boyutlarında elde edilen sınırlı veya olumsuz etkiler, bu alanlarda şirketlerin daha etkin uygulamalara ve şeffaf raporlamaya ihtiyaç duyduğunu göstermektedir. Buna karşılık sosyal skorun zayıf ve negatif bir etkisinin bulunması, sosyal projelerin kısa vadede finansal göstergelere uyumlu sonuçlar üretmediğini göstermektedir. Yönetişim bileşeninin ise fiyat/kazanç oranı üzerinde negatif etkisi, piyasanın bazı yönetim uygulamalarını maliyet artırıcı bir unsur olarak algıladığını düşündürmektedir.

Araştırma bulguları, ESG bileşenlerinin finansal performans üzerindeki etkisinin tek tip ve genellenebilir olmadığını ortaya koymaktadır. Özellikle çevresel skorun ROA üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi tespit edilmiş, buna karşın sosyal ve yönetim boyutlarının etkilerinin daha sınırlı veya bağlama bağlı olduğu görölmüştür. Türkiye bağlamında bu sonuçlar, politika yapımcıların sürdürülebilirlik desteklerini bileşen bazında farklılaştırmasının önemini vurgulamaktadır. Örneğin, çevresel yatırımlar için vergi indirimleri, yeşil dönüşüm hibeleri ve enerji verimliliği projelerine özel teşvikler, firmaların hem çevresel hem de finansal performansını artırabilir. Sosyal sürdürülebilirlik alanında ise özellikle KOBİ'lere yönelik sosyal proje fonlarının geliştirilmesi, bu harcamaların kısa dönemli finansal baskısını hafifleterek uzun vadeli faydayı güçlendirebilir. Ayrıca, ESG bileşenlerinin finansal göstergeler üzerindeki farklı

etkileri, Türkiye’de entegre raporlama standartlarının bileşen bazında ayrıştırılarak geliştirilmesini gerektirmektedir; bu yaklaşım, yatırımcılara ve firmalara daha şeffaf, karşılaştırılabilir ve karar almayı destekleyici bilgiler sunacaktır. Bu çerçevede, araştırmanın bulguları hem firmaların sürdürülebilirlik stratejilerini optimize etmelerine hem de politika yapıcıların bileşen odaklı teşvik mekanizmalarını tasarımlarına somut bir dayanak sağlamaktadır.

Bu çalışmanın temel kısıtı, analiz kapsamındaki şirketlere ait uzun vadeli ESG verilerine erişimin sınırlı olmasıdır; bazı şirketler için daha eski skorlar bulunsa da bunların kullanımı örneklem büyüklüğünü azaltacağından, tutarlılığı sağlamak adına yalnızca son beş yıla ait ortak ESG skorları dikkate alınmıştır. Örneklemin sadece Borsa İstanbul’da işlem gören firmalarla sınırlı olması, bulguların diğer gelişmekte olan piyasalara genellenmesini kısıtlamaktadır. Sektörel heterojenliğin tam olarak kontrol edilememesi, bazı sektörlerde özgü ESG-finansal performans ilişkilerinin yeterince temsil edilmemesine neden olabilir.

Gelecek araştırmalarda sektörel derinlemesine analizler yapılması önerilmektedir. Özellikle yüksek ESG skoru olan otomotiv, enerji ve finans sektörlerinde karşılaştırmalı vaka çalışmalarına ihtiyaç vardır. Yönetişim boyutunun finansal performans üzerindeki çelişkili etkilerini açıklamak için nitel verilerle desteklenen karma metodoloji çalışmaları önem taşımaktadır. Ayrıca, ESG etkilerinin kurumsal bağlama göre farklılaşması dikkate alınarak, farklı gelişmekte olan ülkelerde karşılaştırmalı çalışmalar yapılması literatüre katkı sağlayacaktır. Son olarak, ESG performansının finansal göstergelerle birlikte firma itibarı, paydaş güveni ve kriz dayanıklılığı gibi finansal olmayan göstergeler üzerindeki uzun vadeli etkilerinin incelenmesi, sürdürülebilirlik politikalarının etkinliğinin daha iyi anlaşılmasına katkıda bulunacaktır. Bu analizlerde, finansal olmayan performans ölçümlerinin geliştirilmesi ve firma yöneticileri ile paydaşların derinlemesine görüşmelerinin araştırmalara dahil edilmesi faydalı olacaktır. Bu çalışma, sürdürülebilir finans alanında hem akademik literatüre katkı sunmakta hem de Türkiye’de kurumsal ESG uygulamalarının gelişimi için daha sonra yapılacak çalışmalara önemli yönlendirmeler sağlamaktadır.

Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı

Etik kurul izni ve/veya yasal/özel izin alınmasına gerek olmayan bu çalışmada araştırma ve yayın etiğine uyulmuştur.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı

Yazarlar makaleye eşit oranda katkı sağlamış olduklarını beyan eder.

Araştırmacıların Çıkar Çatışması Beyanı

Bu çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Ahlklo, Y. and Lind, C. (2019). *E, S or G? A study of ESG score and financial* ((Unpublished master dissertation). KTH Industrial Engineering and Management, Stockholm. Retrieved from <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:1295223/FULLTEXT01.pdf>
- Alam, Z. and Tariq, Y.B. (2023). Corporate sustainability performance evaluation and firm financial performance: Evidence from Pakistan. *Sage Open*, 13(3), 1-19. <https://doi.org/10.1177/21582440231184856>
- Arslan, Z. ve Yağcılar, G.G. (2023). Sürdürülebilir finans kapsamında çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) ile banka karlılığı arasındaki ilişki üzerine uluslararası bir araştırma. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 14(40), 1236-1263. <https://doi.org/10.21076/vizyoner.1218886>
- Azmi, W., Hassan, M.K., Houston, R. and Karim, M.S. (2021). ESG activities and banking performance: International evidence from emerging economies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101277. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101277>
- Balıkçioğlu, N. (2023). N11 Ülkeleri özelinde ekonomik büyümeyi etkileyen faktörlerin belirlenmesi: Yapısal kırılmalı panel veri analizi. *Enderun*, 7(2), 204-225. <https://doi.org/10.59274/enderun.1363667>
- Bătae, O.M., Dragomir, V.D. and Feleagă, L. (2020). Environmental, social, governance (ESG), and financial performance of European banks. *Accounting and Management Information Systems*, 19(3), 480-501. <https://hdl.handle.net/10419/310779>
- Beyazol, E. and Ataman, B. (2023). Sürdürülebilirlik raporlaması ve BIST sürdürülebilirlik endeksine tabi şirketlerde bir araştırma. *Öneri Dergisi*, 18(59), 110-145. <https://doi.org/10.14783/maruoneri.1170235>
- BIST. (2025). *BIST sürdürülebilirlik endeksi*. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/kurumsal/surdurulebilirlik>
- Bodhanwala, S. and Bodhanwala, R. (2018). Does corporate sustainability impact firm profitability? Evidence from India. *Management Decision*, 56(8), 1734-1747. <https://doi.org/10.1108/MD-04-2017-0381>
- Bodhanwala, S. and 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>
- Bruna, M.G., Loprevite, S., Raucci, D., Ricca, B. and Rupo, D. (2022). Investigating the marginal impact of ESG results on corporate financial performance. *Finance Research Letters*, 47, 102828. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102828>
- Buallay, A. (2020). Sustainability reporting and firm's performance: Comparative study between manufacturing and banking sectors. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 69(3), 431-445. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-10-2018-0371>
- Candio, P. (2024). The influence of ESG score on financial performance: Evidence from the European health care industry. *Strategic Change*, 33(5), 417-427. <https://doi.org/10.1002/jsc.2594>
- Clarke, P., Crawford, C., Steele, F. and Vignoles, A. (2015). Revisiting fixed-and random-effects models: Some considerations for policy-relevant education research. *Education Economics*, 23(3), 259-277. <https://doi.org/10.1080/09645292.2013.855705>
- Coşkun, A. ve Çetiner, H. (2022). Piyasa çarpanlarıyla performans analizi: Borsa İstanbul'da işlem gören turizm şirketlerinin Entropi ve MOORA-Oran yöntemleriyle incelenmesi. *Turizm Akademik Dergisi*, 9(1), 157-177. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/en/pub/touraj>
- Çelik, L. ve Aydemir, O. (2022). Entegre raporlamanın işletmelerin finansal performansları üzerindeki etkisinin yapısal eşitlik modeli ile ölçülmesi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 24(1), 173-198. <https://doi.org/10.31460/mbdd.862114>

- 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>
- Doğan, M. (2023). Kamu eğitim harcamalarının gelir eşitsizliği ve istihdamla ilişkisinin panel veri yöntemiyle analizi. *Maliye Dergisi*, 184, 171-196. Erişim adresi: <https://www.hmb.gov.tr/dergi-hakkında>
- Driscoll, J.C. and Kraay, A.C. (1998). Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560. <https://doi.org/10.1162/003465398557825>
- Durak Uşar, D. and Soyaş, M.A. (2021). Kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans: Türkiye üretim sektörü örneği. *METU Studies in Development*, 48(2), 201-250. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/en/pub/metusd>
- Dutt, M., Jain, R., Sharma, D. and Bhattacharya, S. (2025). Corporate financial performance in the wake of ESG controversies: The Indian firm context. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 19(1). <https://doi.org/10.14453/aabfj.v19i1.07>
- Düzer, M. ve Önce, S. (2018). Sürdürülebilirlik performans göstergelerine ilişkin açıklamaların finansal performans üzerine etkisi: BİST’te bir uygulama. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, Mart 2018, 11(1), 93- 118. <https://doi.org/10.29067/muvu.372882>
- Emir, S. ve Kıymık, H. (2021). Sürdürülebilirlik düzeyinin finansal performans üzerindeki etkisinin değerlendirilmesi: Borsa İstanbul’da bir araştırma. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 14(1), 101-128. <https://doi.org/10.29067/muvu.718278>
- Ersoy, E., Swiecka, B., Grima, S., Özen, E. and Romanova, I. (2022). The impact of ESG scores on bank market value? Evidence from the U.S. banking industry. *Sustainability*, 14(15). 9527. <https://doi.org/10.3390/su14159527>
- Ertan, Y. (2025). ESG ve finansal performans alanında WOSCC’de yer alan makalelerin bibliyometrik analizi. *Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 47(1), 111-134. <https://doi.org/10.14780/muiibd.1572881>
- Fuadah, L.L., Safitri, R.H. and Yuliani, Y. (2019). Factors influencing sustainability reporting and financial performance in Indonesia. *Sriwijaya International Journal of Dynamic Economics and Business*, 3(1), 53-72. <https://doi.org/10.29259/sijdeb.v3i1.53-72>
- Gungor, S. (2023). Bank-specific determinants of financial stability in participation banks: Fresh evidence from the Driscoll-Kraay estimator. *International Journal of Business and Economic Studies*, 5(3), 166-181. <https://doi.org/10.54821/uiecd.1333150>
- Hajihassaniasl, S. ve Akçacı, T. (2022). İnovasyonun turizm sektörü üzerindeki etkisi: Panel veri analizi. *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*, 17(67), 735-753. <https://doi.org/10.19168/jyasar.1091996>
- Haskin, D.L. and Burke, M.M. (2016). Incorporating sustainability issues into the financial accounting curriculum. *American Journal of Business Education*, 9(2), 49-56. Retrieved from <https://files.eric.ed.gov/>
- Huang, D.Z. (2021). Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consolidation. *Accounting & Finance*, 61(1), 335-360. <https://doi.org/10.1111/acfi.12569>
- Integral. (2025). *Integral yatırım*. Erişim adresi: <https://integralyatirim.com.tr>
- İbrahimov, E. ve Akçalı, B.Y. (2025). ESG kriterlerinin banka finansal performansı üzerindeki etkisi: Türkiye bankacılık sektörü üzerine ampirik bir inceleme. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 17(2), 1794-1815. <https://doi.org/10.20491/isarder.2025.2065>
- İmamoğlu, İ.K., Bozma, K. ve Bozma, G. (2023). İşgücü verimliliği ve mutluluk: OECD ülkelerinden kanıtlar. *Alanya Akademik Bakış*, 7(2), 847-864. <https://doi.org/10.29023/alanyaakademik.1202531>
- Karadeniz, E., İskenderoğlu, Ö. ve Uzpak, B.D. (2021). Kurumsal sürdürülebilirlik performansı ve finansal performans: Borsa İstanbul konaklama şirketlerinde bir araştırma. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 58(655), 135-159. Erişim adresi: <https://www.ekonomikyorumlar.com.tr>

- Karyağdı, N.G. ve Şit, A. (2023). İşletmelerin ESG performanslarının sermaye maliyeti ve finansal performansına etkisi: BİST Sürdürülebilirlik-25 Endeksi üzerine bir uygulama. *Bucak İşletme Fakültesi Dergisi*, 6(2), 277-292. <https://doi.org/10.38057/bifd.1362050>
- Kaya, İ. ve Halit Akbulut, D. (2019). Sürdürülebilirlik raporlaması ve şirket performansı. *Press Academia Procedia*, 9(1), 81-84. <https://doi.org/10.17261/Pressacademia.2019.1071>
- Keçeli, B. ve Çankaya, S. (2020). ESG ve finansal verilerin pay değerine etkisi: Kuzey ve Latin Avrupa ülkeleri üzerine bir çalışma. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Girişimcilik Dergisi*, 4(7), 31-49. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/tje>
- KGK. (2023). *Kamu gözetimi muhasebe ve denetim standartları kurumu*. Erişim adresi: <https://www.kgk.gov.tr>
- Kırıkçı, M.B. ve Yanar, R. (2020). Kurumsal yapı, beşeri sermaye ve ekonomik büyüme ilişkisi: Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için panel veri analizi. *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, 19(2), 311-331. <https://doi.org/10.21547/jss.695555>
- Kim, S. and Li, Z. (2021). Understanding the impact of ESG practices in corporate finance. *Sustainability*, 13(7), 3746. <https://doi.org/10.3390/su13073746>
- Konak, A. (2020). G-7 ülkelerinde ihracatın ekonomik büyüme üzerindeki etkisi: Panel nedensellik analizi. *Bartın Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(21), 232-251. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/bartiniibf>
- Korga, S. ve Aslanoğlu, S. (2022). Sürdürülebilirlik performansı ile finansal performans ilişkisi üzerine bir araştırma. *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi*, 25(2), 633-645. <https://doi.org/10.29249/selcuksbmyd.1114641>
- Korkmaz, T. and Nur, T. (2023). The effect of ESG sustainability on firm performance: A view under size and age on BIST bank index firms. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 8(2), 208-223. <https://doi.org/10.30784/epfad.1278491>
- Kumar, P. and Firoz, M. (2022). Does accounting-based financial performance value environmental, social and governance (ESG) disclosures? A detailed note on a corporate sustainability perspective. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(1). <https://doi.org/10.14453/aabfj.v16i1.4>
- Laskar, N. and Gopal Maji, S. (2018). Disclosure of corporate sustainability performance and firm performance in Asia. *Asian Review of Accounting*, 26(4), 414-443. <https://doi.org/10.1108/ARA-02-2017-0029>
- Lassala, C., Apetrei, A. and Sapena, J. (2017). Sustainability matter and financial performance of companies. *Sustainability*, 9(9), 1498-1507. <https://doi.org/10.3390/su9091498>
- LSEG. (2025). *LSEG data & analytics*. Retrieved from www.lseg.com
- Matuszewska-Pierzynka, A. (2024). Relationship between corporate sustainability performance and corporate financial performance: The case of companies from the WIG-ESG Index. *Economics and Business Review*, 10(4), 165-188. Retrieved from <https://www.ceeol.com/>
- Oncioiu, I., Petrescu, A.G., Bilcan, F.R., Petrescu, M., Popescu, D.M. and Anghel, E. (2020). Corporate sustainability reporting and financial performance. *Sustainability*, 12(10), 4297. <https://doi.org/10.3390/su12104297>
- Panigrahi, C.M.A. and Vachhani, K. (2021). *Financial analysis by return on equity (ROE) and return on asset (ROA)-A comparative study of HUL and ITC* (SSRN Paper No. 3940100). Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3940100
- Pesaran, M.H. 2004. *General diagnostic tests for cross sectional dependence in panels* (Cambridge Working Papers in Economics No. 0435). <https://doi.org/10.1007/s00181-020-01875-7>
- Saha, A.K. and Khan, I. (2024). Sustainable prosperity: Unravelling the Nordic nexus of ESG, financial performance, and corporate governance. *European Business Review*, 36(6), 793-815. <https://doi.org/10.1108/EBR-09-2023-0276>

- Saputra, F. (2022). Analysis effect return on assets (ROA), return on equity (ROE) and price earning ratio (PER) on stock prices of coal companies in the Indonesia Stock Exchange (IDX) period 2018-2021. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting*, 3(1), 82-94. <https://doi.org/10.38035/dijefa.v3i1.1238>
- Schmidheiny, K. and Basel, U. (2011). Panel data: Fixed and random effects. *Short Guides to Microeconometrics*, 7(1), 2-7. Retrieved from <https://www.schmidheiny.name/>
- Shaikh, I. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) practice and firm performance: An international evidence. *Journal of Business Economics and Management*, 23(1), 218-237. <https://doi.org/10.3846/jbem.2022.16202>
- Sugözü, İ.H. ve Yaşar, S. (2020). Enflasyon ve faiz ilişkisi: OECD ülkeleri üzerine panel regresyon ve nedensellik analizleri. *Maliye Dergisi*, 179, 85-105. Erişim adresi: <https://www.hmb.gov.tr/dergi-hakkinda>
- Şen, İ.K. ve Hatunoğlu, Z. (2019). Kurumsal sosyal sorumluluk raporlamasını etkileyen faktörler: Borsa İstanbul örneği. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, 19(58), 51-62. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/mdbakis>
- Taliento, M., Favino, C. and Netti, A. (2019). Impact of environmental, social, and governance information on economic performance: Evidence of a corporate ‘sustainability advantage’ from Europe. *Sustainability*, 11(6), 1738. <https://doi.org/10.3390/su11061738>
- Thayaraj, M.S. and Karunarathne, W.V.A.D. (2021). The impact of sustainability reporting on firms’ financial performance. *Journal of Business and Technology*, 5(2), 51. <http://doi.org/10.4038/jbt.v5i2.33>
- Wang, G.Y. and Hsu, W.H.L. (2011). Corporate social responsibility and firm performance. In J.E. Guerrero (Ed.), *2011 Fourth International conference on business intelligence and financial engineering* (pp. 390-394). <http://doi.org/10.1109/BIFE.2011.45>
- Wu, H., Deng, H. and Gao, X. (2024). Corporate coupling coordination between ESG and financial performance: Evidence from China's listed companies. *Environmental Impact Assessment Review*, 107, 107546. <https://doi.org/10.1016/j.eiar.2024.107546>
- Yang, S.S., Huang, J.W., Chen, H.Y. and Tsay, M.H. (2025). Detecting corporate ESG performance: The role of ESG materiality in corporate financial performance and risks. *The North American Journal of Economics and Finance*, 76, 102370. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2025.102370>
- Yanya, E. ve Tanrıöven, C. (2022). BİST imalat sektöründeki şirketlerin fiyat/kazanç oranını belirleyen faktörlerin analizi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 14(1), 991-1009. <https://doi.org/10.20491/isarder.2022.1423>
- Yoo, S. and Managi, S. (2022). Disclosure or action: Evaluating ESG behavior towards financial performance. *Finance Research Letters*, 44, 102108. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102108>

CORPORATE SUSTAINABILITY AND FIRM PERFORMANCE: THE CASE OF TÜRKİYE

EXTENDED SUMMARY

Aim of the study

It is a fact that sustainability and financial performance are intertwined, and effective sustainability practices provide economic benefits. In Türkiye, the Borsa İstanbul (BIST) Sustainability Index has been calculated for BIST companies since 2014. Since 2021, the determination of companies to be included in the BIST Sustainability Index and the calculation of ESG scores have been carried out by LSEG. The aim of this study is to examine the relationship between the ESG scores and the financial performance of companies listed in the BIST Sustainability Index in Türkiye for the period 2019–2023. For this purpose, the study analyzes the relationship between ESG scores obtained from LSEG Workspace and Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Price/Earnings Ratio (PER), Market Value/Book Value Ratio (P/B), and SIZE.

The Literature

In recent years, the number of studies on sustainability has been increasing day by day. There are studies that investigate the relationship between the sustainability index and financial performance. However, the number of studies examining the relationship between ESG scores and financial performance is very limited. Additionally, in the literature, the relationship between the sustainability index and financial performance ratios such as ROA and ROE has generally been explored. In this study, unlike other studies, the relationship between ESG Scores and ROA, ROE, PER, P/B, and SIZE has been examined.

Data and Methodology

This study utilizes financial ratios and ESG scores of 48 companies listed in the Borsa İstanbul (BIST) Sustainability Index between 2019 and 2023, selected from a total of 89 companies for which ESG scores were calculated and data were suitable for analysis. Financial performance indicators and ESG scores were obtained from the LSEG Workspace database. The financial performance variables include Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Price-to-Earnings Ratio (PER), and Market-to-Book Ratio (P/B). The impact of ESG scores on financial performance was examined using panel data regression analysis. The panel data regression method was chosen as an effective tool to reveal structural relationships and interactions between the variables. These methods enabled an empirical evaluation of the dynamic and directional relationships between ESG performance and financial indicators.

Results

According to the panel regression results, the environmental score has a positive and significant effect on ROA ($p < 0.10$), while the social score has a negative and significant effect ($p < 0.05$). In the PER model, the governance score exhibits a negative and significant effect ($p < 0.05$), whereas none of the ESG components have a significant impact on the P/B ratio. The SIZE variable stands out as a significant control variable in some models. These findings reveal that the impact of ESG performance on financial indicators varies depending on the individual components and the financial metrics used. It is particularly understood that environmental and social factors should be taken into account in terms of firm performance.

Conclusion

The findings of this study indicate that the impact of ESG performance on financial performance is limited for companies listed in the Borsa Istanbul Sustainability Index, but it differs across components. In particular, environmental performance stands out with a positive effect on profitability, while social investments may create financial pressure in the short term. It has also been determined that the governance component has a negative reflection on market valuation indicators. These results reveal that ESG strategies should be designed in alignment with the financial goals of companies and by taking sectoral dynamics into account. In addition, analyzing ESG components separately and improving integrated reporting standards will offer a more transparent and comparable evaluation opportunity for both investors and policymakers. In this context, financial and fiscal support mechanisms should be developed to encourage environmental and social sustainability investments. Future research can make significant contributions to the literature by focusing on in-depth sectoral analyses and the impact of ESG on non-financial outcomes.