



ARAŞTIRMA MAKALESİ | RESEARCH ARTICLE

FİNANSAL OLMAYAN BİLGİLERİN RAPORLANMASINDAKİ
ŞEFFAFLIĞIN İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ¹

İsmail Hakkı ÜNAL

Arş. Gör. Dr.,
İzmir Demokrasi Üniversitesi,
İşletme Bölümü,
ishakkiunal@gmail.com
ORCID 0000-0003-4465-9045

Atıf / Citation: Ünal, İ.H. (2024). Finansal olmayan bilgilerin raporlanmasındaki şeffaflığın işletmelerin finansal performansına etkisi. *İnönü Üniversitesi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, (İNİJOSS), 13(2), 386-417.

<https://doi.org/10.54282/inijoss.1527127>

Öz

Araştırmanın amacı, işletmelerin finansal olmayan bilgilerini raporlamalarındaki şeffaflık düzeyleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemektir. Bu çerçevede, işletmelerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) konularındaki bilgilerini paydaşlarına rapor ederken gösterdikleri şeffaflık düzeyinin, muhasebe ve piyasa temelli finansal performans göstergeleri dikkate alındığında, finansal performansları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Şeffaflık düzeyini ölçmek için Bloomberg tarafından yayınlanan ESG Açıklama Skoru kullanılmıştır; bu skor, işletmelerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetimle ilgili bilgilerini ne ölçüde açıkladıklarını nicel olarak değerlendirmektedir. İşletmelerin finansal performansını belirlemek için muhasebe temelli göstergeler olarak Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar (EBITDA) ve Aktif Karlılık Oranı (ROA), piyasa temelli göstergeler olarak ise TOBIN Q oranı ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı seçilmiştir. Araştırmada ayrıca kontrol değişkenleri de kullanılmıştır; bu değişkenler arasında İşletme Büyüklüğü, İşletmenin Yaşı, Finansal Kaldıraç Oranı, Cari Oran, Big Four Denetimi ve ülkelerin Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) değerleri yer almaktadır. Araştırma, gelişmekte olan

¹ Bu çalışma Prof. Dr. Hüseyin AKAY'ın danışmanlığında Arş. Gör. İsmail Hakkı ÜNAL tarafından hazırlanan "FİNANSAL OLMAYAN BİLGİLERDEKİ ŞEFFAFLIĞIN İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİ: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE AMPİRİK BİR ARAŞTIRMA" başlıklı doktora tezinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

ülkelerde faaliyet gösteren ve 2010-2019 yılları arasında verilerine ulaşılabilen işletmelere odaklanmıştır. Panel veri analizi yöntemi kullanılarak, Arellano, Froot ve Rogers Tahmircisi ile Driskoll-Kraay Tahmircisi gibi standart hatalara karşı dirençli tahminci yöntemleri uygulanmıştır. Elde edilen bulgular, işletmelerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim skorlarının finansal performansları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Başka bir deyişle, işletmelerin şeffaflık düzeyleri ile finansal performansları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Finansal Olmayan Bilgi, Şeffaflık, Finansal Performans, ESG, Sürdürülebilirlik.

THE EFFECT OF TRANSPARENCY IN NONFINANCIAL INFORMATION REPORTING ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF ENTERPRISES

Abstract

The aim of the research is to examine the relationship between the transparency level of enterprises in reporting their non-financial information and their financial performance. Within this framework, the effect of the transparency level of enterprises when reporting their environmental, social and corporate governance (ESG) information to their stakeholders on their financial performance was investigated when accounting and market-based financial performance indicators were taken into consideration. The ESG Disclosure Score published by Bloomberg was used to measure the level of transparency; this score quantitatively evaluates the extent to which enterprises disclose their environmental, social and corporate governance information. Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA) and Return on Assets (ROA) were selected as accounting-based indicators to determine the financial performance of companies, while TOBIN Q ratio and Market Value/Book Value (PD/DD) ratio were selected as market-based indicators. Control variables were also used in the research; these variables include Business Size, Business Age, Financial Leverage Ratio, Current Ratio, Big Four Audit and Gross Domestic Product (GDP) values of countries. The research focused on enterprises operating in developing countries and whose data were available between 2010 and 2019. Using the panel data analysis method, estimator methods that are robust to standard errors such as the Arellano, Froot and Rogers Estimator and the Driskoll-Kraay Estimator were applied. The findings show that the environmental, social and corporate governance scores of enterprises have a significant and positive effect on their financial performance. In other words, a statistically significant relationship was found between the transparency levels of enterprises and their financial performance.

Keywords: Non-financial Information, Transparency, Financial Performance, ESG, Sustainability.

GİRİŞ

İşletmelerin sürdürülebilirliği sağlama çabaları, finansal performanslarını sürekli olarak iyileştirmelerine bağlıdır. İşletmelerin finansal performanslarını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Bu faktörleri dikkate alarak, işletmelerin finansal performanslarını sürdürülebilir bir şekilde artırmaları gerekmektedir. Bu unsurlardan biri, paydaşlara sunulan bilgilerin şeffaflığıdır.

Şeffaflık, işletmenin ticari sırlar haricindeki tüm finansal ve finansal olmayan bilgileri, paydaşların ihtiyaçlarına uygun, doğru, kapsamlı, doğrulanabilir, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, zamanında ve analiz edilebilir bir şekilde sunmasını ifade eder. Paydaşların karar alma süreçlerini etkileyen çeşitli faktörler vardır. Bu bağlamda, paydaşların kişilik özellikleri, riske karşı tutumları, kararın önem düzeyi, çevresel koşullar, alternatif seçenekler, zaman ve karar alma sürecindeki kısıtlar örnek olarak verilebilir. Bilgiye erişimin yıllar içinde kolaylaşmasıyla, işletme bilgilerindeki belirsizliklerin azaldığı ve paydaşların işletmelerle ilgili karar alma süreçlerinin kolaylaştığı gözlemlenmektedir. Bilgiye erişimin daha kolay hale gelmesiyle birlikte, paydaşların bilgiye olan talebi de artmıştır. Bu nedenle, paydaşların bilgi taleplerini karşılamak amacıyla

işletmeler de daha şeffaf raporlama yapma eğilimine girmişlerdir. Ayrıca, mevzuat gereği yayınlanması zorunlu olan bilgilere ek olarak, açıklanması zorunlu olmayan bilgilerin de faaliyet raporlarında yer aldığı görülmektedir. Finansal olmayan bilgilerin de artan bilgi talebi nedeniyle kamuya açıklandığı gözlenmektedir.

Paydaşlar, karar alma süreçlerinde finansal bilgilerin yanı sıra finansal olmayan bilgileri de kamuya açıklayan işletmelere daha fazla güven duymaktadır. Şeffaf işletmeler, paydaşlarına sağladıkları güven ile faaliyetlerinde daha etkin olabilir ve dolayısıyla finansal performanslarını da artırabilirler. Bu araştırmanın amacı, işletmelerin raporlamalarındaki şeffaflık düzeyleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemektir.

Araştırma kapsamında, işletmelerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim alanlarındaki bilgilerini raporlarla paydaşlarına sunma şeffaflık düzeylerinin, muhasebe ve piyasa temelli finansal performans göstergeleri dikkate alındığında finansal performanslarını etkileyip etkilemediği analiz edilmiştir. Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim konularındaki şeffaflık düzeyini tespit etmek için, Bloomberg tarafından yayınlanan ve işletmelerin bu konulardaki açıklamalarını nicel olarak değerlendiren Bloomberg Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim Açıklama Skoru kullanılmıştır. Finansal performans düzeylerini belirlemek için ise muhasebe temelli göstergelerden Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kar (EBITDA) ve Aktif Karlılık Oranı (ROA) kullanılmıştır. Piyasa temelli göstergelerden ise TOBIN Q oranı ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı ele alınmıştır. Araştırmada, İşletme Büyüklüğü, İşletmenin Yaşı, Finansal Kaldıraç Oranı, Cari Oran, Big Four denetim durumu ve ülkelerin Gayrisafi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) değerleri gibi kontrol değişkenleri de kullanılmıştır. Araştırma, gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren ve 2010-2019 yılları arasında verilerine erişilebilen işletmeler üzerinde gerçekleştirilmiş, panel veri analizi yöntemi kullanılarak analizler yapılmıştır. Analizlerin doğruluğunu ve tutarlılığını sağlamak amacıyla Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi ile Driskoll-Kraay Tahmincisi gibi standart hatalara karşı dirençli tahminci yöntemleri kullanılmıştır.

1. ESG İLE FİNANSAL PERFORMANS İLİŞKİSİNE YÖNELİK LİTERATÜR

İşletmelerin finansal performanslarını etkileyen faktörlerin incelenmesi, literatürde geniş bir yer bulmuştur. Günümüz koşullarında işletmelerin sürdürülebilir finansal performansa ulaşabilmeleri, çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim alanlarında sürdürülebilirlik performanslarını artırmaları ile doğrudan ilişkilidir. ESG (Environmental, Social, Governance) konularına olan ilginin artması, ESG skorlarının işletmelerin finansal performanslarına etkisini araştıran akademik çalışmaların da artmasına neden olmuştur.

Oxford Üniversitesi ve Arabesque Varlık Yönetim Şirketi'nin gerçekleştirdiği meta-analiz çalışmasında, kurumsal sürdürülebilirlik ile finansal performans arasında güçlü bir ilişki olduğu ortaya konmuştur. İncelenen kaynakların % 88' inde, entegre ESG uygulamalarının işletmelerin finansal performansını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir (Aras vd., 2020: 30).

Gillan ve diğerleri (2010), işletmelerin ESG performanslarının faaliyet performansı, verimlilik, ücretlendirme, yatırımcılarla olan ticari ilişkiler ve paydaş değerlemeleri üzerindeki

etkilerini araştırmışlardır. Çalışmanın sonuçlarına göre, ESG performansı yüksek olan işletmelerin performans ve verimliliklerinin yanı sıra işletme değerlerinde de artış görülmektedir.

Friede ve diğerleri (2015), ESG boyutları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ele alan ampirik çalışmaları meta-analiz yöntemiyle değerlendirmişlerdir. 1970'ten itibaren 2000'den fazla araştırmayı içeren bu meta-analiz, işletmelerin ESG yatırımları ile finansal performansları arasında genellikle olumlu sonuçlar bulunduğunu ortaya koymuştur.

Tarmuji ve diğerleri (2016), çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerin ekonomik performanslarına etkilerini incelemişlerdir. Malezya ve Singapur'daki işletmeler üzerinde yapılan bu çalışmada, sosyal ve kurumsal yönetim uygulamalarının ekonomik performans üzerinde anlamlı etkilerinin olduğu saptanmıştır.

Garcia ve diğerleri (2017), Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika (BRICS) ülkelerinde faaliyet gösteren 365 işletmenin ESG skorları ile finansal profilleri arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bu çalışmada, ESG performansı ile finansal performans arasında bir ilişki tespit edilmemiş, ancak çevresel ve kurumsal yönetim boyutlarında işletmelerin daha iyi performans sergilediği görülmüştür.

Yu ve diğerleri (2018), ESG açıklamalarının işletme değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 47 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkedeki sermaye yoğun 1996 işletme ile yapılan bu çalışmada, ESG açıklama skorlarının yüksek olduğu işletmelerin, Tobin Q gibi işletme değerini ölçmekte kullanılan göstergelerde daha iyi performans sergilediği belirlenmiştir.

Xie ve diğerleri (2019), ESG performansının kurumsal verimlilik ve karlılık üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Bulgular, ESG açıklama düzeyinin kurumsal verimlilik üzerinde pozitif bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Grisales ve Caracuel (2021), Latin Amerika'da faaliyet gösteren çokuluslu işletmelerin finansal performanslarının ESG skorlarıyla ilişkili olup olmadığını incelemişlerdir. Analiz sonuçları, ESG skorları ile finansal performans arasında anlamlı ancak negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir.

Huang (2021), ESG performansı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ele alarak, ESG performansı yüksek olan işletmelerin finansal performanslarının da yüksek olduğunu bulgulamıştır.

Mohammad ve Wasiuzzaman (2021), Malezya borsasında işlem gören işletmeler üzerinde yaptıkları çalışmada, ESG açıklamalarının işletme performansını iyileştirdiğini ve rekabet avantajı sağladığını tespit etmişlerdir.

Şişman ve Çankaya (2021), havayolu sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin ESG skorlarının finansal performanslarına etkisini araştırmışlardır. Sonuçlar, ESG skorlarının finansal performansı istatistiki olarak anlamlı bir şekilde açıklamadığını, yalnızca ESG genel skoru ile ROA arasında anlamlı bir ilişki bulunduğunu ortaya koymuştur.

Chen ve Xie (2022), işletmelerin ESG açıklamalarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemiş ve ESG açıklama skorları ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır.

Çetenak ve diğerleri (2022), Türkiye'deki mevduat bankalarının ESG skorlarının finansal performanslarına etkisini araştırmışlar ve toplam ESG skorlarının, sosyal skorlarının ve kurumsal yönetim skorlarının ROA ve Tobin Q değerlerini pozitif yönde etkilediğini tespit etmişlerdir.

Doğan vd. (2022), BRICS (Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Kore) ülkelerinde faaliyet gösteren 423 işletmenin ESG performanslarının finansal performanslarına olan etkilerini incelemiştir. Bu incelemede, muhasebe temelli finansal performans göstergelerinden özkaynak karlılığı (ROE), piyasa temelli finansal performans göstergelerinden ise Tobin Q kullanılmıştır. 2013-2020 yılları verilerinden hareketle yapılan analiz sonucunda ESG toplam skorunun ve alt skorlarının işletmelerin karlılıkları ve firma değerlerinde dolayısıyla finansal performanslarında bir artışa katkı sağladığı tespit edilmiştir.

Şeker ve Güngör (2022), elektrik, su, gaz ve atık sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin ESG performanslarının finansal performanslarına etkisini incelemektedir. Gerçekleştirilen regresyon analizleri sonucunda işletmelerin ESG performanslarının finansal performansları üzerinde etkili olmadığı tespit edilmiştir.

Bumin ve Ertuğrul (2023), BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketlerin sürdürülebilirlik notları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. İlgili endekste yer alan 62 işletmenin 2022 yılı verilerinden yapılan analizler sonucunda; işletmelerin sürdürülebilirlik notları ile işletme değeri arasında negatif bir ilişki tespit edilmiş, diğer finansal performans göstergeleri olan aktif karlılık oranı ve hisse senedi getiri oranları ile sürdürülebilirlik notları arasında ise anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Göngör Karyağdı ve Şit (2023), ESG performansının sermaye maliyeti ve finansal performans ile ilişkisi incelenmiştir. BIST Sürdürülebilirlik 25 Endeksinde yer alan işletmelerin 2018-2022 yılları arasındaki verilerinden yararlanarak analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın bağımsız değişkeni ESG performansı olup bağımlı değişkenleri Aktif Karlılık Oranı (ROA), Piyasa Değeri/ Defter Değeri ve Finansman Giderleri/Net Satışlar'dır. Analiz sonucunda incelenen firmaların ESG performanslarının Aktif Karlılıkları üzerinde pozitif bir etkisinin olduğu görülmüştür.

Özer vd. (2023), işletmelerin ESG uygulamalarının finansal performanslarına olan etkisini araştırmıştır. Elde edilen bulgular işletmelerin ESG uygulamalarının işletmelerin finansal performanslarına olumlu yönde katkı sağladığı gözlenmiştir. ESG alt boyutlarından çevresel boyut ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki gözlenirken, sosyal ve kurumsal yönetim boyutlarıyla finansal performans arasında anlamlı bir ilişki saptanmamıştır.

Xiao (2023), Çin'de faaliyet gösteren işletmelerin ESG seviyesinin ve ESG göstergelerinin açıklanmasının finansal performans üzerindeki etkisini incelemiştir. Sonuçlar, ESG seviyesinin yükselmesinin ve ESG göstergelerinin açıklanma düzeylerinin artmasının finansal performansı artırabileceğini göstermektedir.

Akkaya (2024), turizm endekslerinde yer alan işletmelerin finansal performansları, piyasa performansları ve ESG performansları arasındaki etkileşim incelenmiştir. Analizler sonucunda ESG ilkeleri için yapılan her çalışmanın, uzun vadede işletmelerin hem finansal performansını hem de piyasa performansını olumlu etkileyeceği ve bu etkileşimlerin karşılıklı olarak birbirlerine yansıtacağı tespit edilmiştir.

Karaçayır ve Afşar (2024), Borsa İstanbul'da işlem gören işletmelerin ESG performanslarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. 31 işletmenin 2014-2022 yılları arasındaki verilerden yararlanarak gerçekleştirilen analizler, ESG puanlarının işletmelerin aktif karlılıkları (ROA) ve piyasa değeri/defter değeri oranları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye neden olduğunu göstermektedir.

Negara vd. (2024), ESG açıklamalarının finansal performans üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Endonezya'da faaliyet gösteren 55 işletmenin 2017-2021 yılları verileri kullanılarak analizler gerçekleştirilmiştir. ESG Açıklama Puanı ile finansal performans ile anlamlı olmayan pozitif bir ilişki tespit edilmiştir. Dolayısıyla ESG açıklamalarıyla finansal performans arasında bir bağlantı saptanamamıştır.

Veeravel vd. (2024), Hindistan Ulusal Borsası'nda listelenen şirketlerin ESG açıklama skorlarının finansal performanslarına etkilerini incelemiştir. Finansal performans ölçütleri olarak, aktif karlılığı (ROA), özsermaye karlılığı (ROE), Tobin Q oranı ve Fiyat/Kazanç oranını kullanmıştır. Araştırma sonuçları işletmelerin ESG açıklama düzeyleri arttıkça finansal performanslarının da yükseldiğini göstermektedir. Dolayısıyla finansal performansını yükseltmek isteyen işletmelerin, ESG açıklamalarına önem vermesi gerektiği savunulmaktadır.

Literatürdeki çalışmalara genel olarak bakıldığında, uluslararası alanda ESG skorlarına yönelik çalışmaların nispeten daha eskiye dayandığı, ulusal anlamda ise bu konunun son birkaç yıl içinde yaygınlaştığı görülmektedir. Ulusal düzeyde ESG skorlarının finansal performans üzerindeki etkisini araştıran çalışmaların az olduğu, genellikle belirli sektörlerle odaklanan araştırmaların yapıldığı da görülmektedir. Bu araştırma, gelişmekte olan ülkeler genelinde bir analiz gerçekleştirilerek hem ulusal hem de uluslararası literatüre önemli bir katkı sağlayabilme niteliğine sahiptir.

2. ÇEVRESEL, SOSYAL VE KURUMSAL YÖNETİM (ESG) BİLGİLERİNİN RAPORLANMASINDAKİ ŞEFFAFLIK VE İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSINA ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİNE YÖNELİK AMPİRİK ARAŞTIRMA

Araştırmanın bu bölümünde yapılacak olan araştırmanın kapsamı, kısıtları, yöntemi, araştırmada kullanılan değişkenler, araştırmanın hipotezleri, modeli ve elde edilen bulgular açıklanmıştır.

2.1. Araştırmanın Yöntemi

Bu araştırma, 19 gelişmekte olan ülkede, 59 farklı endüstride faaliyet gösteren 715 işletmenin 2010-2019 yılları arasındaki verilerini inceleyerek, finansal olmayan bilgilerin şeffaflığının işletmelerin finansal performanslarına etkisini ele almaktadır. Araştırmada kullanılan veriler,

Refinitiv'in Eikon Datastream uygulamasından elde edilmiştir ve hem zaman serisi hem de yatay kesit verilerini içerdiğinden, panel veri analizi uygulanmıştır. Tüm analizler STATA programı ile gerçekleştirilmiştir.

Araştırma modellerinin analizine geçmeden önce, değişkenlerdeki uç değerlerin potansiyel etkilerini kontrol etmek amacıyla %1 ve %99 seviyelerinde "winsorize" edilmiştir. Ayrıca, modellerde yıl, ülke ve sektör düzeyinde sabit etkiler dikkate alınarak, zamana, ülkeye ve sektöre özgü gözlemlenemeyen faktörlerin modellere etkisi kontrol altına alınmıştır.

Finansal olmayan bilgilerin şeffaflığının işletmelerin finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla, bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisini belirlemek için çok değişkenli doğrusal regresyon yöntemi tercih edilmiştir. Araştırma modellerinde kullanılan veriler, standart hataların ortaya çıkmasına yol açabilecek nitelikte olduğundan, çeşitli duyarlılık kontrolleri ve içsellik sorunlarına karşı sağlamlık sağlamak için dirençli tahminciler kullanılmıştır. Bu kapsamda Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi ile Driscoll-Kraay Tahmincisi tercih edilmiştir (Chen, Han, Li, Megginson, ve Zhang, 2022; Temiz ve Acar, 2023; Temiz ve Özdemir, 2023).

Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi, kalıntıların bağımsız dağılımlı olması varsayımının esnekleştiği durumlarda tahminler yapar. Bu tahminci, kalıntıların birim içinde korelasyonlu ancak birimler arasında korelasyonsuz olduğu durumlarda sapmalara karşı dirençli standart hatalar üretir. Heteroskedastisite ve otokorelasyon durumlarında da dirençli tahminler sunar. Driscoll-Kraay Tahmincisi ise modelde heteroskedastisite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon varlığında tercih edilebilir ve $N > T$ durumlarında daha geçerli sonuçlar sunar (Tatoğlu, 2018: 308, Tatoğlu, 2018: 340).

2.2. Araştırmanın Değişkenleri

Araştırmanın veri seti, 2010-2019 yıllarını kapsayan zaman serisi verileri ve çeşitli işletmelere ait finansal ve finansal olmayan bilgileri içeren yatay kesit verilerinden oluşmaktadır. Bu nedenle, veri setinin özellikleri göz önüne alındığında, analizlerde panel regresyon yöntemi kullanılmıştır.

Araştırmanın amacı doğrultusunda, işletmelerin finansal performanslarını değerlendirebilecek uygun göstergelerin belirlenmesi gerekmektedir. Literatürde hem muhasebe temelli hem de piyasa temelli performans göstergelerinin kullanıldığı görülmektedir.

Muhasebe temelli göstergeler arasında en yaygın kullanılanlardan biri Aktif Karlılığı Oranı (ROA) olarak belirlenmiştir (Xie vd., 2019; Şişman ve Çankaya, 2021; Grisales ve Caracuel, 2021; Çetenak vd., 2022). Piyasa temelli finansal performans göstergeleri arasında ise en fazla tercih edilen oran Tobin Q'dur (Xie vd., 2019; Chen ve Xie, 2022; Şişman ve Çankaya, 2021; Mohammad ve Wasiuzzaman, 2021; Yu vd., 2018; Çetenak vd., 2022). Ayrıca, muhasebe temelli finansal performans göstergelerinden Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (EBITDA) ve piyasa temelli finansal performans göstergelerinden Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranı, araştırmanın kapsamını genişletmek ve analiz sonuçlarını doğrulamak amacıyla bağımlı değişkenler olarak seçilmiştir.

Araştırmada bağımsız değişken olarak Bloomberg'in Çevresel, Sosyal ve Yönetim Açıklama Skorları kullanılmıştır. Bloomberg, dünya genelinde 11.800'den fazla şirket için bu tür skorlar sağlamaktadır. Bu puanlar, şirketlerin web siteleri, kurumsal sosyal sorumluluk veya sürdürülebilirlik raporları, zorunlu açıklamaları ve diğer kamuya açık kaynaklardan elde edilen verilerle hesaplanmaktadır (Giannarakis vd. 2014, Akt. Temiz ve Acar, 2023: 5). Bloomberg, şirketlerin ESG konularında yaptığı açıklamaları değerlendirir ve bu açıklamaların miktarına göre 0,1 ile 100 arasında bir puan verir. Yüksek bir açıklama skoru, şirketin daha fazla ESG bilgisi sunduğunu gösterir; bu puan, bilginin olumlu ya da olumsuz etkilerine bakılmaksızın sadece açıklanan bilgi miktarını ifade eder. Bu skor, hem ESG'nin genel bir değerlendirmesi olarak hem de çevresel (E), sosyal (S) ve yönetim (G) alt başlıklarında ayrı ayrı hesaplanır. Bloomberg'in ESG açıklama matrisinde her bir alt başlık için çok sayıda değişken bulunur. Örneğin, çevresel boyut toplam sera gazı emisyonları, enerji tüketimi ve su kullanımı gibi verileri içerir. Sosyal boyut ise çalışan devir hızı, iş gücündeki kadın oranı ve topluluk harcamaları gibi konuları kapsar. Kurumsal yönetim boyutu ise yönetim kurulu üyelerinin görev süreleri ve siyasi bağışlar gibi konuları içerir (Yu ve Luu, 2021: 2).

Yu vd. (2018) ve Tamimi ve Sebastianelli (2017) çalışmaları, şirketlerin şeffaflık seviyelerini Bloomberg ESG açıklama skorları aracılığıyla analiz etmiştir. Bu nedenle, araştırmada ESG skorlarının hesaplanması tercih edilmiştir. Bu skorlar, şirketlerin ESG bilgilerini ne ölçüde açıkladığını gösterir ve performansı ölçmek yerine açıklama düzeyini değerlendirir. Bu bağlamda, "Bloomberg Environmental, Social and Governance Disclosure Score" kavramı Türkçeye "Bloomberg Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim Açıklama Skoru" olarak çevrilmiştir. Bu skor, şirketlerin ESG bilgilerini açıklama şeffaflıklarını, yani kamuoyunu bilgilendirme düzeylerini yansıttığı için, araştırmada "Kamuyu Aydınlatma Skoru" olarak adlandırılmıştır. Alt boyutlar ise "Çevresel Skor", "Sosyal Skor" ve "Kurumsal Yönetim Skoru" olarak ifade edilmiştir.

Kontrol değişkenleri, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin daha net bir şekilde açıklanabilmesi için sabit tutulan faktörlerdir. Bu çalışmada, finansal olmayan bilgilerin raporlanmasındaki şeffaflığın işletmelerin finansal performansına etkisi araştırıldığı için, bu etki üzerinde dengesizlik oluşturabilecek değişkenlerin kontrol edilmesi modelin geçerliliğini artıracaktır. Dolayısıyla, işletmelerin finansal performansına etki edebilecek diğer faktörlerin kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmesiyle bu etkilerin azaltılması amaçlanmıştır. Örneğin, işletmelerin varlık büyüklüğü finansal performans üzerinde etkili olabilecek bir faktör olarak kabul edilebilir. Bu nedenle, varlık büyüklüğünün etkisini sabitlemek amacıyla, işletmelerin varlık büyüklüğü kontrol değişkeni olarak modele dahil edilmiştir.

Araştırmada kullanılan kontrol değişkenleri literatürden faydalanılarak seçilmiştir. Literatürde yaygın olarak kullanılan ve bu çalışmada da uygun görülen kontrol değişkenleri şunlardır:

İşletme Büyüklüğü: İşletme büyüklüğünü ölçmek için çeşitli göstergeler kullanılabilir. Bu çalışmada, işletmenin toplam varlıkları, işletme büyüklüğünü belirlemek için tercih edilmiştir. Verilerin anlamlılığını korumak adına, toplam varlıkların doğal logaritmaları analizlere dahil edilmiştir (Yu vd., 2018; Chen ve Xie, 2022; Bennouri vd., 2018; Jiang vd., 2022).

Araştırma modelinde yer alan değişkenler ise aşağıda Tablo 1'deki gibi tanımlanmıştır.

Tablo 1. Araştırma Modelinde Yer Alan Değişkenler

Değişkenler	Açıklama	Kaynak
Bağımlı Değişkenler		
EBITDA	İşletmelerin faiz, amortisman ve vergi öncesi kârlarının, toplam varlıklarına bölünmesiyle hesaplanan bir kârlılık oranıdır.	Refinitiv
ROA	İşletmelerin olağanüstü kalemler dahil edilmeden önceki net gelirleri toplamının, varlıkları toplamına bölünmesi.	Refinitiv
TOBIN Q	Refinitiv'den elde edilen Tobin's Q oranı.	Refinitiv
PD/DD	İşletmelerin hisse senetlerinin toplam piyasa değerlerinin, defter değerlerine bölünmesiyle elde edilir.	Refinitiv
Bağımsız Değişkenler		
Kamuyu Aydınlatma Skoru (ESG)	İşletmelerin ESG bilgilerinin tümü kapsamında kamuyu aydınlatma düzeyleri.	Bloomberg
Çevresel Skor	İşletmelerin Çevresel bilgileri kapsamında kamuyu aydınlatma düzeyleri.	Bloomberg
Sosyal Skor	İşletmelerin Sosyal bilgileri kapsamında kamuyu aydınlatma düzeyleri.	Bloomberg
Kurumsal Yönetim Skoru	İşletmelerin Kurumsal Yönetim bilgileri kapsamında kamuyu aydınlatma düzeyleri.	Bloomberg
Kontrol Değişkenleri		
İşletme Büyüklüğü	İşletmelerin belirlenen yıllar içinde sahip oldukları varlıkların doğal logaritması.	Refinitiv
İşletmenin Yaşı	İşletmelerin faaliyetlerine başladıktan sonra kaç yıl geçtiğini gösteren değerdir.	Refinitiv
Finansal Kaldıraç Oranı	İşletmelerin toplam borçlarının, varlıklarının toplamına bölünmesiyle elde edilen orandır.	Refinitiv
Cari Oran	İşletmelerin toplam dönen varlıklarının, toplam kısa vadeli yabancı kaynaklarına bölünmesiyle elde edilen orandır.	Refinitiv
Big Four Denetim Durumu	İşletmelerin dört büyük denetim firmalarından birisi tarafından denetlenmesi halinde 1, denetlenmemesi halinde 0 değerini alan kukla değişken.	Refinitiv
GSYIH	Bir ülkede bir yıl içinde üretilen mal ve hizmetlerin toplam değeridir.	Refinitiv

2.3. Araştırmanın Hipotezleri

Araştırma işletmelerin ESG bilgilerinin raporlamalarındaki şeffaflık düzeylerinin finansal performansları üzerindeki etki yönünü ve düzeyini tespit etmeyi amaçlamaktadır. Bu amaca istinaden 16 farklı hipotez oluşturulmuştur.

- H₁: İşletmenin Kamuyu Aydınlatma Skoru'nun EBITDA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₂: İşletmenin Kamuyu Aydınlatma Skoru'nun ROA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₃: İşletmenin Kamuyu Aydınlatma Skoru'nun TOBIN Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.

- H₄: İşletmenin Kamuyu Aydınlatma Skoru'nun PD/DD oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₅: İşletmenin Çevresel Skoru'nun EBITDA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₆: İşletmenin Çevresel Skoru'nun ROA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₇: İşletmenin Çevresel Skoru'nun TOBIN Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₈: İşletmenin Çevresel Skoru'nun PD/DD oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₉: İşletmenin Sosyal Skoru'nun EBITDA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₁₀: İşletmenin Sosyal Skoru'nun ROA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₁₁: İşletmenin Sosyal Skoru'nun TOBIN Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₁₂: İşletmenin Sosyal Skoru'nun PD/DD oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₁₃: İşletmenin Kurumsal Yönetim Skoru'nun EBITDA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₁₄: İşletmenin Kurumsal Yönetim Skoru'nun ROA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₁₅: İşletmenin Kurumsal Yönetim Skoru'nun TOBIN Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.
- H₁₆: İşletmenin Kurumsal Yönetim Skoru'nun PD/DD oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi vardır.

2.4. Araştırmanın Modelleri

Araştırmada 16 farklı hipotez test edilmiş ve dolayısıyla da 16 farklı model oluşturulmuştur. Araştırma, raporlamadaki şeffaflığın finansal performans üzerindeki etkisini incelemektedir. İşletmeler, paydaşlarına sundukları raporları genellikle geçmiş yıl verileriyle hazırlamaktadır. Örneğin, bir işletme 2018 yılına ait bilgileri, 2019 yılının ilk çeyreğinde yayınlanan kurumsal raporlar aracılığıyla paydaşlarına açıklamaktadır. Bu nedenle, sunulan bilgilerin etkisinin, işletmenin o bilgilerin ait olduğu yılındaki finansal performansını değil, bir sonraki yıldaki finansal performansını etkileyeceği beklenmektedir. Araştırma modeli oluşturulurken, bu duruma dikkat edilmiş ve aşağıdaki gibi modeller geliştirilmiştir.

$$EBITDA_{it+1} = \alpha + \beta_1 \text{Kurumsal Yönetim Skoru}_{it} + \beta_2 \text{İşletme Büyüklüğü}_{it} + \beta_3 \text{İşletmenin Yaşı}_{it} + \beta_4 \text{Finansal Kaldıraç Oranı}_{it} + \beta_5 \text{Cari Oranı}_{it} + \beta_6 \text{Big Four Denetim Durumu}_{it} + \beta_7 \text{GSYİH}_{it} + \Sigma \text{Yıllar} + \Sigma \text{Ülkeler} + \Sigma \text{Endüstriler} + \varepsilon_t$$

$$ROA_{it+1} = \alpha + \beta_1 \text{Kurumsal Yönetim Skoru}_{it} + \beta_2 \text{İşletme Büyüklüğü}_{it} + \beta_3 \text{İşletmenin Yaşı}_{it} + \beta_4 \text{Finansal Kaldıraç Oranı}_{it} + \beta_5 \text{Cari Oranı}_{it} + \beta_6 \text{Big Four Denetim Durumu}_{it} + \beta_7 \text{GSYİH}_{it} + \Sigma \text{Yıllar} + \Sigma \text{Ülkeler} + \Sigma \text{Endüstriler} + \varepsilon_t$$

$$TOBINO_{it+1} = \alpha + \beta_1 \text{Kurumsal Yönetim Skoru}_{it} + \beta_2 \text{İşletme Büyüklüğü}_{it} + \beta_3 \text{İşletmenin Yaşı}_{it} + \beta_4 \text{Finansal Kaldıraç Oranı}_{it} + \beta_5 \text{Cari Oranı}_{it} + \beta_6 \text{Big Four Denetim Durumu}_{it} + \beta_7 \text{GSYİH}_{it} + \Sigma \text{Yıllar} + \Sigma \text{Ülkeler} + \Sigma \text{Endüstriler} + \varepsilon_t$$

$$PD/DD_{it+1} = \alpha + \beta_1 \text{Kurumsal Yönetim Skoru}_{it} + \beta_2 \text{İşletme Büyüklüğü}_{it} + \beta_3 \text{İşletmenin Yaşı}_{it} + \beta_4 \text{Finansal Kaldıraç Oranı}_{it} + \beta_5 \text{Cari Oranı}_{it} + \beta_6 \text{Big Four Denetim Durumu}_{it} + \beta_7 \text{GSYİH}_{it} + \Sigma \text{Yıllar} + \Sigma \text{Ülkeler} + \Sigma \text{Endüstriler} + \varepsilon_t$$

2.5. Araştırmanın Bulguları

Araştırmada elde edilen bulgular betimsel ve istatistiki bulgular olarak iki başlık altında incelenmiştir.

2.5.1. Betimsel bulgular

Betimsel bulgular, araştırmanın örnekleminde yer alan işletmelerin ve araştırmada kullanılan değişkenlerin özelliklerindeki farklılıkları ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, hangi gelişmekte olan ülkelerden kaç işletmenin araştırmaya dahil edildiği, bu işletmelerin faaliyet gösterdiği endüstriler arasındaki dağılım ve araştırmada kullanılan değişkenlerin betimleyici analizleri incelenmiştir.

Finansal olmayan bilginin raporlanma düzeyinin artırılması, işletmelerin şeffaflık seviyelerini yükseltecektir. Ancak, finansal olmayan bilgilere dair raporlama zorunlu olmadığından birçok işletme bu tür raporlamalardan kaçınmaktadır. Araştırma, gelişmekte olan ülkelerde gerçekleştirilmiştir; bu nedenle, bu ülkelerdeki işletmelerin gönüllü raporlama seviyelerinin gelişmiş ülkelerdeki işletmelere kıyasla daha düşük olması beklenmektedir. Kamuyu aydınlatma skorları, işletmelerin açıkladığı çevresel, sosyal ve kurumsal bilgilerin seviyesine göre hesaplanmaktadır. Bu bilgiler finansal olmayan veriler olup, işletmeler tarafından gönüllü olarak açıklanmaktadır. Dolayısıyla, tüm işletmeler için bu skorun hesaplanması mümkün olmamaktadır. Araştırma bu kısıtlamalar nedeniyle sınırlandırılmış olup, yalnızca kamuyu aydınlatma skoruna erişilebilen gelişmekte olan ülkelerdeki işletmeler araştırmaya dahil edilmiştir. Tablo 2'de, ülkeler bazında kaç işletmenin araştırmaya dahil edildiği, ülkelerden elde edilen toplam gözlem sayısı ve gözlemlerin ülkelere göre yüzdelik dağılımları sunulmuştur.

Tablo 2. Araştırmada Yer Alan İşletmelerin Faaliyet Gösterdikleri Ülkelere Göre Dağılımı

Ülke	Firma Sayısı	Gözlem Sayısı	Yüzde (%)
Brezilya	11	94	1.74
Çin	314	2187	40.40
Endonezya	13	93	1.72
Filipinler	14	83	1.53
Güney Afrika	68	582	10.75
Güney Kore	63	554	10.23
Hindistan	83	662	12.23
Kolombiya	3	28	0.52
Malezya	41	297	5.49
Meksika	12	70	1.29
Peru	5	26	0.48
Polonya	2	20	0.37
Rusya	14	122	2.25
Suudi Arabistan	5	25	0.46
Şili	2	11	0.20
Tayland	10	58	1.07
Tayvan	48	451	8.33
Türkiye	6	46	0.85
Yunanistan	1	5	0.09
TOPLAM	715	5414	100

Tablo 2'ye bakıldığında, araştırmanın gelişmekte olan ülkelere yönelik 19 ülke içinde gerçekleştirildiği görülmektedir. En yüksek gözlem sayıları sırasıyla Çin, Hindistan, Güney Afrika ve Güney Kore'den alınmıştır. En düşük gözlem sayıları ise Yunanistan, Şili, Polonya ve Kolombiya ülkelerinden elde edilmiştir.

Araştırmada belirli yıllara ilişkin, ülkelerin işletmelerinin konumlarına ve faaliyet gösterdikleri endüstri alanlarına yönelik kukla değişkenler oluşturulmuştur. Bu nedenle, işletmelerin faaliyet gösterdikleri endüstri alanlarının dağılımı Tablo 3'te ayrıntılı olarak sunulmuştur.

Tablo 3. İşletmelerin Faaliyet Gösterdikleri Endüstri Alanlarına İlişkin Dağılım

Endüstri Adı	Gözlem Sayısı	Yüzde (%)
Havacılık ve Savunma	77	1.422239
Hava Taşımacılığı ve Lojistik	38	0.701884
Havayolları	37	0.683413
Oto Bileşenleri	138	2.548947
Otomobiller	111	2.05024
İçecekler	103	1.902475
Biyoteknoloji	74	1.366827
Yapı Ürünleri	24	0.443295
Kimyasal	285	5.26413
Ticari Hizmetler ve Malzemeler	54	0.997414
İletişim Ekipmanları	65	1.200591
İnşaat ve Mühendislik	196	3.620244

İnşaat Malzemeleri	163	3.010713
Konteynerler ve Ambalajlar	14	0.258589
Distribütörler	18	0.332471
Çeşitlendirilmiş Telekomünikasyon Hizmetleri	30	0.554119
Elektrik Hizmetleri	113	2.087181
Elektrik Ekipmanları	109	2.013299
Elektronik Gereçler, Aletler ve Bileşenler	152	2.807536
Enerji Ekipmanları ve Hizmetleri	41	0.757296
Eğlence	54	0.997414
Hisseli Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları	58	1.071297
Yiyecek ve Temel Malzemeler Perakendeciliği	105	1.939416
Gıda Ürünleri	279	5.153306
Gaz Hizmetleri	45	0.831178
Sağlık Ekipmanları ve Malzemeleri	39	0.720355
Sağlık Sağlayıcıları ve Hizmetleri	108	1.994828
Oteller, Restoranlar ve Eğlence	101	1.865534
Dayanıklı Ev Eşyaları	80	1.477651
Ev Ürünleri	10	0.184706
Bilgi Teknolojileri Hizmetleri	50	0.923532
Bağımsız Güç ve Yenilebilir Elektrik Enerjileri	105	1.939416
Endüstriyel Gruplar	158	2.91836
Etkileşimli Medya ve Hizmetler	14	0.258589
İnternet ve Doğrudan Perakende Pazarlama	11	0.203177
Yaşam Bilimi Araçları ve Hizmetleri	21	0.387883
Makine	152	2.807536
Denizcilik	32	0.59106
Medya	50	0.923532
Metal ve Madencilik	457	8.441079
Çoklu Yardımcı Programlar	20	0.369413
Çok Satırlı Perakende	67	1.237532
Petrol, Gaz ve Tüketilebilir Yakıtlar	149	2.752124
Kağıt ve Orman Ürünleri	19	0.350942
Kişisel Ürünler	64	1.18212
Eczacılık	260	4.802364
Profesyonel Hizmetler	3	0.055412
Gayrimenkul Gelişimi ve Yönetimi	257	4.746952
Karayolu ve Demiryolu	49	0.905061
Yarı İletkenler ve Yarı İletken Ekipmanlar	105	1.939416
Yazılım	59	1.089767
Özel Perakende	119	2.198005
Teknoloji Donanımı, Depolama ve Çevre Bilimleri	72	1.329885
Tekstil, Giyim ve Lüks Ürünler	80	1.477651
Tütün	20	0.369413
Ticaret Şirketleri ve Distribütörler	49	0.905061
Ulaşım Altyapısı	134	2.475065
Su Hizmetleri	30	0.554119
Kablosuz Telekomünikasyon Hizmetleri	87	1.606945
TOPLAM	5414	100

Tablo 3'ün incelenmesiyle, araştırmaya dahil edilen işletmelerin 59 farklı endüstri alanından geldiği belirlenmiştir. Gözlem sayısının en yüksek olduğu endüstri alanları sırasıyla; metal ve madencilik, kimyasal, gıda ürünleri ve eczacılık olarak sıralanmaktadır. En düşük gözlem sayısına

sahip endüstri alanları ise; profesyonel hizmetler, ev ürünleri, internet ve doğrudan perakende pazarlama ile etkileşimli medya ve hizmetlerdir.

Araştırmada kullanılan değişkenlere ilişkin betimsel bulgular aşağıda Tablo 4'te verilmiştir.

Tablo 4: Araştırmada Kullanılan Değişkenlere İlişkin Betimsel Bulgular

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma
Bağımlı Değişkenler			
EBITDA	5414	19.206	1058.502
ROA	5414	6.700	501.823
TOBIN Q	5414	1.954	134.978
PD/DD	5414	3.275	234.664
Bağımsız Değişkenler			
Kamuyu Aydınlatma Skoru (ESG)	5414	29.997	962.255
Çevresel Skor	5414	20.109	1171.997
Sosyal Skor	5414	32.991	1202.103
Kurumsal Yönetim Skoru	5414	49.964	614.998
Kontrol Değişkenleri			
İşletme Büyüklüğü	5414	21.829	94.681
İşletmenin Yaşı	5382	3.223	54.659
Finansal Kaldıraç Oranı	5414	24841	1314.069
Cari Oran	5396	1.826	104.941
Big Four Denetim Durumu	5414	0.523	36.592
GSYIH	5414	9.013	58.017

Tablo 4 incelendiğinde, araştırmada kullanılan değişkenlerden işletmenin yaşı ve cari oran haricindeki tüm değişkenlerin gözlem sayılarının toplam gözlem sayısı ile eşit olduğu görülmektedir. Araştırmanın bağımlı değişkenleri olan EBITDA, ROA, TOBIN Q ve PD/DD değişkenlerinin ortalama değerleri sırasıyla 19.206, 6.700, 1.954 ve 3.275 olarak belirlenmiştir. Bu değişkenlerin standart sapmaları ise sırasıyla 1.058.502, 501.823, 134.978 ve 234.664'tür.

Bağımsız değişkenler olan Kamuyu Aydınlatma Skoru, Çevresel Skor, Sosyal Skor ve Kurumsal Yönetim Skoru'nun ortalama değerleri sırasıyla 29.997, 20.109, 32.991 ve 49.964'tür. Bu bağımsız değişkenlerin standart sapmaları sırasıyla 962.255, 1.171.997, 1.202.103 ve 614.998'dir.

Kontrol değişkenleri olan İşletme Büyüklüğü, İşletmenin Yaşı, Finansal Kaldıraç Oranı, Cari Oran, Big Four Denetim Durumu ve GSYIH değişkenlerinin ortalamaları sırasıyla 21.829, 3.223, 24.841, 1.826, 0.523 ve 9.013'tür. Bu kontrol değişkenlerinin standart sapmaları ise sırasıyla 94.681, 54.659, 1.314.069, 104.941, 36.592 ve 58.017'dir.

2.5.2. İstatistiki bulgular

Araştırma kapsamında, 2010-2019 döneminde 19 gelişmekte olan ülkede faaliyet gösteren 715 işletmenin dengesiz panel veri seti kullanılarak panel veri analizi yapılmıştır. Analizler STATA yazılımı ile gerçekleştirilmiştir. İstatistiki bulgular, raporlama şeffaflığının işletmelerin finansal performanslarına etkisini değerlendirmeyi amaçlayan çeşitli analizleri içermektedir. Bu çerçevede:

- i. Araştırmada kullanılan değişkenler arasındaki korelasyonlar test edilmiştir.
- ii. İşletmelerin kamu bilgilendirme skorları dikkate alınarak, raporlama şeffaflığının finansal performansa etkisi Arellano, Froot ve Rogers tahmincileri ile incelenmiştir.
- iii. Aynı şekilde, kamu bilgilendirme skorları göz önünde bulundurularak, raporlama şeffaflığının finansal performans üzerindeki etkisi Driscoll ve Kraay tahmincileri ile analiz edilmiştir.

2.5.2.1. Araştırmada kullanılan değişkenler arasındaki korelasyon analizi

Araştırmanın amacı, şeffaflığın finansal performans üzerindeki potansiyel etkilerini tahmin etmektir. Bu bağlamda, tahmin modelinde kullanılan değişkenlerin öncelikle birbirleriyle olan korelasyon düzeylerinin analiz edilmesi gerekmektedir. Modelde yüksek korelasyonlu değişkenlerin bulunması, çoklu doğrusallık sorunlarına yol açabilir ve bu da tahmin analizi sonuçlarını olumsuz yönde etkileyebilir. Bu nedenle, araştırmada kullanılan değişkenler arasındaki korelasyon analizi sonuçları Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5: Araştırmada Kullanılan Değişkenler Arasındaki Korelasyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
EBITDA (1)	1.000													
ROA (2)	0.328	1.000												
TOBIN Q (3)	0.135	0.569	1.000											
PD/DD (4)	0.079	0.492	0.879	1.000										
Kamuyu Aydınlatma Skoru (ESG) (5)	0.022	-0.066	-0.180	-0.138	1.000									
Çevresel Skor (6)	0.014	-0.077	-0.183	-0.151	0.959	1.000								
Sosyal Skor (7)	0.038	-0.034	-0.140	-0.103	0.873	0.749	1.000							
Kurumsal Yönetim Skoru (8)	0.023	-0.057	-0.137	-0.087	0.721	0.596	0.589	1.000						
İşletme Büyüklüğü (9)	0.020	-0.276	-0.490	-0.419	0.243	0.257	0.166	0.190	1.000					
İşletmenin Yaşı (10)	-0.046	-0.037	-0.083	-0.083	0.284	0.257	0.215	0.272	0.024	1.000				
Finansal Kaldıraç Oranı (11)	0.042	-0.462	-0.355	-0.218	0.039	0.037	0.025	0.067	0.348	0.006	1.000			
Cari Oran (12)	0.164	-0.254	0.323	0.131	-0.115	-0.109	-0.083	-0.130	-0.268	-0.026	-0.425	1.000		
Big Four Denetim Durumu (13)	0.026	-0.071	-0.204	-0.177	0.422	0.406	0.362	0.356	0.134	0.184	-0.019	-0.017	1.000	
GSYİH (14)	-0.089	-0.151	-0.197	-0.190	0.138	0.165	0.094	0.047	0.158	-0.025	0.010	0.037	0.461	1.000

Değişkenler arasındaki korelasyon değerleri -1 ile +1 arasında değişir. Bir değişken ile diğerinin korelasyonu -1 ise, bu durum tam negatif bir ilişkiyi ifade eder; yani bir değişken artarken diğer değişken azalır. Korelasyon +1 olduğunda ise tam pozitif bir ilişki söz konusudur; yani değişkenler aynı yönde hareket ederler. Bir modelin verimli sonuçlar üretmesi için değişkenler arasındaki korelasyonların sıfıra yakın olması beklenir. Yüksek korelasyona sahip değişkenlerin modelde bulunması, modelin tahmin gücünü etkileyebilir ve sonuçları geçersiz kılabilir. Korelasyon katsayıları 0-0,35 aralığında veya -0,35-0 aralığında ise doğrusal ilişki zayıf, 0,35-0,70 veya -0,35-(-0,70) aralığında ise orta düzeyde, 0,70-1 veya -0,70-(-1) aralığında ise yüksek düzeyde doğrusal ilişki söz konusudur.

Tablo 5 incelendiğinde, bağımlı değişkenler olan TOBIN Q ve PD/DD'nin korelasyon katsayısının 0.879 olduğu görülmektedir. Bu değer oldukça yüksek olup, her iki değişken de bağımlı değişken olduğundan, aynı modelde yer almayacaklardır ve bu durum model geçerliliğini etkilemeyecektir. Benzer şekilde, araştırmanın bağımsız değişkenleri olan Kamuyu Aydınlatma Skoru (ESG), Çevresel Skor, Sosyal Skor ve Kurumsal Yönetim Skoru arasındaki korelasyon katsayıları da yüksek düzeydedir. Ancak, bu bağımsız değişkenler de ayrı modellerde yer alacakları için bu yüksek korelasyonlar olumsuz bir etki yaratmayacaktır. Toplamda, her bir modelde bir bağımlı ve bir bağımsız değişken bulunacak şekilde 16 farklı model oluşturulacaktır. Modellerde ortak olan değişkenler kontrol değişkenleridir. Dolayısıyla, araştırmada kontrol değişkenlerinin (İşletme Büyüklüğü, İşletmenin Yaşı, Finansal Kaldıraç Oranı, Cari Oran, Big Four Denetim Durumu ve GSYIH) korelasyonları dikkatle incelenmelidir. Tabloya göre, kontrol değişkenlerinin birbirleriyle ve bağımlı-bağımsız değişkenlerle yüksek korelasyona sahip olmadığı görülmektedir.

2.5.2.2. Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) bilgilerinin raporlanmasındaki şeffaflığın işletmelerin finansal performansları üzerindeki etkisinin Arellano, Froot ve Rogers tahmincisi ile analizi

Raporlamadaki şeffaflığın işletmelerin finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek için panel veri analizi yöntemi kullanılmıştır. Panel veri analizi, hem yatay kesit hem de zaman serileri analizlerini bir araya getiren bir yöntemdir. Araştırmada 2010-2019 yılları arasında 19 farklı ülkeden, 59 farklı endüstriye ait toplam 715 işletme yer almaktadır. Bu nedenle, panel verilerin analizlerde kullanılması uygun görülmüştür.

Panel veri analizinde, farklı özelliklere sahip çeşitli tahmin yöntemleri bulunmaktadır. Bu yöntemlerin her biri, avantajlar ve dezavantajlar sunar. Araştırmadan anlamlı sonuçlar elde edebilmek için, araştırma modeline uygun tahmin yöntemlerinin seçilmesi kritik öneme sahiptir (Tatoğlu, 2020: 171).

Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi, kalıntıların bağımsız dağılımlı olması varsayımının esnetildiği durumlarda tahminler sunar. Bu tahminci, kalıntıların birim içi korelasyonlu ve birimler arası korelasyonsuz olduğu durumlarda varsayımlardan sapmalara karşı dayanıklı standart hatalar üretir (Tatoğlu, 2018: 308). Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi, aynı zamanda heteroskedasite ve otokorelasyon gibi durumlarda da güvenilir tahmin sonuçları sağlar (Tatoğlu,

2018: 340). Araştırma modelinin yapısı gereği, bu nedenle Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi tercih edilmiştir.

İşletmelerin Kamuyu Aydınlatma Skor'larının, finansal performanslarına etkisini tespit etmek için Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi ile yapılan analiz sonuçları aşağıda Tablo 6'da verilmiştir.

Tablo 6: İşletmelerin Kamuyu Aydınlatma Skor'larının, Finansal Performanslarına Etkisi

Değişkenler	EBITDA	ROA	TOBIN Q	PD/DD
Kamuyu Aydınlatma Skoru	0.085** (0.037)	0.058*** (0.017)	0.011** (0.004)	0.029*** (0.011)
İşletme Büyüklüğü	0.271 (0.473)	-0.948*** (0.217)	-0.537*** (0.055)	-0.959*** (0.117)
İşletmenin Yaşı	-0.079 (0.645)	-0.048 (0.279)	-0.076 (0.060)	-0.140 (0.120)
Finansal Kaldıraç Oranı	-0.00009 (0.029)	-0.110*** (0.011)	-0.005** (0.002)	0.004 (0.005)
Cari Oran	1.496*** (0.402)	0.321* (0.168)	0.135*** (0.044)	-0.022 (0.072)
Big Four Denetim Durumu	-1.388 (1.154)	-0.081 (0.490)	0.005 (0.120)	-0.035 (0.210)
GSYIH	1.965 (1.605)	2.830*** (1.094)	1.181*** (0.185)	2.022*** (0.467)
Yıl Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Ülke Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Endüstri Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	4635	4635	4635	4635
Düzeltilmiş R ²	0.4573	0.3435	0.5337	0.4283

Not: Firma düzeyinde kümelenmiş olan dirençli standart hatalar parantez içinde verilmiştir. Değişkenler Tablo 1'de tanımlanmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 6 incelendiğinde; işletmelerin Kamuyu Aydınlatma Skor'larının EBITDA, ROA, Tobin Q ve PD/DD oranları üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye neden olduğu gözlenmektedir. Anlamlılık düzeyleri sırasıyla % 5, % 1, % 5 ve %1 'dir. Modellerin düzeltilmiş R² değerlerine bakıldığında sırasıyla ve yaklaşık olarak % 46, % 34, % 53 ve % 43 olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar modelde yer alan değişkenlerin, modelin bağımlı değişkeni üzerindeki tahmin gücünü göstermektedir. Elde edilen oranlardan hareketle modele anlamlı katkı yapan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki tahmin gücünün kabul edilebilir düzeyde olduğu savunulabilir. Kontrol değişkenlerine bakıldığında işletme büyüklüğünün EBITDA oranı hariç diğer bağımlı değişkenler üzerinde % 1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. Ancak söz konusu etkinin negatif yönlü olduğu elde edilen katsayılarından anlaşılmaktadır. Finansal kaldıraç oranına bakıldığında da benzer bir şekilde ROA ve Tobin Q değerleri üzerinde anlamlı ve negatif yönlü bir etkisinin olduğu gözlenmektedir. Cari oranın EBITDA, ROA ve Tobin Q değerleri üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye neden olduğu, son olarak modelde yer alan makro yapıdaki bir değişken olan GSYIH değerlerinin de

işletmelerin ROA, Tobin Q ve PD/DD oranları üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye yol açtığı görülmektedir. Bir diğer ifadeyle işletmelerin büyüklüğü ve finansal kaldıraç oranları yükseldikçe finansal performansları düşmekteyken, cari oranları ve işletmelerin faaliyet gösterdikleri ülkelerin GSYİH değerleri yükseldikçe işletmelerin finansal performansları da artmaktadır.

İşletmelerin Çevresel Skor'larının, finansal performanslarına etkisini tespit etmek için Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi ile yapılan analiz sonuçları aşağıda Tablo 7'de verilmiştir.

Tablo 7: İşletmelerin Çevresel Skor'larının, Finansal Performanslarına Etkisi

Değişkenler	EBITDA	ROA	TOBIN Q	PD/DD
Çevresel Skor	0.052* (0.028)	0.036** (0.014)	0.008** (0.004)	0.021** (0.009)
İşletme Büyüklüğü	0.319 (0.472)	-0.917*** (0.218)	-0.538*** (0.055)	-0.953*** (0.119)
İşletmenin Yaşı	-0.058 (0.650)	-0.033 (0.282)	-0.075 (0.060)	-0.136 (0.121)
Finansal Kaldıraç Oranı	-0.0008 (0.029)	-0.111*** (0.011)	-0.005** (0.002)	0.004 (0.006)
Cari Oran	1.499*** (0.404)	0.323* (0.168)	0.136*** (0.044)	-0.020 (0.072)
Big Four Denetim Durumu	-1.248 (1.152)	0.011 (0.487)	0.011 (0.120)	-0.006 (0.211)
GSYİH	1.727 (1.610)	2.671** (1.105)	1.169*** (0.184)	1.970*** (0.467)
Yıl Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Ülke Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Endüstri Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	4635	4635	4635	4635
Düzeltilmiş R ²	0.4560	0.3410	0.5337	0.4269

Not: Firma düzeyinde kümelenmiş olan dirençli standart hatalar parantez içinde verilmiştir. Değişkenler Tablo 1'de tanımlanmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 7 incelendiğinde; işletmelerin Çevresel Skor'larının EBITDA, ROA, Tobin Q ve PD/DD oranları üzerinde beklenildiği gibi istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye neden olduğu gözlenmektedir. Anlamlılık düzeyleri sırasıyla % 10, % 5, % 5 ve %5 'tir. Elde edilen bu sonuçlar işletmelerin çevresel bilgilerini yayınlama konusunda daha şeffaf olmaları halinde finansal performanslarının da artma eğiliminde olacağını göstermektedir.

İşletmelerin Sosyal Skor'larının, finansal performanslarına etkisini tespit etmek için Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi ile yapılan analiz sonuçları aşağıda Tablo 8'de verilmiştir.

Tablo 8: İşletmelerin Sosyal Skor'larının, Finansal Performanslarına Etkisi

Değişkenler	EBITDA	ROA	TOBIN Q	PD/DD
Sosyal Skor	0.043* (0.025)	0.040*** (0.011)	0.005** (0.002)	0.015*** (0.006)
İşletme Büyüklüğü	0.389 (0.485)	-0.891*** (0.216)	-0.521*** (0.054)	-0.920*** (0.111)
İşletmenin Yaşı	-0.022 (0.647)	-0.010 (0.280)	-0.069 (0.060)	-0.121 (0.120)
Finansal Kaldıraç Oranı	-0.002 (0.029)	-0.111*** (0.011)	-0.005** (0.002)	0.004 (0.006)
Cari Oran	1.473*** (0.399)	0.304* (0.169)	0.132*** (0.044)	-0.030 (0.074)
Big Four Denetim Durumu	-1.197 (1.155)	-0.010 (0.489)	0.030 (0.118)	0.024 (0.210)
GSYİH	1.587 (1.618)	2.648** (1.102)	1.132*** (0.179)	1.899*** (0.461)
Yıl Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Ülke Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Endüstri Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	4635	4635	4635	4635
Düzeltilmiş R ²	0.4558	0.3432	0.5321	0.4251

Not: Firma düzeyinde kümelenmiş olan dirençli standart hatalar parantez içinde verilmiştir. Değişkenler Tablo 1'de tanımlanmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 8 incelendiğinde; işletmelerin Sosyal Skor'larının EBITDA, ROA, Tobin Q ve PD/DD oranları üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye neden olduğu gözlenmektedir. Anlamlılık düzeyleri sırasıyla % 10, % 1, % 5 ve %1 'dir. Elde edilen bu sonuçlar işletmelerin sosyal bilgilerini yayınlama hususundaki şeffaflıklarının artması halinde finansal performanslarının da yükseleceğini göstermektedir.

İşletmelerin Kurumsal Yönetim Skor'larının, finansal performanslarına etkisini tespit etmek için Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi ile yapılan analiz sonuçları aşağıda Tablo 9'da verilmiştir.

Tablo 9: İşletmelerin Kurumsal Yönetim Skor'larının, Finansal Performanslarına Etkisi

Değişkenler	EBITDA	ROA	TOBIN Q	PD/DD
Kurumsal Yönetim Skoru	0.164*** (0.062)	0.061** (0.026)	0.009 (0.006)	0.032** (0.015)
İşletme Büyüklüğü	0.300 (0.477)	-0.871*** (0.218)	-0.520*** (0.054)	-0.922*** (0.112)
İşletmenin Yaşı	-0.083 (0.635)	-0.029 (0.280)	-0.072 (0.0599)	-0.132 (0.120)
Finansal Kaldıraç Oranı	-0.004 (0.029)	-0.113*** (0.011)	-0.005** (0.002)	0.003 (0.005)
Cari Oran	1.497*** (0.400)	0.314** (0.168)	0.133*** (0.044)	-0.026 (0.073)

Big Four Denetim Durumu	-1.525 (1.137)	0.0006 (0.485)	0.027 (0.117)	0.0005 (0.206)
GSYIH	1.932 (1.575)	2.603** (1.078)	1.130*** (0.179)	1.914*** (0.454)
Yıl Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Ülke Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Endüstri Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	4635	4635	4635	4635
Düzeltilmiş R ²	0.4588	0.3401	0.5315	0.4246

Not: Firma düzeyinde kümelenmiş olan dirençli standart hatalar parantez içinde verilmiştir. Değişkenler Tablo 1'de tanımlanmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 9 incelendiğinde; işletmelerin Sosyal Skor'larının EBITDA, ROA ve PD/DD oranları üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye neden olduğu gözlenmektedir. Anlamlılık düzeyleri sırasıyla % 1, % 5 ve %5 'tir. Elde edilen bu sonuçlar işletmelerin kurumsal yönetim bilgilerini yayınlama hususundaki şeffaflıklarının artması halinde finansal performanslarının da yükseleceğini göstermektedir.

2.5.2.3. Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim (ESG) Bilgilerinin Raporlanmasındaki Şeffaflığın İşletmelerin Finansal Performansları Üzerindeki Etkisinin Driscoll-Kraay Tahmircisi İle Analizi

Driscoll-Kraay Tahmircisi, heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon gibi sorunların var olduğu modellerde, ilgili varsayımdan sapmalara karşı dirençli bir tahmin yöntemidir. Bu tahmirci, özellikle işletme sayısının yıl sayısından büyük olduğu ($N > T$) durumlarda daha tutarlı sonuçlar vermektedir (Tatoğlu, 2018: 340). Araştırma, 715 işletmeye ait 10 yıllık bir veri seti kullanılarak gerçekleştirildiği için Driscoll-Kraay Tahmircisi'nin daha güvenilir sonuçlar üretmesi beklenmektedir. Bu sebeple, analizlerin güçlendirilmesi ve farklı tahmircilerin sonuçlar üzerindeki etkilerini karşılaştırabilmek amacıyla, Arellano, Froot ve Rogers Tahmircisi'nin yanı sıra Driscoll-Kraay Tahmircisi de kullanılmış ve elde edilen sonuçlar aşağıda sunulmuştur.

Tablo 10: İşletmelerin Kamuyu Aydınlatma Skor'larının, Finansal Performanslarına Etkisi (DK)

Değişkenler	EBITDA	ROA	TOBIN Q	PD/DD
Kamuyu Aydınlatma Skoru	0.085*** (0.010)	0.058*** (0.003)	0.011*** (0.0008)	0.029*** (0.002)
İşletme Büyüklüğü	0.271*** (0.038)	-0.948*** (0.072)	-0.537*** (0.039)	-0.959*** (0.045)
İşletmenin Yaşı	-0.079 (0.215)	-0.048 (0.164)	-0.076*** (0.021)	-0.140*** (0.029)
Finansal Kaldıraç Oranı	-0.00009 (0.014)	-0.110*** (0.008)	-0.005** (0.001)	0.004 (0.002)
Cari Oran	1.496*** (0.188)	0.321* (0.110)	0.135*** (0.026)	-0.022 (0.032)
Big Four Denetim Durumu	-1.388*** (0.293)	-0.081 (0.174)	0.005 (0.033)	-0.035 (0.091)

GSYIH	1.965* (0.915)	2.830*** (1.335)	1.181*** (0.216)	2.022** (0.609)
Yıl Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Ülke Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Endüstri Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	4635	4635	4635	4635
Düzeltilmiş R ²	0.4573	0.3435	0.5337	0.4283

Not: Firma düzeyinde kümelenmiş olan dirençli standart hatalar parantez içinde verilmiştir. Değişkenler Tablo 1'de tanımlanmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 10'da yer alan istatistiksel sonuçlarda; Driscoll-Kraay Tahmincisi kullanılarak elde edilen standart hataların, Tablo 6'da yer alan Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi'ne kıyasla daha düşük olduğu gözlemlenmiştir. Bu, Driscoll-Kraay Tahmincisi'nin varsayımsal sapmalara karşı daha dirençli olması ve birim sayısının zaman serisine göre fazla olmasından kaynaklanabilecek sapmaları tolere edebilme özelliğinden ileri gelmektedir. Bu nedenle, modelde kullanılan tahmincinin seçimi, analiz sonuçlarının doğruluğunu ve güvenilirliğini artırmıştır. Tablo 10'a bakıldığında işletmelerin Kamuyu Aydınlatma Skor'larının EBITDA, ROA, Tobin Q ve PD/DD oranları üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye neden olduğu gözlenmektedir. Anlamlılık düzeylerinin Tablo 6'da yer alan Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi'ne kıyasla daha düşük olduğu ve tüm bağımlı değişkenler için % 1 olduğu görülmüştür. Modellerin düzeltilmiş R² değerlerine bakıldığında sırasıyla ve yaklaşık olarak % 46, % 34, % 53 ve % 43 olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar Tablo 6'daki sonuçlar ile aynıdır. Elde edilen oranlardan hareketle modele anlamlı katkı yapan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkenler üzerindeki tahmin gücünün kabul edilebilir düzeyde olduğu savunulabilir. Kontrol değişkenlerine bakıldığında işletme büyüklüğünün tüm bağımlı değişkenler üzerinde % 1 anlamlılık düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bir etkisinin olduğu görülmektedir. Ancak söz konusu etkinin EBITDA dışındaki değişkenler için negatif yönlü olduğu elde edilen katsayılardan anlaşılmaktadır. İşletmenin yaşının da Tobin Q ve PD/DD bağımlı değişkenleri üzerinde % 1 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı etkisinin olduğu fakat bu etkinin negatif yönlü olduğu görülmüştür. Finansal kaldıraç oranına bakıldığında da Tablo 6 ile benzer bir şekilde ROA ve Tobin Q değerleri üzerinde anlamlı ve negatif yönlü bir etkisinin olduğu gözlenmektedir. Cari oranın da Tablo 6'daki gibi EBITDA, ROA ve Tobin Q değerleri üzerinde anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye neden olduğu tespit edilmiştir. Son olarak modelde yer alan makro yapıdaki bir değişken olan GSYIH değerlerinin tüm bağımlı değişkenler üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye yol açtığı görülmektedir. Bu etkinin anlamlılık derecesi ise EBITDA için % 10 iken diğer bağımlı değişkenler için % 1'dir. Başka bir deyişle kontrol değişkenlerinden, işletmelerin büyüklüğü, işletmenin yaşı ve finansal kaldıraç oranları yükseldikçe işletmelerin finansal performansları düşmekteyken, cari oranları ve işletmelerin faaliyet gösterdikleri ülkelerin GSYIH değerleri yükseldikçe işletmelerin finansal performansları da artmaktadır.

İşletmelerin Çevresel Skor'larının, finansal performanslarına etkisini tespit etmek için Driscoll-Kraay Tahmincisi ile yapılan analiz sonuçları aşağıda Tablo 11'de verilmiştir.

Tablo 11: İşletmelerin Kamuyu Aydınlatma Skor'larının, Finansal Performanslarına Etkisi (DK)

Değişkenler	EBITDA	ROA	TOBIN Q	PD/DD
Çevresel Skor	0.052*** (0.006)	0.036*** (0.003)	0.008*** (0.0008)	0.021*** (0.001)
İşletme Büyüklüğü	0.319*** (0.041)	-0.917*** (0.068)	-0.538*** (0.040)	-0.953*** (0.044)
İşletmenin Yaşı	-0.058 (0.211)	-0.033 (0.168)	-0.075*** (0.021)	-0.136*** (0.029)
Finansal Kaldıraç Oranı	-0.0008 (0.013)	-0.111*** (0.008)	-0.005** (0.001)	0.004 (0.002)
Cari Oran	1.499*** (0.187)	0.323** (0.110)	0.136*** (0.026)	-0.020 (0.032)
Big Four Denetim Durumu	-1.248*** (0.271)	0.011 (0.179)	0.011 (0.035)	-0.006 (0.091)
GSYIH	1.727 (0.935)	2.671* (1.333)	1.169*** (0.215)	1.970** (0.611)
Yıl Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Ülke Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Endüstri Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	4635	4635	4635	4635
Düzeltilmiş R ²	0.4560	0.3410	0.5337	0.4269

Not: Firma düzeyinde kümelenmiş olan dirençli standart hatalar parantez içinde verilmiştir. Değişkenler Tablo 1'de tanımlanmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 11'e bakıldığında işletmelerin Çevresel Skor'larının EBITDA, ROA, Tobin Q ve PD/DD oranları üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye neden olduğu gözlenmektedir. Anlamlılık düzeylerinin Tablo 7'de yer alan Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi'ne kıyasla daha düşük olduğu ve tüm bağımlı değişkenler için % 1 olduğu görülmüştür. Kontrol değişkenlerine bakıldığında ise Tablo 10 ile benzer sonuçlar elde edildiği görülmektedir.

İşletmelerin Sosyal Skor'larının, finansal performanslarına etkisini tespit etmek için Driscoll-Kraay Tahmincisi ile yapılan analiz sonuçları aşağıda Tablo 12'de verilmiştir.

Tablo 12: İşletmelerin Sosyal Skor'larının, Finansal Performanslarına Etkisi (DK)

Değişkenler	EBITDA	ROA	TOBIN Q	PD/DD
Sosyal Skor	0.043*** (0.005)	0.040*** (0.003)	0.005*** (0.001)	0.015*** (0.002)
İşletme Büyüklüğü	0.389*** (0.042)	-0.891*** (0.070)	-0.521*** (0.038)	-0.920*** (0.043)
İşletmenin Yaşı	-0.022 (0.222)	-0.010 (0.161)	-0.069** (0.021)	-0.121*** (0.030)
Finansal Kaldıraç Oranı	-0.002 (0.014)	-0.111*** (0.008)	-0.005** (0.001)	0.004 (0.002)
Cari Oran	1.473*** (0.188)	0.304** (0.112)	0.132*** (0.027)	-0.030 (0.031)
Big Four Denetim Durumu	-1.197*** (0.274)	-0.010 (0.160)	0.030 (0.033)	0.024 (0.092)

GSYIH	1.587 (0.941)	2.648* (1.338)	1.132*** (0.222)	1.899** (0.629)
Yıl Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Ülke Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Endüstri Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	4635	4635	4635	4635
Düzeltilmiş R ²	0.4558	0.3432	0.5321	0.4251

Not: Firma düzeyinde kümelenmiş olan dirençli standart hatalar parantez içinde verilmiştir. Değişkenler Tablo 1'de tanımlanmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 12'ye bakıldığında işletmelerin Sosyal Skor'larının EBITDA, ROA, Tobin Q ve PD/DD oranları üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye neden olduğu gözlenmektedir. Anlamlılık düzeylerinin Tablo 8'de yer alan Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi'ne kıyasla daha düşük olduğu ve tüm bağımlı değişkenler için % 1 olduğu görülmüştür. Kontrol değişkenlerine bakıldığında ise Tablo 10 ile benzer sonuçlar elde edildiği görülmektedir.

İşletmelerin Kurumsal Yönetim Skor'larının, finansal performanslarına etkisini tespit etmek için Driscoll-Kraay Tahmincisi ile yapılan analiz sonuçları aşağıda Tablo 13'te verilmiştir.

Tablo 13: İşletmelerin Kurumsal Yönetim Skor'larının, Finansal Performanslarına Etkisi (DK)

Değişkenler	EBITDA	ROA	TOBIN Q	PD/DD
Kurumsal Yönetim Skoru	0.164*** (0.020)	0.061*** (0.008)	0.009** (0.003)	0.032*** (0.006)
İşletme Büyüklüğü	0.300*** (0.047)	-0.871*** (0.071)	-0.520*** (0.038)	-0.922*** (0.043)
İşletmenin Yaşı	-0.083 (0.220)	-0.029 (0.170)	-0.072** (0.021)	-0.132*** (0.030)
Finansal Kaldıraç Oranı	-0.004 (0.014)	-0.113*** (0.008)	-0.005*** (0.001)	0.003 (0.002)
Cari Oran	1.497*** (0.185)	0.314** (0.116)	0.133*** (0.027)	-0.026 (0.033)
Big Four Denetim Durumu	-1.525*** (0.364)	0.0006 (0.177)	0.027 (0.035)	0.0005 (0.096)
GSYIH	1.932* (0.905)	2.603* (1.340)	1.130*** (0.214)	1.914** (0.603)
Yıl Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Ülke Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Endüstri Kuklaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Gözlem Sayısı	4635	4635	4635	4635
Düzeltilmiş R ²	0.4588	0.3401	0.5315	0.4246

Not: Firma düzeyinde kümelenmiş olan dirençli standart hatalar parantez içinde verilmiştir. Değişkenler Tablo 1'de tanımlanmıştır. ***, ** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 anlamlılık düzeyini ifade etmektedir.

Tablo 13'e bakıldığında işletmelerin Kurumsal Yönetim Skor'larının EBITDA, ROA, Tobin Q ve PD/DD oranları üzerinde istatistiki olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir etkiye neden olduğu gözlenmektedir. Anlamlılık düzeylerinin Tablo 9'de yer alan Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi'ne kıyasla daha düşük olduğu ve Tobin Q değişkeni harici diğer bağımlı değişkenler

için % 1 olduğu Tobin Q değişkeni içinse % 5 olduğu görülmüştür. Kontrol değişkenlerine bakıldığında ise Tablo 10 ile benzer sonuçlar elde edildiği görülmektedir.

SONUÇ

Araştırma çerçevesinde oluşturulan hipotezler özelinde yapılan analizlerin sonucunda hipotezlerin tamamının farklı anlamlılık düzeylerinde (%1, %5, %10) kabul edildiği görülmüştür.

- İşletmenin Kamuyu Aydınlatma Skoru'nun EBITDA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisinin olduğu saptanmıştır. (H₁)
- İşletmenin Kamuyu Aydınlatma Skoru'nun ROA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. (H₂)
- İşletmenin Kamuyu Aydınlatma Skoru'nun TOBIN Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmuştur. (H₃)
- İşletmenin Kamuyu Aydınlatma Skoru'nun PD/DD oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğuna ulaşılmıştır. (H₄)
- İşletmenin Çevresel Skoru'nun EBITDA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu görülmüştür. (H₅)
- İşletmenin Çevresel Skoru'nun ROA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu saptanmıştır. (H₆)
- İşletmenin Çevresel Skoru'nun TOBIN Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. (H₇)
- İşletmenin Çevresel Skoru'nun PD/DD oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmuştur. (H₈)
- İşletmenin Sosyal Skoru'nun EBITDA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğuna ulaşılmıştır. (H₉)
- İşletmenin Sosyal Skoru'nun ROA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu görülmüştür. (H₁₀)
- İşletmenin Sosyal Skoru'nun TOBIN Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu saptanmıştır. (H₁₁)
- İşletmenin Sosyal Skoru'nun PD/DD oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. (H₁₂)
- İşletmenin Kurumsal Yönetim Skoru'nun EBITDA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu gözlenmiştir. (H₁₃)
- İşletmenin Kurumsal Yönetim Skoru'nun ROA oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi bulunmuştur. (H₁₄)

- İşletmenin Kurumsal Yönetim Skoru'nun TOBIN Q oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğuna ulaşılmıştır. (H₁₅)
- İşletmenin Kurumsal Yönetim Skoru'nun PD/DD oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir etkisi olduğu görülmüştür. (H₁₆)

Kamuyu Aydınlatma Skoru (ESG)'nun EBITDA, ROA, TOBIN Q ve PD/DD oranlarını istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde açıkladığı ve finansal performansın artışına katkı sağladığı görülmüştür. Çevresel Skor'a bakıldığında ise EBITDA dışında diğer finansal göstergeler üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, çevresel skorun yükselmesiyle finansal performansın artabileceğini göstermektedir. Sosyal Skor incelendiğindeyse, ROA, TOBIN Q ve PD/DD oranları üzerinde anlamlı bir etkisinin bulunduğu, EBITDA üzerinde bir etkisi olmadığı gözlenmiştir. Bu sonuçlar da sosyal skorun finansal performansı olumlu yönde etkileyebileceğini göstermektedir. Kurumsal Yönetim Skoru gözlemlendiğinde, EBITDA, ROA ve PD/DD oranları üzerinde anlamlı bir etkisinin olduğu, ancak TOBIN Q üzerinde bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ulaşılan bu sonuç da işletmelerin kurumsal yönetim skorlarının artması halinde finansal performanslarının da artabileceğine işaret etmektedir. Ulaşılan sonuçlar Gillan vd. (2010), Friede vd. (2015), Tarmuji vd. (2016), Yu vd. (2018), Xie vd. (2019), Huang (2021), Mohammad ve Wasiuzzaman (2021), Şişman ve Çankaya (2021), Chen ve Xie (2022), Çetenak vd. (2022), Xiao (2023) tarafından bulunan sonuçlara paraleldir. Garcia vd. (2017), Grisales ve Caracuel (2021) tarafından ulaşılan sonuçların ise aksi yönünde sonuçlar elde edilmiştir.

Sonuç olarak, işletmelerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim konularındaki finansal olmayan bilgilerini paydaşlarına sunarken gösterdikleri şeffaflığın, finansal performanslarını olumlu yönde etkilediği belirlenmiştir. Bu durum, işletmelerin finansal performanslarını geliştirmek için finansal olmayan bilgilerinin sunumundaki şeffaflık düzeylerini artırmaları gerektiğini ortaya koymaktadır. Gelecek araştırmalarda, bu araştırma sonucunda elde edilen bulgulardan daha farklı endüstriler ve bölgeler üzerinde nasıl değiştiği incelenebilir ayrıca zamansal açıdan da farklı periyotlar üzerinde araştırmalar yapılarak ulaşılan sonuçların literatüre kazandırılması sağlanarak işletmelerin finansal olmayan bilgilerini yayınlama konusunda daha şeffaf olmaları teşvik edilebilir.

EXTENDED ABSTRACT

The efforts of businesses to ensure sustainability depend on continuously improving their financial performance. Many factors affect the financial performance of businesses, and by considering these factors, businesses need to enhance their financial performance sustainably. One crucial element is the transparency of the information presented to stakeholders. Transparency refers to the business's presentation of all financial and non-financial information—except for trade secrets—in a manner that is appropriate for stakeholders' needs: accurate, comprehensive, verifiable, understandable, comparable, timely, and analyzable. Various factors influence the decision-making processes of stakeholders. In this context, examples include stakeholders' personality traits, their attitudes toward risk, the importance of the decision,

environmental conditions, alternative options, time constraints, and other limitations in the decision-making process.

It is observed that as access to information has become easier over the years, uncertainties in business information have decreased, and stakeholders' decision-making processes regarding businesses have become more straightforward. With easier access to information, stakeholders' demand for information has also increased. As a result, businesses have tended to report more transparently to meet stakeholders' information demands. Besides the information required to be published by legislation, it is observed that additional information, not mandatory for disclosure, is also being included in annual reports. The growing demand for information has also led to the disclosure of non-financial information to the public.

Stakeholders tend to trust businesses more when they disclose both financial and non-financial information in their decision-making processes. Transparent businesses can be more effective in their activities by gaining the trust of their stakeholders, thereby increasing their financial performance. The aim of this research is to examine the relationship between the transparency levels of businesses in their reporting and their financial performance.

Within the scope of the research, the study analyzed whether the transparency levels of businesses in presenting their information on environmental, social, and corporate governance (ESG) issues to their stakeholders through reports affect their financial performance when accounting- and market-based financial performance indicators are considered. To determine the level of transparency in ESG issues, the Bloomberg Environmental, Social, and Corporate Governance Disclosure Score, published by Bloomberg and quantitatively evaluating businesses' disclosures on these issues, was used. To determine financial performance levels, accounting-based indicators such as Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (EBITDA) and Return on Assets (ROA) were used. Among the market-based indicators, the TOBIN Q ratio and Market Value/Book Value (P/B) ratio were considered. The research also included control variables such as Business Size, Business Age, Financial Leverage Ratio, Current Ratio, Big Four audit status, and countries' Gross Domestic Product (GDP) values. The study was conducted on businesses operating in developing countries whose data were accessible between 2010-2019, and analyses were performed using the panel data analysis method. To ensure the accuracy and consistency of the analyses, robust estimator methods such as the Arellano, Froot and Rogers Estimator, and the Driskoll-Kraay Estimator were used.

In the modeling, care was taken to ensure there was no multicollinearity problem between the dependent and independent variables, and the relationships between the variables were tested with correlation analyses. Model analyses were performed using the Arellano, Froot and Rogers Estimator, and the Driskoll-Kraay Estimator. In the analyses conducted with both estimators, it was concluded that the models were significant. It was observed that the Public Disclosure Score (ESG) explained EBITDA, ROA, TOBIN Q, and P/B ratios in a statistically significant way, contributing to the increase in financial performance. When the Environmental Score was examined, it was determined that it had a positive and significant effect on all financial indicators except EBITDA. These results indicate that financial performance can increase with a higher environmental score. When the Social Score was examined, it was observed to have a

significant effect on ROA, TOBIN Q, and P/B ratios, but no effect on EBITDA. These results suggest that the social score can positively affect financial performance. When the Corporate Governance Score was analyzed, it was found to have a significant effect on EBITDA, ROA, and P/B ratios, but no effect on TOBIN Q. This result indicates that if companies' corporate governance scores increase, their financial performance may also improve. The results obtained align with those found by Gillan et al. (2010), Friede et al. (2015), Tarmuji et al. (2016), Yu et al. (2018), Xie et al. (2019), Huang (2021), Mohammad and Wasiuzzaman (2021), Şişman and Çankaya (2021), Chen and Xie (2022), Çetenak et al. (2022), Xiao (2023). Conversely, different results were obtained by Garcia et al. (2017), and Grisales and Caracuel (2021).

In conclusion, it was determined that the transparency shown by businesses when presenting their non-financial information on ESG issues to their stakeholders positively affects their financial performance. This finding reveals that businesses need to increase their transparency levels in presenting their non-financial information to improve their financial performance. In future studies, how the findings of this research change across different industries and regions can be examined. Additionally, by conducting studies over different time periods, the results can be further added to the literature, thereby encouraging businesses to be more transparent in publishing their non-financial information.

Çıkar Çatışması Bildirimi/ Conflict of Interest Statement:

Yazar, bu makalenin araştırılması, yazarlığı ve yayımlanmasına ilişkin herhangi bir potansiyel çıkar çatışması beyan etmemiştir. / The authors declared no potential conflict of interest regarding the research, authorship, and publication of this article.

Destek/Finansman Bilgileri/ Support Financing Information:

Yazar, bu makalenin araştırılması, yazarlığı ve yayımlanması için herhangi bir finansal destek almamıştır. / The authors have received no financial support for the research, authorship, and publication of this article.

Yazar Katkı Oranı: / Author Contribution Rate: Çalışma tek yazarlıdır. / The study has a single author.

KAYNAKÇA

Akkaya, F. A. (2024). Turizm endekslerindeki işletmelerin piyasa performansları, finansal performansları ve ESG performansları arasındaki entegre dinamiklerin keşfi. *Türk Turizm Araştırmaları Dergisi*, 8(2), 150-168.

Aras, G., Tezcan, N., Kutlu Furtuna, Ö., & Hacıoğlu Kazak, E. (2020). Çok boyutlu kurumsal sürdürülebilirlik bankacılık sektörü değerlemesi. *Yıldız Teknik Üniversitesi Finans Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilirlik Merkezi (CFGS) Yayınları*.

Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., & Nekhili, M. (2018). Female board directorship and firm performance: What really matters? *Journal of Banking & Finance*, 88, 267-291.

Bumin, M., Ertugrul, A., (2023). Analysis of the relationship between sustainability scores and financial performance of the companies in the BIST sustainability index. *PressAcademia Procedia (PAP)*, V.18, 57-62.

Chen, L., Han, M., Li, Y., Megginson, W. L., & Zhang, H. (2022). Foreign ownership and corporate excess perks. *Journal of International Business Studies*, 1-22.

Chen, Z., & Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291.

Çetenak, E. H., Ersoy, E., & 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.

Doğan, M., Kevser, M., & Altınay, A. T. (2022). ESG skorları ile firma performansı arasındaki ilişki: BRICS ülkelerinden kanıtlar. 25. *Finans Sempozyumu Bildiri Kitabı*, 396-408.

Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315-334.

Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233.

Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of cleaner production*, 150, 135-147.

Giannarakis, G., Konteos, G., & Sariannidis, N. (2014). Financial, governance and environmental determinants of corporate social responsible disclosure. *Management decision*, 52(10), 1928-1951.

Gillan, S., Hartzell, J. C., Koch, A., & Starks, L. T. (2010). Firms' environmental, social and governance (ESG) choices, performance and managerial motivation. *Unpublished working paper*, 10.

Karyağdı, N. G., & Şit, A. (2023). İşletmelerin ESG performanslarının sermaye maliyeti ve finansal performansına etkisi: BIST Sürdürülebilirlik-25 Endeksi üzerine bir uygulama. *Bucak İşletme Fakültesi Dergisi*, 6(2), 277-292.

Huang, D. Z. (2021). Environmental, social and governance (ESG) activity and firm performance: A review and consolidation. *Accounting & finance*, 61(1), 335-360.

Jiang, K., Chen, Z., Rughoo, A., & Zhou, M. (2022). Internet finance and corporate investment: Evidence from China. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 77, 101535.

Karaçayır, E., & Afşar, A. (2024). The effects of environmental, social, and governance performance on financial performance: The case of Borsa Istanbul. *Trends in Business and Economics*, 38(1), 48-55.

Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015.

Negara, N. G. P., Ishak, G., & Priambodo, R. E. A. (2024). The Impact of ESG Disclosure Score on Firm Value: Empirical Evidence From ESG Listed Company in Indonesia Stock Exchange. *European Journal of Business and Management Research*, 9(2), 114-118.

Özer, G., Aktaş, N. ve Çam, İ., (2023). Environmental, social, and governance (ESG) scores and financial performance of publicly listed companies in Turkey. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 18(2), 337 – 353. Doi: 10.17153/oguibf.1239759

Şeker, Y., & Güngör, N. (2022). Does ESG Performance Impact Financial Performance Evidence from the Utilities Sector. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 24 (MODAVICA Özel Sayısı), 160–183.

Şişman, M. E., & 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.

Tamimi, N., and, & Sebastianelli, R. (2017). Transparency among SandP 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*, 55(8), 1660–1680. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0018>

Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N. H. (2016). The impact of environmental, social and governance practices (ESG) on economic performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), 67.

Tatoğlu, F. Y. (2018). *Panel Veri Analizi*. Beta: İstanbul.

Tatoğlu, F. Y. (2020). *İleri Panel Veri Analizi (4. Baskı)*. Beta Basım Yayım Dağıtım: İstanbul.

Temiz, H., & Özdemir, F. S. (2023). Finansal olmayan bilgilerin kamuya açıklanmasında yönetim kurulu yapısının rolü: Gelişmekte olan ülkeler örneği. *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 23(69), 97-116.

Temiz, H., & Acar, M. (2023). Board gender diversity and corporate social responsibility (CSR) disclosure in different disclosure environments. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(5), 2247-2264.

Veeravel, V., Murugesan, V. P., & Narayanamurthy, V. (2024). Does ESG disclosure really influence the firm performance? Evidence from India. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 95, 193-202.

Yu, E. P. Y., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987-1004.

Yu, E. P. Y., & Van Luu, B. (2021). International variations in ESG disclosure–do cross-listed companies care more? *International Review of Financial Analysis*, 75, 101731.

Xiao, K. (2023). How does environment, social and governance affect the financial performance of enterprises? *SHS Web of Conferences* (Vol. 163, p. 04015). EDP Sciences.

Xie, J., Nozawa, W., Yagi, M., Fujii, H., & Managi, S. (2019). Do environmental, social, and governance activities improve corporate financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 28(2), 286-300.