

DEĞER İLİŞKİSİ VE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK: BIST'DE İŞLEM GÖREN FİRMALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Makale Bilgileri

Geliş Tarihi : 22.11.2024
Kabul Tarihi : 04.03.2025
Türü : Araştırma Makalesi
DOI Numarası : 10.55322/mdbakis.1590012

Dr. Öğr. Üyesi Meltem ALTIN*

Bibliyografik Bilgiler

Altın, M. (2025). “Değer İlişkisi ve Sürdürülebilirlik: BIST’de İşlem Gören Firmalar Üzerine Bir Araştırma” *Muhasebe ve Denetime Bakış Dergisi* (Yıl: 2025, Sayı : 75, Sayfa : 127-144) <https://doi.org/10.55322/mdbakis.1590012>

ÖZ

Değer ilişkisi, hisse senedi getirileri veya fiyatlarının muhasebe verileriyle açıklanabilirliği olarak tanımlanmaktadır. Çalışmada, defter değerini, hisse başına kazancı ve işletme nakit akışlarını içeren muhasebe bilgileri ile Kurumsal Sosyal Sorumluluk (Corporate Social Responsibility-CSR) ve Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (Environmental, Social, and Governance-ESG) puanlarını içeren muhasebe dışı bilgilerin, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Araştırma, 2014-2023 yılları arasında Borsa İstanbul’da (BIST) işlem gören 169 firmayı kapsamaktadır. Ohlson’un (1995) modeline dayanan analizde, ilk modelde hisse başına kazanç ve defter değerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi değerlendirilmiştir. İkinci model, işletme nakit akışlarını dahil ederek daha kapsamlı bir analiz sunarken; üçüncü model, CSR ve ESG puanları olan muhasebe dışı bilgilerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini ele almıştır. Çalışma sonuçları, hisse başına kazanç ve defter değerinin hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğunu, işletme nakit akışlarının ise hisse senedi fiyatları üzerinde negatif ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Muhasebe dışı bilgiler kapsamında, CSR ve ESG puanlarının hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Çalışma, muhasebe dışı bilgilerin (CSR ve ESG) finansal analizlere entegre edilmesiyle literatüre önemli bir katkı sağlaması beklenmektedir. Sürdürülebilirlik ve sosyal sorumluluğun piyasa

* Bursa Uludağ Üniversitesi Orhaneli Meslek Yüksekokulu, meltemaltin@uludag.edu.tr, ORCID: 0000-0001-6673-3627

değerleri üzerindeki etkisine odaklanan bu çalışma, yatırımcıların ve diğer paydaşların karar alma süreçlerine rehberlik etmeyi amaçlamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Değer İlişkisi, Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Çevresel, Sosyal ve Yönetişim

JEL Kodları: M40, M49, Q56

VALUE RELEVANCE AND SUSTAINABILITY: A STUDY ON FIRMS LISTED ON BIST

ABSTRACT

Value relevance refers to the degree to which financial stateit information, such as accounting data, is useful in explaining or predicting stock prices or returns. This study examines the effects of accounting information, including book value, earnings per share, and operating cash flows, alongside non-accounting information, such as Corporate Social Responsibility (CSR) and Environmental, Social, and Governance (ESG) scores, on stock prices. This study covers 169 firms listed on Borsa Istanbul (BIST) during the period from 2014 to 2023. The first model, which is based on Ohlson's (1995) model, evaluates the impact of EPS and book value on stock prices. The second model provides a more comprehensive analysis by incorporating operating cash flows, while the third model addresses the effects of non-accounting information, specifically CSR and ESG scores, on stock prices. The study's results indicate that earnings per share and book value have a positive and significant impact on stock prices, while operating cash flows have a negative and significant effect on stock prices. In the context of non-accounting information, CSR and ESG scores were found to have a positive impact on stock prices. The study is expected to make a significant contribution to the literature by integrating non-financial information (CSR and ESG) into financial analyses. By focusing on the impact of sustainability and social responsibility on market values, the study aims to guide the decision-making processes of investors and other stakeholders.

Keywords: Value relevance, Corporate Social Responsibility, Environmental, Social, and Governance.

Jel Classification: M40, M49, Q56

1. GİRİŞ

Değer ilişkisi, hisse senedi getirileri veya fiyatlarının, çeşitli muhasebe verileri aracılığıyla açıklanabilirliği olarak tanımlanmaktadır (Amir vd., 1993; Barth vd., 2001). Muhasebe verilerinin hisse senedi fiyatlarıyla tahmin edilebilir bir ilişki içinde olması durumunda, bu verilerin değer ilişkili olduğu ifade edilmektedir (Barth vd., 2001). Bu bağlamda değer ilişkisi, finansal bilgiler ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki olarak değerlendirilmekte ve bu ilişki, literatürde sıklıkla incelenen önemli bir kavram olarak öne çıkmaktadır. Değer ilişkisinin ölçülmesinde Easton ve Harris'in (1991) Getiri Modeli veya Ohlson'un (1995) Fiyat Modeli yaygın bir şekilde kullanılmakta ve muhasebe bilgilerinin değer ilişkililiği üzerindeki etkilerini analiz etmede temel bir çerçeve sunduğu görülmektedir (Ertuğrul, 2017). Özellikle Ohlson (1995) modelinde, kazançlar ve defter değeri, hisse senedi fiyatları-

nın belirlenmesinde kritik bir bileşen olarak ele alınmakta ve finansal bilgilerin değer ilgililiğini ölçme-
de önemli bir araç olarak kullanılmaktadır (Baser ve Gökten, 2017; Oflas ve Asl, 2021).

Ohlson (1995) modeline göre kazançlar ve defter değeri, bir firmanın piyasa değerini açıklamada temel finansal bileşenlerdir. Bu modelin, hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde ve yatırımcı kararlarının şekillenmesinde önemli bir analitik çerçeve sunduğu belirtilmektedir (Gökten and Atalay, 2019). Bazı araştırmalar ise Ohlson modelini işletme nakit akışlarını (OCF) da içerecek şekilde genişleterek kazançlar ve defter değerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini daha kapsamlı bir şekilde değerlendirmiştir (Mirza vd., 2019; Nguyen ve Nguyen, 2020; Puspa vd., 2023). Örneğin, Puspa vd. (2023), kazançlar ve nakit akış bilgilerinin, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyen temel unsurlar olduğunu vurgulamış, Nguyen ve Nguyen (2020) ise yatırımcıların kazançların pozitif bir seyir izlediği durumlarda işletme nakit akışlarına daha az önem verdiğini ifade etmiştir.

Kurumsal Sosyal Sorumluluk (Corporate Social Responsibility-CSR) ve Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (Environmental, Social, and Governance-ESG) faktörleri olan muhasebe dışı bilgilerde değer ilişkisinin analizi açısından giderek daha fazla önem kazanmaktadır. Bu tür bilgiler yalnızca yatırımcılar için değil, aynı zamanda şirketlerin toplumsal sorumluluklarını ve çevresel etkilerini izlemek isteyen tüm paydaşlar için kritik bir değerlendirme aracı haline gelmiştir (Eccles vd., 2012). CSR ve ESG faktörleri gibi muhasebe dışı göstergeler, geleneksel finansal metriklerin tek başına bir şirketin uzun vadeli değerini yansıtmakta yetersiz kaldığı durumlarda değerli tamamlayıcı bilgiler sağlamaktadır (Fatemi vd., 2018; Khan vd., 2016; Friede vd., 2015). ESG uygulamalarının, firmaların piyasa değerleri üzerindeki etkisi, son yıllarda yapılan birçok araştırmanın odak noktası olmuştur (Cheng vd., 2014; Qureshi vd., 2020). Ayrıca, muhasebe dışı bilgilerin, pazar payı, kalite yönetimi ve çevre koruma kararları gibi stratejik alanlarda şirket performansı üzerinde olumlu etkileri olduğu ortaya konulmuştur (Mbabazize vd., 2015). ESG verilerinin finansal kurumlar tarafından kredi riskinin değerlendirilmesinde giderek daha fazla dikkate alınması da bu tür bilgilerin önemini vurgulamaktadır (Suroso vd., 2018).

Günümüzde, paydaşların şirketlerin sürdürülebilirlik uygulamalarını değerlendirmek için CSR ve ESG gibi bilgileri talep etmesi ile gelişmekte olan piyasalarda güvenilir finansal olmayan bilgi ihtiyacı giderek daha önemli hale gelmektedir. BIST bağlamında hem muhasebe bilgileri hem de muhasebe dışı bilgilerin değer ilişkisi üzerindeki etkilerinin bütüncül bir şekilde ele alındığı ampirik araştırmalar sınırlıdır. Bu çalışma, kazanç, defter değeri, hisse başına kazanç ve işletme nakit akışları gibi finansal bilgilerin yanı sıra CRS ve ESG gibi muhasebe dışı bilgilerin değer ilişkisi üzerindeki etkilerini incelemektedir. Araştırmanın amacı, 2014-2023 döneminde Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören 169 firmasının muhasebe ve muhasebe dışı bilgilerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini değerlendirmektir. Çalışmada, hisse senedi fiyatı ile hisse başına kazanç, defter değeri ve işletme nakit akışları arasındaki ilişkiyi analiz etmek için Ohlson (1995) modeli temel alınmıştır. İlk model, hisse başına kazanç ve defter değerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini test ederken; ikinci model, işletme nakit akışlarını ekleyerek daha kapsamlı bir analiz sunmaktadır. Üçüncü modelde ise CSR ve ESG gibi muhasebe dışı bilgilerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi incelenmektedir.

Muhasebe dışı bilgilerin (CSR ve ESG) dahil edilmesi, çalışmayı geleneksel finansal analizlerin ötesine taşıyarak geniş bir perspektif sunmaktadır. ESG ve CSR verilerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki

etkisinin incelenmesi, sürdürülebilirlik ve sosyal sorumluluğun finansal performans üzerindeki rolüne dair önemli sonuçlar sağlayabilir. Bu bağlamda bu çalışma, şirketlerin uzun vadeli değer yaratma süreçlerine yönelik daha kapsamlı bir anlayış geliştirilmesine katkıda bulunmaktadır. Ayrıca, yatırımcıların, finansal kurumların ve diğer paydaşların karar alma süreçlerinde muhasebe dışı bilgilerin önemine dikkat çekerek, bu bilgilerin şirket değerlemesinde oynadığı rolü vurgulamaktadır. Bu tür bilgilerin analize dahil edilmesi, geleneksel finansal göstergelerin sınırlarının ötesine geçilmesini sağlayarak şirketlerin piyasa değerlerinin daha isabetli bir şekilde değerlendirilmesine katkı sunmaktadır.

Çalışmada giriş bölümünün ardından ikinci bölümde literatür incelemesine ve araştırmanın hipotezlerine yer verilmiştir. Üçüncü bölümde araştırmanın metodolojisi açıklanmış, dördüncü bölümde ise elde edilen bulgular sunulmuş ve değerlendirilmiştir. Sonuç bölümünde ise çalışmanın çıkarımları, sınırlamaları ve gelecekteki araştırma alanları belirtilmiştir.

2. LİTERATÜR İNCELEME VE HİPOTEZ GELİŞTİRME

Ohlson'un (1995) modeli, hisse senedi fiyatlarının, defter değeri ve hisse başına kazanç gibi muhasebe verileri ile nasıl ilişkilendirilebileceğini açıklamaktadır. Ohlson modeline göre, defter değeri ve kazançlar, hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde önemli birer gösterge olarak kabul edilmektedir. Çeşitli araştırmalar, defter değeri ve hisse başına kazanç ile hisse senedi fiyatları arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Örneğin, Ahmadi ve Bouri (2018) çalışmasında, muhasebe bilgileri ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiş ve defter değerinin hisse fiyatları üzerindeki etkisini vurgulamıştır. Araştırma, finansal tabloların hisse fiyatlarını etkileyen bilgileri özetleme yeteneğini ölçerek, bu bilgilerin değer belirlemedeki önemini ortaya koymuştur. Benzer şekilde, Korkmaz ve Karaca (2013) Türkiye örneğinde, firmaların piyasa değerinin artırılmasında hisse başına kazanç ve defter değerinin rolünü incelemiş ve bu iki değişkenin hisse senedi fiyatları üzerinde anlamlı bir etkisi olduğunu göstermiştir. Gökten vd. (2017) ise, defter değerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki aracılık rolünü ele alarak, kazançların yanı sıra defter değerinin de hisse senedi değerlemesinde önemli bir faktör olduğunu belirtmişlerdir. Çalışmada, yapısal eşitlik modellemesi kullanılarak defter değeri ve kazançların hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri detaylı bir şekilde analiz edilmiştir. Ayrıca, Menike ve Prabath (2014) çalışmasında hisse başına kazanç ve defter değerinin hisse fiyatları üzerindeki etkisini incelemiş ve bu iki değişkenin hisse fiyatları ile güçlü bir ilişkiye sahip olduğunu bulmuşlardır. Literatürde defter değeri ve hisse başına kazanç ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu desteklenmektedir. Bu ilişki, yatırımcıların hisse senedi değerlemesi yaparken dikkate alması gereken önemli bir faktördür. Hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde muhasebe verilerinin rolü, finansal analiz ve yatırım kararları açısından kritik bir öneme sahiptir. Tüm bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotez önerilmektedir:

H1: Defter değeri ve hisse başına kazanç ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır.

Hisse senedi fiyatlarının defter değeri ve hisse başına kazanç gibi muhasebe verileri ile nasıl ilişkilendirilebileceğini açıklayan Ohlson'un (1995) değerlendirme modelinde, bu iki değişkenin yanı sıra işletme nakit akışları ile de etkileşim içinde olduğu öne sürülmektedir (Kılıç vd., 2016). Özellikle, işletme nakit akışlarının, firmaların gelecekteki kazançları ve dolayısıyla hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi, birçok çalışmada incelenmiştir. Güvemli vd. (2021) tarafından yapılan bir araştırmada, nakit akışlarının

hisse senedi getirileri üzerinde olumlu bir etki yarattığı bulunmuştur. Bu çalışma, nakit akışlarının, firmanın finansal sağlığı ve yatırımcıların beklentileri üzerinde önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Ayrıca, Kılıç vd., (2016) temettü ödemeleri ile nakit akışları arasındaki ilişkiyi incelemiş ve temettü değişikliklerinin, şirketlerin gelecekteki kazançları ve nakit akışları hakkında yeni bilgiler sunduğunu belirtmişlerdir. Bu durum, hisse senedi fiyatlarının artmasına katkı sağlamaktadır. Dolayısıyla, defter değeri, hisse başına kazanç ve işletme nakit akışları arasındaki pozitif ilişki, yatırımcıların hisse senedi değerlemesi yaparken dikkate alması gereken önemli bir faktördür. Kaya ve Özçelik (2023) tarafından yapılan bir çalışmada ise, nakit akış bilgilerinin değer ilişkisi üzerindeki etkisi incelenmiş ve muhasebe bilgilerinin hisse senedi fiyatlarını açıklama gücünün vurgulandığı görülmüştür. Ayrıca, Baser ve Gökten (2017) çalışmasında defter değeri ve hisse başına kazanç ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişkiyi incelemiş ve bu iki değişkenin hisse senedi değerlemesinde önemli bir rol oynadığını göstermiştir. Tüm bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotez önerilmektedir:

H2: Defter değeri, hisse başına kazanç ve işletme nakit akışları ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır.

Kurumsal sosyal sorumluluk ve çevresel, sosyal ve yönetim kriterleri de hisse senedi fiyatları ile ilişkili olabilir. Yüksek ESG puanına sahip şirketlerin, yatırımcılar tarafından daha az riskli olarak algılandığı ve bu durumun hisse senedi fiyatlarını olumlu etkilediği gözlemlenmiştir (Li vd., 2022; Kulal vd., 2023). Örneğin, Li vd. (2022), yüksek ESG puanına sahip şirketlerin hisse senedi fiyatı çöküş riskinin daha düşük olduğunu belirtmektedir. Bu durum, ESG bilgisi yüksek olan şirketlerin, yatırımcıların kararlarını olumlu yönde etkileyerek hisse senedi fiyatlarını desteklediğini göstermektedir. Schiehl ve Kolahgar (2021), sürdürülebilirlik raporlamasında belirli ESG bileşenlerinin değerlemede ve hisse senedi fiyatı bilgilendiriciliğinde önemli bir rol oynadığını ortaya koymaktadır. Bu bağlamda ESG bilgisi, piyasa ve sektör senkronizasyonunu azaltarak hisse senedi fiyatlarının daha bilgilendirici hale gelmesine katkı sağlamaktadır. Bu durum, yatırımcıların ESG bilgilerini dikkate alarak daha bilinçli yatırım kararları almalarını mümkün kılmaktadır. CSR uygulamalarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi de benzer şekilde ele alınmaktadır. Örneğin, Vortelinos (2024), COVID-19 pandemisi sırasında CSR performansının hisse senedi getirileri ile olumlu bir ilişki içinde olduğunu bulmuştur. Vortelinos (2024) çalışmasında, CSR uygulamalarının piyasa sonuçlarını iyileştirdiğini ve hisse senedi volatilitesini azalttığını belirtmiştir. Ayrıca, ESG uygulamalarının güçlü olduğu şirketlerin, piyasa krizleri sırasında daha az düzeltme yaşadığı ve bu durumun yatırımcılar için bir tür koruma sağladığı belirtilmektedir (Beloskar ve Rao, 2023; Moalla ve Dammak, 2023). Bununla birlikte, ESG ve CSR uygulamalarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi, şirketlerin büyüklüğü gibi moderatör faktörlerden de etkilenmektedir. Shakil, (2022) firma büyüklüğünün ESG performansı ile hisse senedi fiyatı volatilitesi arasındaki ilişkiyi etkileyen bir faktör olduğunu vurgulamaktadır. Büyük firmaların ESG uygulamalarının, hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisinin daha belirgin olabileceğini göstermektedir. Tüm bu bilgiler ışığında aşağıdaki hipotez önerilmektedir:

H3: Defter değeri, hisse başına kazanç, işletme nakit akışları, CSR ve ESG ile hisse senedi fiyatları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır.

3. ARAŞTIRMA METODOLOJİSİ

Bu çalışma, 2014-2023 döneminde Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören 203 firmanın muhasebe ve muhasebe dışı bilgilerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini değerlendirmektir. 2014-2023 dönemi ait 203 firmanın toplamda 2030 firma-yıl gözleminden oluşan bir başlangıç örneklemini oluşturulmuştur. Eksik veri nedeniyle 34 firma örneklem dışı bırakıldıktan sonra, nihai örneklem 169 firmadan (başlangıç örnekleminin yüzde 83,25'i) ve 1690 firma-yıl gözleminden oluşmaktadır. Bu büyüklükteki örneklem, makul ve güvenilir sonuçlara ulaşmak için yeterli bir kapsam sunmaktadır. Çalışmada kullanılan örneklemin özeti Tablo 1'de sunulmaktadır.

Tablo 1. Çalışmanın Örneklemi

	Firma Sayısı	Gözlem Sayısı
Toplam firmalar	203	2030
Eksik veriye sahip firmalar	34	340
Çalışmanın örneklemi	169	1690

Araştırmada kullanılan değişkenler Tablo 2'de göstermektedir.

Tablo 2. Araştırmada Kullanılan Değişkenler

Bağımlı Değişken		
Hisse Senedi Fiyatı	CP	Hisse senedinin kapanış fiyatı
Bağımsız Değişkenler		
Hisse Başı Defter Değeri	BV	Bir şirketin özsermaye tutarının, hisse senedi sayısına bölünmesiyle hesaplanır.
Hisse Başına Kazanç	EPS	Bir şirketin net karının, o dönemdeki hisse sayısına bölünmesi ile elde edilir.
İşletme Nakit Akışı	OCF	Dönem net kârına nakit çıkışı yaratmayan amortisman ve itfa giderlerinin eklenmesi ve çalışma sermayesindeki değişikliklerin hesaba katılmasıyla hesaplanır.
Çevresel, Sosyal ve Yönetişim Puanı	ESG	Şirketler tarafından beyan edilen bilgilere dayalı olarak çevresel, sosyal ve yönetim faktörleri için 0-100 arasında değişen genel şirket puanıdır.
Kurumsal sosyal sorumluluk Puanı	CSR	Şirketlerin, sürdürülebilirlik raporları veya yıllık raporlarındaki sürdürülebilirlik ile ilgili bölümlere dayalı olarak 0-100 arasında derecelendirilen bir performans ölçütüdür.

Çalışmada, hisse senedi fiyatı ile hisse başına kazanç, defter değeri ve işletme nakit akışları arasındaki ilişkiyi analiz etmek için Ohlson (1995) modeli temel alınmıştır. Çalışmada ele alınan modele göre denklemler aşağıdaki şekilde ifade edilebilir:

$$CP_{it} = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

OCF eklenerek aşağıdaki denklem 2 elde edilmiştir:

$$CP_{it} = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 OCF_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Denklem 2'ye muhasebe dışı bilgiler olan CSR ve ESG değişkenleri eklenerek aşağıdaki denklem 3 elde edilmiştir:

$$CP_{it} = \alpha + \beta_1 BV_{it} + \beta_2 EPS_{it} + \beta_3 OCF_{it} + \beta_4 CSR_{it} + \beta_5 ESG_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Birinci modelde, hisse senetlerinin defter değerinin ve hisse başına kazancın hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisini incelemek için Ohlson modelini (1995) test etmektedir. İkinci modele işletme nakit akışları eklenerek hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Üçüncü modele ise muhasebe dışı bilgiler olan CSR ve ESG bilgileri de eklenerek hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisi incelenmiştir.

Çalışmada hipotezleri test etmek için temel istatistiksel analizler uygulanmış; ortalama, standart sapma, korelasyon ve regresyon modelleri gibi yöntemler kullanılmıştır. Ayrıca, çoklu doğrusal bağımlılık (multicollinearity) belirlemek amacıyla Varyans Genişleme Faktörü (VIF) gibi betimleyici istatistiklerden yararlanılmıştır. Ek olarak, bu çalışma heteroskedastisiteyi tespit etmek amacıyla Breusch-Pagan/Cook-Weisberg testi ve otokorelasyon problemini düzeltmek için uygulanabilir genelleştirilmiş en küçük kareler (FGLS) yöntemini kullanmaktadır. Son olarak, sabit etkiler ve rastgele etkiler regresyonu arasında seçim yapmak için Hausman testi uygulanmıştır.

4. ARAŞTIRMANIN BULGULARI

Bu bölümde, çalışmanın tanımlayıcı istatistikleri, korelasyon analizi, çoklu doğrusallık ve VIF değerleri ele alınmıştır. Ayrıca heteroskedastisite ve otokorelasyon testleri, hausman testi ve regresyon analizinin sonuçları da sunulmuştur.

4.1. Tanımlayıcı İstatistikler

Hisse senetlerinin piyasa değeri, defter değeri, hisse başına kazanç, işletme nakit akışları, kurumsal sosyal sorumluluk ve çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim değişkenlerinin ortalaması, standart sapması, minimum ve maksimum değerleri Tablo 3'te gösterilmektedir. Hisselerin piyasa değerinin defter değerinden (BV) daha yüksek olması nedeniyle BV ortalamasının pozitif olduğunu göstermektedir ($16.192/0.658 = 24.608$). Bu durum, şirketlerin piyasa değerlemesinin hisse başına defter değerini yansıtmadığını göstermektedir. İşletme nakit akışı ortalamasının pozitif ve oldukça yüksek olması, çalışmada ele alınan şirketlerinin operasyonlarını sürdürebilmek ve büyümek için yeterli pozitif nakit akışı yaratma yeteneğine sahip olduğunu göstermektedir. Hisse başına kazanç ortalamasının oldukça düşük olması ise firmaların kârlarını dağıtma yeteneğinin düşük olduğunu ifade etmektedir. CSR puan ortalaması 49.207 ve ESG puan ortalaması 53.014 ortalama düzeyde olmasına karşın, yüksek standart sapmalar bu alanlarda şirketler arasında büyük farklılıklar olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak, firmaların

finansal performans ve sürdürülebilirlik uygulamalarında oldukça farklı profillere sahip olduğu ve bazı firmaların sürdürülebilirlik konusunda daha yüksek performans sergilerken diğerlerinin daha düşük düzeyde kaldığı söylenebilir.

Tablo 3. Değişkenlerin Tanımlayıcı İstatistikleri

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Min	Max
BV	0.658	1.413	-0.03	13.16
EPS	0.097	0.157	-0.180	0.83
OCF	6.823	0.888	4.38	9.26
CSR	49.207	18.529	0.00	64.16
ESG	53.014	21.938	2.64	88.03
CP	16.192	173.517	0.03	2447.5
N	1690			

4.2. Korelasyon, Çoklu Doğrusallık ve VIF

Korelasyon ve çoklu doğrusallık sonuçları Tablo 4'te gösterilmiştir. Sonuçlara göre hisse başına kazanç (EPS) ile hisse fiyatı (CP) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu görülmektedir. Bu durum, EPS'deki herhangi bir artışın hisse fiyatını artıracağını işaret etmektedir. Sonuçlar, BV ve EPS arasındaki ilişki dışında, bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olmadığını ve çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity) sorununun bulunmadığını göstermektedir. BV ve EPS arasındaki ilişki ise 0.60'ın altındadır. Regresyon analizinde çoklu doğrusal bağlantıyı tespit etmek için bu çalışmada VIF testi yapılmıştır. Yoo vd. (2014), VIF'in doğrusal bağımlılıkların gücünü ve her bir regresyon katsayısının varyans miktarını ölçtüğünü belirtmiştir. VIF değerinin 10'un üzerinde olması çoklu bağlantı sorunu olduğunu göstermektedir. Tablo 4'te gösterildiği gibi modeldeki VIF değeri 10'un altındadır ve çoklu bağlantı problemi olmadığını göstermektedir.

Tablo 4. Korelasyon, Çoklu Doğrusallık ve VIF sonuçları

Değişkenler	BV	EPS	OCF	CSR	ESG	P	VIF
BV	1.000						2.81
EPS	0.695**	1.000					2.69
OCF	0.332**	0.380**	1.000				1.45
CSR	0.143	0.321*	0.162	1.000			1.97
ESG	0.254***	0.398*	0.292	0.226	1.000		2.12
CP	0.658**	0.604**	0.306***	0.215*	0.162	1.000	

4.3. Heteroskedastisite ve Otokorelasyon Testi

Regresyon analizine uygun ve güvenilir veri sağlamak amacıyla bu çalışmada heteroskedastisiteyi tespit etmek için Breusch-Pagan/Cook-Weisberg testi uygulanmıştır. Test sonuçları, araştırma verilerinde heteroskedastisitenin bulunmadığını göstermektedir. Bu nedenle, çalışmada analizlerin sağlamlığını test etmek için sıradan en küçük kareler (OLS) veya genelleştirilmiş en küçük kareler (GLS) tahmincisi kullanılmıştır. Tablo 5, heteroskedastisite için yapılan Breusch-Pagan/Cook-Weisberg testinin sonuçlarını göstermektedir.

Table 5. Breusch–Pagan/Cook–Weisberg Heteroskedastisite Testi Sonuçları

Model	Breusch–Pagan/Cook–Weisberg Heteroskedastisite Testi Ho: Sabit Varyans Değişkenler: CP'nin tahmini değerleri	
	chi2(1)	Prob > chi2
Model 1	0.09	0.8928
Model 2	0.02	0.7631
Model 3	0.03	0.8551

Breusch–Pagan/Cook–Weisberg heteroskedastisite testi sonuçlarına göre, üç modelde de sabit varyans hipotezi (H0) reddedilememiştir. Her bir modelde p-değerleri (0.8928, 0.7631 ve 0.8551) 0.05'ten büyük olduğu için, heteroskedastisite olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum, modellerde hata terimlerinin varyansının sabit olduğunu ve regresyon analizinin bu açıdan uygun olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda, çalışmada ele alınan modellerde değişen varyans problemi bulunmamaktadır.

4.4. Hausman Testi Sonuçları

Regresyon sonuçlarını iyileştirmek amacıyla sabit etkiler regresyonu ile rassal etkiler regresyonu arasında seçim yapmak için Hausman testi gerçekleştirilmiştir. Tablo 6, Model 1, Model 2 ve Model 3'te sırasıyla p-değerleri 0.8432, 0.6641 ve 0.7658 olarak hesaplanmıştır ve Prob>chi2 değerinin 0.05'ten büyük olduğunu göstermektedir. Bu durum, katsayılar arasındaki farkların sistematik olmadığını göstermektedir. Sonuçlar, tüm modellerde sabit etkiler yönteminin kullanılması gerektiğini ifade etmektedir.

Tablo 6. Hausman Test Sonuçları

Model	Test: Ho: Kat sayılar arasındaki fark sistematik değildir $\chi^2(3) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B)$	Prob>chi2
Model 1	0.340	0.8432
Model 2	1.58	0.6641
Model 3	2.57	0.7658

4.5. Regresyon Sonuçları

OLS (En Küçük Kareler), GLS (Genelleştirilmiş En Küçük Kareler - Sabit Etkiler) ve FGLS (Uygulanabilir Genelleştirilmiş En Küçük Kareler) yöntemlerinin sonuçları Tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 7. Regresyon Modeli Sonuçları (OLS, GLS [fixed effect] and FGLS)

Model	OLS						GLS-Fixed Effect						FGLS					
	MB			MDB			MB			MDB			MB			MDB		
	BV	EPS	OCF	CSR	ESG		BV	EPS	OCF	CSR	ESG		BV	EPS	OCF	CSR	ESG	
Model 1	Coef.	4.09**	11.95*	-	-		4.11**	12.94*	-	-	-		4.19**	11.96*				
	P> t	0.000	0.018	-	-		0.000	0.027	-	-	-		0.000	0.013				
	constant	-1.08(0.000)					-1.20 (0.000)					-1.08(0.000)						
	F-Value	58.61					47.99					Wald chi2(2)= 122.25						
Model 2	R ²	0.6261					0.6260					-						
	Coef.	4.19**	19.96**	-2.98**	-		4.32**	21.08**	-3.89**				4.19**	19.95**	-2.90**			
	P> t	0.000	0.001	0.002	-		0.000	0.001	0.001				0.000	0.000	0.001			
	constant	18.98 (0.005)					25.94(0.003)					18.98 (0.000)						
Model 3	F-Value	40.12					35.67					Wald chi2(2)=128.80						
	R ²	0.6786					0.6738					-						
	Coef.	3.59**	**20.29	**1.57	1.89***	2.31*	3.60**	23.52*	-3.63*	1.86***	3.33**		4.19**	18.41**	-7.37**	1.93*	4.55**	
	P> t	0.000	0.000	0.002	0.063	0.022	0.000	0.037	0.048	0.097	0.002		0.000	0.000	0.000	0.059	0.000	
Prob>ch2-all models and analysis	constant	12.39 (0.002)					22.61 (0.000)					20.55(0.000)						
	F-Value	21.18					29.000					Wald chi2(2)= 143.28						
	R ²	0.7767					0.8498					-						
	Prob>ch2-all models and analysis	0.000					0.000					0.000						

Model 1’de, GLS sonuçlarına göre defter değeri (BV, $\beta = 4.11$, $p < 0.01$) ve hisse başına kazanç (EPS, $\beta = 12.94$, $p < 0.05$), bağımlı değişken üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkiye sahiptir. Bu bulgular, OLS sonuçları (BV, $\beta = 4.09$; EPS, $\beta = 11.95$) ve FGLS sonuçları (BV, $\beta = 4.19$; EPS, $\beta = 11.96$) ile tutarlıdır. Her üç yöntemde de BV’nin etkisi yüzde 1 düzeyinde anlamlı bulunmuş ve EPS’nin yüzde 5 düzeyindeki anlamlılığı teyit edilmiştir. GLS yöntemi, R^2 değerinin yüzde 62.60 olduğunu göstermektedir ve bu değer OLS (yüzde 62.61) ile neredeyse aynıdır. FGLS sonuçları ise Wald chi-squared testi (122.25) ile modelin genel anlamlılığını desteklemektedir.

Model 2’de, GLS yöntemi, BV’nin ($\beta = 4.32$, $p < 0.01$) ve EPS’nin ($\beta = 21.08$, $p < 0.01$) pozitif ve anlamlı etkilerini doğrulamaktadır. Buna karşılık, işletme nakit akışının (OCF, $\beta = -3.89$, $p < 0.01$) negatif ve anlamlı bir etkisi olduğu görülmektedir. Bu sonuçlar, OLS yönteminin bulgularına (BV, $\beta = 4.19$; EPS, $\beta = 19.96$; OCF, $\beta = -2.98$) paraleldir ve FGLS yöntemi de benzer yönde sonuçlar vermektedir (BV, $\beta = 4.19$; EPS, $\beta = 19.95$; OCF, $\beta = -2.90$). GLS ile elde edilen modelin açıklayıcılığı (yüzde 67.86). FGLS’nin Wald chi-squared testi (128.80) ise modelin genel güvenilirliğini artırmaktadır.

Model 3, daha geniş bir değişken setini içermekte ve GLS sonuçlarına göre BV ($\beta = 3.60$, $p < 0.01$) ve EPS’nin ($\beta = 23.52$, $p < 0.05$) pozitif ve anlamlı etkilerini koruduğunu göstermektedir. Ayrıca, kurumsal sosyal sorumluluk (CSR, $\beta = 1.86$, $p < 0.10$) ve çevresel, sosyal ve yönetim (ESG, $\beta = 3.33$, $p < 0.05$) değişkenlerinin de bağımlı değişken üzerinde pozitif ve anlamlı etkileri tespit edilmiştir. Bu bulgular, CSR ve ESG’nin açıklayıcı gücünü vurgularken, OLS (CSR, $\beta = 1.89$, ESG, $\beta = 2.31$) ve FGLS (CSR, $\beta = 1.93$, ESG, $\beta = 4.55$) yöntemlerinden elde edilen sonuçlarla da uyumludur. GLS yöntemi ile hesaplanan R^2 (yüzde 84.98), Model 3’ün açıklayıcılık gücünün en yüksek olduğu modeli temsil ettiğini ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, finansal ve finansal olmayan değişkenlerin birlikte ele alındığında bağımlı değişkeni daha iyi açıkladığını göstermektedir.

OLS ve FGLS analiz sonuçları, GLS sonuçlarını doğrulamakta ve bu sonuçların sağlamlığını göstermektedir. Bu analizler, H1, H2 ve H3 hipotezlerini desteklemekte ve muhasebe ile muhasebe dışı bilgilerin BIST’deki firmaların hisse fiyatları üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

5. SONUÇ

Bu çalışma, 2014-2023 yılları arasında Borsa İstanbul’da işlem gören 169 firmanın muhasebe bilgileri ve muhasebe dışı bilgilerin değer ilişkisini incelemektedir. Muhasebe bilgileri değişkenleri olarak defter değerinin, hisse başına kazancın ve işletme nakit akışlarının; muhasebe dışı bilgiler değişkenleri olarak ise kurumsal sosyal sorumluluk ve çevresel, sosyal ve yönetim puanlarının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkileri analiz edilmiştir. Çalışmada hipotezleri test etmek için temel istatistiksel analizler uygulanmış ve çoklu doğrusal bağımlılığı tespit etmek için varyans genişleme faktörü kullanılmıştır. Heteroskedastisiteyi belirlemek için Breusch-Pagan/Cook-Weisberg testi uygulanmıştır. Ayrıca, sabit etkiler ve rastgele etkiler arasında seçim yapmak için Hausman testi yapılmıştır.

Çalışmanın sonuçları, birkaç kritik bulguyu öne çıkarmaktadır. İlk olarak, BV ve EPS’nin hisse senedi fiyatları ile pozitif ve anlamlı bir ilişkisi olduğunu göstermiştir. BV ve EPS’nin hisse senedi fiyatları ile pozitif ve anlamlı bir ilişkisi olduğu bulgusu yapılmış olan çalışmalarla örtüşmektedir (Çalışan ve Erdem, 2021; Kalyoncu, 2019). Şeffaflık, yatırımcı koruması ve güvenilir raporlama sistemlerinin hala

gelişmekte olduğu Türkiye gibi yükselen piyasalar göz önüne alındığında, defter değeri ve hisse başına kazanç gibi finansal göstergelerin yatırım kararlarında önemini koruduğu gözükmektedir (Asl ve Ofilas; 2021; Kurtaran, 2014). Gör ve Tekin (2019) ile Kaya ve Öztürk, (2015) ise çalışmasında, muhasebe kârları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki incelenmiş ve muhasebe karının hisse fiyatları üzerinde belirgin bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır. Bu bulgular, yatırımcılarının firma değerini değerlendirirken geleneksel finansal göstergeleri dikkate aldığını göstermektedir.

Literatürde işletme nakit akışlarının, şirketlerin istikrarlı nakit akışı üretme kapasitesini yansıttığı ve bu nedenle işletme faaliyetlerinden kaynaklanan nakit akışları ile hisse değeri arasında pozitif bir ilişki olduğu kabul edilmektedir (Özcan ve Karter, 2020; Altıntaş ve Kassouri, 2021). Ancak, bu çalışmanın bulguları yapılmış olan bazı çalışmaların aksine OCF ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Bu çalışmanın sonuçları yatırımcıların yüksek işletme nakit akışlarını potansiyel verimsizliklerin veya etkili bir şekilde kullanılmayan aşırı sermayenin bir işareti olarak yorumlayabileceğini ifade eden çalışmalarla tutarlıdır (Penman ve Yehuda, 2009; Mostafa, 2016). Cheng ve Yang (2003), nakit akışlarının özellikle kısa işletme döngüleri ve yüksek kaldıraç oranına sahip firmalar için bilgilendirici olduğunu belirtmiş, finansal performansının zayıf olduğu durumlarda ise olumsuz piyasa tepkilerinin oluşabileceğini vurgulamıştır. Benzer şekilde, Liu ve diğerleri (2006), nakit akışları ile kazançlar arasındaki tutarsızlıkların kafa karışıklığı yaratabileceğini ve olumsuz piyasa tepkilerine yol açabileceğini ortaya koymuştur. OCF'nin hisse senedi fiyatları üzerinde negatif etki etmesi, BIST'te yer alan şirketlerin istikrarlı nakit akışları üretebilme kapasitesinin sınırlı olabileceğini ve bu durumun değişken ekonomik koşullar veya operasyonel verimsizliklerden kaynaklanabileceğini işaret etmektedir. Ayrıca, Türkiye'deki ekonomik belirsizlikler ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar da hisse senedi fiyatlarını etkileyen önemli unsurlar arasında yer almaktadır (Sertkaya ve Songur, 2021; Uğur ve Bingöl, 2020). Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde, döviz kurlarındaki değişiklikler hisse senedi piyasalarında hızlı bir şekilde yansımaktadır ve bu durum piyasa istikrarsızlığına neden olabilmektedir (Sertkaya ve Songur, 2021).

Çalışmada muhasebe dışı bilgiler ele alındığında, CSR ve ESG puanları hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Ateş, (2021) yapmış olduğu çalışmasında kurumsal sosyal performans skoru ile piyasa değerleri arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna varmıştır. Düzer ve Önce (2018) çalışmasında, Borsa İstanbul'da işlem gören otuz şirketin ekonomik, muhasebe ve piyasa esaslı finansal performans göstergeleri ile kurumsal sosyal performans düzeyi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Araştırma, muhasebe esaslı finansal performans ile çevresel ve sosyal performans arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Bu bulgular, yatırımcılarının sürdürülebilirlik ve sosyal sorumluluk uygulamalarına giderek daha fazla değer verdiğini göstermektedir. Küresel farkındalığın artması ve ESG kriterlerinin yatırım kararlarına entegrasyonu uyumlu olup, sorumlu iş uygulamaları benimseyen firmalarının piyasa tarafından daha değerli algılandığı söylenebilir. Paydaş teorisi şirketlerin sadece hissedarlarına değil aynı zamanda diğer paydaşlarına da fayda sağlama sorumluluğu taşıması gerektiğini savunmaktadır (Harrison ve Smith, 2015; Harrison ve Wicks, 2013). Bu bağlamda, iyi bir ESG performansı şirketlerin itibarını artırarak daha düşük sermaye maliyetleri ile sonuçlanabilir (Berk, 2023; Wang, 2024). Yatırımcılar, güçlü ESG uygulamalarına sahip şirketlere daha fazla değer vermekte ve bu durum şirketlerin finansal istikrarını artırmaktadır (Bouattour, 2024; Li, 2024). Ayrıca, sürdürülebilirlik

odaklı stratejilerin benimsenmesi, şirketlerin risklerini azaltarak uzun vadede daha iyi finansal sonuçlar elde etmelerine yardımcı olabilir (Zumente ve Bistrova, 2021; Kim ve Li, 2021).

Vekalet Teorisi, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki ilişkiyi ele alırken, bu ilişki içerisindeki bilgi asimetrisi ve çıkar çatışmalarını da göz önünde bulundurmaktadır (Karataş ve Aren, 2008). Bu bağlamda, CSR uygulamaları, yöneticilerin hissedarların çıkarlarını gözetme yükümlülüğünü yerine getirmeleri için bir araç olarak değerlendirilebilir. Şişmanoğlu vd. (2020), vekalet maliyetlerinin yönetim ve kontrol süreçleri üzerindeki etkilerini inceleyerek bu maliyetlerin azaltılmasının şirket performansını artırabileceğini göstermektedir. Sinyal teorisi ise CSR ve ESG uygulamalarının şirketlerin piyasa aktörlerine yönelik birer güven ve sorumluluk sinyali olarak değerlendirilebileceğini savunur ve şirketin hem itibarını hem de finansal performansını olumlu yönde etkileyebileceğini ifade eder (Haisyah vd., 2024; Ding vd., 2021). Kefe (2023) çalışmasında, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketlerin CSR performanslarını inceleyerek yüksek CRS uygulamalarının yatırımcılar nezdinde pozitif imaj kazanmalarına katkıda bulunduğunu belirtmiştir.

Çalışmanın R^2 değerleri, muhasebe dışı bilgilere ait değişkenlerinin dahil edilmesiyle kademeli olarak artış göstermiştir. Bu durum, geleneksel finansal metrikler ile sürdürülebilirlik göstergelerini birleştiren daha bütüncül bir yaklaşımın, firmalarının değer ilişkisini anlamada daha kapsamlı bir çerçeve sunduğunu göstermektedir.

Bu çalışmanın sonuçları, muhasebe ve muhasebe dışı bilgilerin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini anlamada önemli bulgular sağlamış olsa da bazı kısıtlamalara sahiptir. İlk olarak, çalışma yalnızca BIST'teki firmaları kapsamakta ve 2014-2023 dönemine odaklanmaktadır. Bu nedenle, bulgular, farklı sektörlerdeki firmalar ya da Türkiye dışındaki piyasalarda genellenebilirlik açısından sınırlı olabilir. Ayrıca, çalışmada kullanılan CSR ve ESG puanları gibi muhasebe dışı bilgilerin firmalar tarafından kendi beyanlarına dayalı olması, verilerin güvenilirliği ve tarafsızlığı açısından bir başka sınırlamayı ortaya çıkarmaktadır. Gelecekte yapılacak çalışmalar, daha geniş sektörleri ve coğrafyaları kapsayan bir veri seti ile farklı ekonomik ve düzenleyici ortamlarda muhasebe ve muhasebe dışı bilgilerin etkisini karşılaştırmalı olarak incelemelidir. CSR ve ESG gibi sürdürülebilirlik değişkenlerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkilerini daha iyi anlamak için şeffaflık düzeyi ve bağımsız denetim süreçleri gibi değişkenler eklenebilir. ESG kriterlerinin alt bileşenlerinin (çevresel, sosyal ve yönetim) hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisi farklı sektörler ve ülkeler bazında karşılaştırmalı olarak analiz edilebilir. Ayrıca, döviz kurları, faiz oranları ve enflasyon gibi makroekonomik değişkenlerin muhasebe ve muhasebe dışı bilgiler üzerindeki etkilerinin analiz edilmesi de farklı ekonomik koşullarda elde edilen bulguların genelleştirilebilirliğini artırabilir. Son olarak, muhasebe standartlarının ESG kriterleri ile uyumlaştırılması üzerine çalışmalar yapılarak sürdürülebilirlik odaklı muhasebe uygulamalarının firmaların uzun vadeli başarısına katkıları değerlendirilebilir.

KAYNAKÇA

- Ahmadi, A., & Bouri, A. (2018). The accounting value relevance of earnings and book value: Tunisian banks and financial institutions. *International Journal of Law and Management*, 60(2), 342-354.
- Altıntaş, H., & Kassouri, Y. (2021). Petrol fiyatları, parasal ve döviz kuru şoklarının hisse senedi fiyatlarına asimetrik etkisi: Türkiye için NARDL. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(4), 1388-1410.
- Amir, E., Harris, T. S., & Venuti, E. K. (1993). A comparison of the value-relevance of U.S. versus Non-U.S. GAAP accounting measures using Form 20-F reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31, 230-264.
- Asl, M. R. T., & Oflas, A. (2021). UFRS Uygulanma sürecinde hisse senedi piyasa değeri ile hisse başına kazanç ve hisse senedi defter değeri arasındaki ilişki (BİST 50'ye dayalı bir uygulama). *Muhasebe Enstitüsü Dergisi*, (64), 71-84.
- Ateş, S. (2021). Kurumsal sosyal performansa piyasa tepkisi: BIST örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (90), 149-164.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77-104.
- Beloskar, V. D., & Rao, S. N. (2023). Did ESG save the day? Evidence from India during the COVID-19 crisis. *Asia-Pacific Financial Markets*, 30(1), 73-107.
- Berk, I., Guidolin, M., & Magnani, M. (2023). New ESG rating drivers in the cross-section of European stock returns. *Journal of Financial Research*, 46, S133-S162.
- Bouattour, A., Kalai, M., & Helali, K. (2024). The non-linear relationship between ESG performance and bank stability in the digital era: new evidence from a regime-switching approach. *Humanities and Social Sciences Communications*, 11(1), 1-17.
- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23.
- Cheng, C. & Yang, S. (2003). The incremental information content of earnings and cash flows from operations affected by their extremity. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1-2), 73-116.
- Çalışan, C., & Erdem, B. (2021). Muhasebe bilgi kalitesinin sermaye piyasalarına etkisi: BIST-50 üzerine bir uygulama. *Ardahan Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 3(2), 134-141.
- Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of financial economics*, 141(2), 802-830.
- Düzer, M., & Önce, S. (2018). Effect of disclosures on sustainability performance indicators on financial performance: An application in BIST. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 11(1), 93-117.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance. *National Bureau of Economic Research*.
- Ertuğrul, M. (2017). Muhasebe verilerinin değer ilişkisinin farklı sermaye yapılarına göre zaman içindeki değişimi: MİST ülkeleri analizi. *Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi*.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global finance journal*, 38, 45-64.
- 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.

- Gökten, S., & Atalay, B. (2019). Bilanço dışı varlıkların muhasebe bilgisinin değer ilgililiği üzerindeki etkisi: Türkiye'ye özgü bulgular. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 12(2), 271-288.
- Gökten, S., Başer, F., & Yalçın, İ. S. (2017). F-skor göstergelerinin hisse senedi değeri üzerindeki etkisinin defter değerinin aracılık rolü çerçevesinde incelenmesi. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 9(4), 837-857.
- Gör, Y., & Tekin, B. (2019). BİST-100 endeksinde muhasebe karları ve hisse senedi fiyatları ilişkisi üzerine bir araştırma. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 229-240.
- Güvemli, B., Taysı, K., & Saygı, N. (2021). Nakit akışlarının hisse senedi getirileri ve özkaynak karlılığı üzerindeki etkileri: Türkiye sigorta endeksi örneği. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 233-248.
- Haisyah, N., Hendarmin, R., & Pebriani, R. A. (2024). The Influence of Good Corporate Governance and Disclosure Corporate Social Responsibility towards Mining Sector Company Value. *International Journal of Community Service & Engagement*, 5(1), 1-5.
- Haisyah, N., Hendarmin, R., & Pebriani, R. A. (2024). The Influence of Good Corporate Governance and Disclosure Corporate Social Responsibility towards Mining Sector Company Value. *International Journal of Community Service & Engagement*, 5(1), 1-5.
- Harrison, J. S., & van der Laan Smith, J. (2015). Responsible accounting for stakeholders. *Journal of Management Studies*, 52(7), 935-960.
- Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2013). Stakeholder theory, value, and firm performance. *Business ethics quarterly*, 23(1), 97-124.
- Kalyoncu, C. (2019). Entelektüel sermayenin firma değerine etkisinin Ohlson ve Vaic modelleri ile sınanması: BİST 100 üzerine bir uygulama. *Yalova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi*.
- Karataş, A., & Aren, S. (2008). Vekalet teorisi ve bilgi asimetrisi problemi. *Güncel Yönetim ve Organizasyon Yaklaşımları*. Seçkin Yayıncılık, Ankara.
- Kaya, A. and Öztürk, M. (2015). Muhasebe kârları ile hisse senedi fiyatları arasındaki ilişki: bi'st firmaları üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (67), 37-54.
- Kaya, İ., & Özçelik, H. (2023). Nakit akış bilgilerinin değer ilişkisi: BİST üzerine bir araştırma *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 16(1), 57-75.
- Kefe, İ. (2023). BİST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi yer alan işletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk performansı üzerine bir inceleme. *Business & Management Studies: An International Journal*, 11(3), 799-823.
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The accounting review*, 91(6), 1697-1724.
- Kılıç, Y., Buğan, M. F., & Özbezek, B. D. (2016). Asymmetric information and signaling theory: Panel causality approach on the relationship between dividends and earnings. *Gaziantep University Journal of Social Sciences*, 15(4), 1132-1145.
- Kim, S., & Li, Z. (2021). Understanding the impact of ESG practices in corporate finance. *Sustainability*, 13(7), 3746.
- Korkmaz, Ö., & Karaca, S. S. (2013). Firma performansını etkileyen faktörler ve Türkiye örneği. *Ege Akademik Bakış*, 13(2), 169-179.
- Kulal, A., Abhishek, N., Dinesh, S., & Divyashree, M. S. (2023). Impact of environmental, social, and governance (ESG) factors on stock prices and investment performance. *Macro Management & Public Policies*, 5(2).
- Kurtaran, A. (2014). Hisse senedi değerlendirme yöntemlerinin yatırım kararlarındaki başarısının değerlendirilmesi. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, (13), 155-168.

- Li, M. (2024). A Study of the Relationship Between ESG Performance and Firm Valuation. *Advances in Economics, Management and Political Sciences*, 74, 259-267.
- Li, S., Yin, P., & Liu, S. (2022). Evaluation of ESG ratings for Chinese listed companies from the perspective of stock price crash risk. *Frontiers in Environmental Science*, 10, 933639.
- Liu, J., Nissim, D., & Thomas, J. (2007). Is cash flow king in valuations?. *Financial Analysts Journal*, 63(2), 56-68.
- Mbabazize, M., Daniel, T., Claude, M., and Shukla, J. 2015. Reporting of non-financial information and its impact on the decision taken in private institutions in rwanda: Case study northern province. *International Journal of Small Business and Entrepreneurship Research*, 2(3), 57-71.
- Menike, M. G. P. D., & Prabath, U. S. (2014). The impact of accounting variables on stock price: evidence from the Colombo Stock Exchange, Sri Lanka. *International Journal of Business and Management*, 9(5), 125.
- Mirza, A., Malek, M., & Abdul-Hamid, M. A. (2019). Value relevance of financial reporting: Evidence from Malaysia. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1651623.
- Moalla, M., & Dammak, S. (2023). Corporate ESG performance as good insurance in times of crisis: lessons from US stock market during COVID-19 pandemic. *Journal of Global Responsibility*, 14(4), 381-402.
- Mostafa, W. (2016). The incremental value relevance of cash flows and earnings affected by their extremity: UK evidence. *Management Research Review*, 39(7), 742-767.
- Nguyen, D. D. & Nguyen, C. V. (2020). The impact of operating cash flow in decision-making of individual investors in Vietnam's stock market. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7 (5), 019 – 029.
- Nguyen, H. A., & Dang, T. T. G. (2023). Accounting reform and value relevance of financial reporting from non-financial listed firms on the Vietnam stock market. *Cogent Business & Management*, 10(2).
- Özcan, G. & Karter, Ç. (2020). The causal relationship between oil prices and stocks prices in turkey: bootstrap rolling window approach. *Pamukkale Journal of Eurasian Socioeconomic Studies*, 7(2), 105-114.
- Penman, S. H., & Yehuda, N. (2009). The pricing of earnings and cash flows and an affirmation of accrual accounting. *Review of Accounting Studies*, 14, 453-479.
- Puspa, D. F., Nazaruddin, I., Muslim, R. Y., & Minovia, A. F. (2023). Relevance of earnings value, book value, and operating cash flow in manufacturing companies in Indonesia. *Journal of Accounting and Investment*, 24(1), 120-136.
- Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K. & Ahsan, T. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199-1214.
- Schiehl, E., & Kolahgar, S. (2021). Financial materiality in the informativeness of sustainability reporting. *Business Strategy and the Environment*, 30(2), 840-855.
- Sertkaya, B., & Songur, M. (2021). Türkiye’de hisse senedi fiyatları ile reel döviz kuru arasındaki ilişki: Simetrik ve asimetrik nedensellik analizi. *Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 14(2), 396-412.
- Shakil, M. H. (2022). Environmental, social and governance performance and stock price volatility: A moderating role of firm size. *Journal of Public Affairs*, 22(3), e2574.
- Suroso, S., Siahaan, A. P. U., Br., R. Purba, Sari, A. K. & Rusiadi. (2018). Influence of Accounting and non-accounting information on credit decision. *International Journal of Civil Engineering and Technology*, 9(12), 526-535.
- Şişmanoğlu, E., Karayiğit, D. T., & Karabınar, S. (2020). Vekalet teorisi kapsamında ortaya çıkan vekalet maliyetlerinin muhasebesi ve raporlanması. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 13(3), 975-987.

Uğur, A., & Bingöl, N. (2020). Hisse senedi ve döviz kuru ilişkisinin yönü: Türkiye üzerine bir araştırma. Ömer Halisdemir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 13(4), 624-636.

Vortelinos, D., Menegaki, A. N., & Alexiou, S. (2024). The relationship between credit rating and environmental, social, and governance score in banking. *Economies*, 12(6), 152.

Wang, C. (2024). The Relationship between ESG Performance and Corporate Performance-Based on Stakeholder Theory. In *SHS Web of Conferences* (Vol. 190, p. 03022). EDP Sciences.

Yoo, W., Mayberry, R., Bae, S., Singh, K., He, Q. P., & Lillard Jr, J. W. (2014). A study of effects of multicollinearity in the multivariable analysis. *International journal of applied science and technology*, 4(5), 9.

Zumente, I., & Bistrova, J. (2021). ESG importance for long-term shareholder value creation: Literature vs. practice. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(2), 127.

