

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK VE HİSSE
SENEDİ GETİRİLERİ: YATIRIMCI
DUYARLILIĞI VE ULUSAL KÜLTÜR ROLÜ

Gizem ARI

2502200123

TEZ DANIŞMANI

Prof. Dr. Serra EREN SARIOĞLU

İSTANBUL – 2025

ÖZ

KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ: YATIRIMCI DUYARLILIĞI VE ULUSAL KÜLTÜR ROLÜ

Gizem ARI

Firma düzeyinde kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) (corporate social responsibility – CSR), sosyal sorumluluk yatırımları (socially responsible investments – SRI) ve onun bir göstergesi olarak çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) (environmental, social, and governance – ESG) faaliyetleri son yıllarda hem uygulayıcılar hem piyasa aktörleri ve hem de akademisyenler tarafından yoğun bir ilgiye maruz kalmaktadır. Önceki araştırmalar çoğunlukla beklenen getiriler ile firma düzeyindeki sosyal sorumluluk performansı arasında negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Söz konusu negatif prim, yüksek ESG derecelendirmeleriyle ilişkili azaltılmış riskle bağlantılı olmaktadır. Şirketler, yatırımcıların sosyal ve çevresel sonuçlar hakkındaki endişelerini olabildiğince iyi bir şekilde ele almak için sorumluluk geçişine uyum sağlamaktadırlar. Amaçlanan sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşmak, aynı zamanda finansal piyasa yatırımlarının risk – getiri özelliklerindeki değişimlere de bağlı olmaktadır. Bu bağlamda, yatırımcı duyarlılığı gelecekteki risk – getiri ilişkisini tahmin etmede önemli bir rol oynayabilmektedir. Bu çalışma, 2005 Temmuz – 2023 Haziran dönemi için uluslararası bir örneklem kullanarak ESG performansı ile ilişkili riskteki değişiklikleri ve buna bağlı olarak getiri değişimlerini yatırımcı duyarlılığı kapsamında incelemeyi amaçlamaktadır. Küresel bir örneklem kullanmak, Hofstede tarafından geliştirilen altı ulusal kültür boyutunu dahil ederek ülkeler genelinde önemli kültürel yönleri incelememize de olanak tanımaktadır.

Bu tez çalışmasının ampirik kısmında öncelikle, daha yüksek ESG puanlarına sahip firmaların, daha düşük ESG puanlarına sahip firmalarla kıyaslandığında daha düşük artık getiriler ve anormal getiriler sergilediği kanıtlanmaktadır. On farklı ESG tabanlı portföyden elde edilen artık getirilere dayanarak en iyi ESG puanına sahip Best

portföyünden en kötü ESG puanına sahip Worst portföyüne gidildikçe azalan bir motif gözlemlenmiştir. En düşük ve en yüksek ESG puanlarına sahip portföyler arasındaki getiri farkından oluşturulan ESG risk faktörü (Worst minus Best – WMB), klasik varlık fiyatlandırma modellerine eklenerek portföylerin anormal getirileri incelenmiştir. Ardından ampirik analizler yatay kesit havuzlanmış OLS tahminleriyle iletmiştir.

Uluslararası örneklem kullanarak ülkelerin ulusal kültürel farklılıklarını ve yatırımcı duyarlılığını kontrol ettikten sonra, firma düzeyindeki analizlerden elde edilen bulgular, ESG priminin, sistematik bir risk primi olmaktan ziyade yanlış fiyatlandırmadan kaynaklı yatırımcı tercihlerine dayanan karakteristik bir prim olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, yatırımcı tercihlerinin gelişmiş sürdürülebilirliğe doğru kurumsal ilerlemeyi açıklamada önemli bir rol oynadığı fikrini desteklemektedir. Gelişmiş sürdürülebilirliğe doğru giden bu kayma, özellikle belirli kültürel özelliklere sahip ülkelerdeki yatırımcıların tercihlerinden büyük ölçüde etkilenmektedir.

Anahtar Kelimeler: Çevresel ve sosyal sorumluluk, kurumsal yönetim, ESG tercihleri, kurumsal sosyal sorumluluk, yatırımcı duyarlılığı, sosyal sorumlu yatırımlar, ulusal kültür.

ABSTRACT

CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY AND STOCK RETURNS: THE ROLE OF INVESTOR SENTIMENT AND NATIONAL CULTURE

Gizem ARI

Corporate social responsibility (CSR), socially responsible investments (SRI) and environmental, social, and governance (ESG) activities as an indicator of these at the firm level have attracted intense attention in recent years from practitioners, market players and academics alike. Previous studies have mostly shown a negative relationship between expected returns and firm-level social responsibility performance. This negative premium arises from the reduced risk associated with higher ESG ratings. Companies are adapting to the responsibility transition in order to address investors' concerns about social and environmental outcomes as best as possible. Achieving the intended sustainability goals also depends on changes in the risk-return characteristics of financial market investments. In this context, investor sentiment can play an important role in estimating the future risk-return relationship. This study aims to examine the changes in risk associated with ESG performance and the resulting changes in returns within the scope of investor sentiment using an international sample for the period July 2005 – June 2023. Using a global sample also allows us to examine important cultural aspects across countries by including the six national culture dimensions developed by Hofstede.

In the empirical part of this thesis, first of all, it is proven that firms with higher ESG scores exhibit lower excess and abnormal returns compared to firms with lower ESG scores. Based on the excess returns obtained from ten different ESG-based portfolios, a decreasing pattern is observed as we move from the Worst portfolio with the worst ESG score to the Best portfolio with the best ESG score. The ESG risk factor (Worst minus Best – WMB), which is created from the return difference between the portfolios with the lowest and highest ESG scores, is added to the standard asset

pricing models and the abnormal returns of the portfolios are examined. Then, the empirical analyses are advanced with cross-sectional pooled OLS estimations.

After controlling for national cultural differences and investor sentiment using an international sample, the findings obtained from firm-level analyses show that the ESG premium is a characteristic premium based on investor preferences due to mispricing rather than a systematic risk premium. This finding supports the idea that investor preferences play an important role in explaining corporate progress toward improved sustainability. This shift toward improved sustainability is heavily influenced by the preferences of investors, particularly in countries with specific cultural characteristics.

Keywords: Environmental and social responsibility, corporate governance, ESG preferences, corporate social responsibility, investor sentiment, socially responsible investments, national culture.



ÖNSÖZ

Bu araştırmanın hazırlanma sürecinin her aşamasında değerli bilgilerini benden esirgemeyen tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Serra EREN SARIOĞLU'na, tez sürecimin başlangıcından itibaren bana her zaman yol gösteren ve akademik açıdan hep daha ilerisine yönlendiren Sayın Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN'a, tez izleme süreçlerindeki değerli katkıları için Sayın Prof. Dr. Ali HEPŞEN'e ve Sayın Prof. Dr. Semra KARACAER'e içten duygularıyla şükranlarımı sunarım.

Bu araştırmanın hazırlanması için University of Groningen'de bulunduğum süre zarfında değerli bilgi birikimiyle desteğini esirgemeyen ve her zaman aile gibi hissettiren Sayın Doç. Dr. Halit GÖNENÇ'e ve Sayın Pembe GÖNENÇ'e minnet duygularımı iletmek isterim. Ayrıca, Economics, Econometrics, and Finance Bölümü'nün değerli öğretim üyelerinden Doç. Dr. Auke PLANTINGA, Doç. Dr. Asad RAUF, Doç. Dr. Lammertjan DAM, Dr. Ambrogio DALO'ya ve veri tabanlarına erişim imkanı sunan University of Groningen'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

2214 – A Yurt Dışı Doktora Sırası Araştırma Bursu kapsamında tez çalışmamın bir kısmını University of Groningen'de yürütmek üzere destek olan Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu'na (TÜBİTAK) teşekkürlerimi sunmak isterim.

Ayrıca, zor zamanlarımı eğlenceli hale getiren değerli arkadaşlarım Duygu ve Onur ENGİNAR'a büyük bir teşekkür borçluyum.

Koşulsuz destekleri için aileme minnetlerimi sunarım.

En önemlisi ise sonsuz anlayışı ve kalpten sevgisini her zaman hissettiren eşim Görkem YILMAZ'a ve biricik kedim Duman'a tüm kalbimle teşekkür ederim.

Gizem ARI
İSTANBUL, 2025

İÇİNDEKİLER

ÖZ	ii
ABSTRACT	iv
ÖNSÖZ.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiv
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK VE KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK

1.1. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KAVRAMI.....	6
1.2. SÜRDÜRÜLEBİLİR RAPORLAMANNIN TARİHSEL GELİŞİMİ.....	8
1.2.1. Çevresel Raporlama	10
1.2.2. Sürdürülebilir Raporlama.....	11
1.2.3. Entegre Raporlama.....	13
1.3. KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK KAVRAMI VE SOSYAL SORUMLULUĞUN ALT BOYUTLARI	14
1.3.1. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramı	14
1.3.2. Kurumsal Sosyal Sorumluluğa İlişkin Alt Boyutlar	20
1.4. KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK VE FİNANSAL PERFORMANSA İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE	23
1.4.1 Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory).....	23
1.4.2. Vekalet Teorisi (Agency Theory)	25
1.4.3. Meşruiyet Teorisi (Legitimacy Theory).....	27

1.4.4.	Kaynak Tabanlı Yaklaşım (Resource – Based View).....	29
1.4.5.	Atıl Kaynak Teorisi (Slack Resource Theory).....	30

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIMCI DUYARLILIĞI VE YATIRIMCI DUYARLILIĞININ GÖSTERGELERİ

2.1.	YATIRIMCI DUYARLILIĞI KAVRAMI	32
2.2.	YATIRIMCI DUYARLILIĞININ TEMELLERİ	35
2.2.1.	Söylenti Ticareti	35
2.2.2.	Aşırı Reaksiyon	36
2.2.3.	Düşük Reaksiyon	37
2.2.4.	Belirsiz Bilgi Hipotezi	38
2.3.	YATIRIMCI DUYARLILIĞINA İLİŞKİN GÖSTERGELER	38
2.3.1.	Doğrudan Göstergeler	39
2.3.2.	Dolaylı Göstergeler	42

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSAL KÜLTÜR KAVRAMI

3.1.	KÜLTÜR KAVRAMI.....	46
3.2.	HOFSTEDE ULUSAL KÜLTÜR BOYUTLARI	48
3.2.1.	Güç Mesafesi (Power Distance / PDI)	49
3.2.2.	Bireyci Toplum – Kolektivist Toplum (Individualist / IDV – Collectivist / COLL)	52
3.2.3.	Maskülen – Feminen Toplum (Masculinity – Femininity)	54
3.2.4.	Belirsizlikten Kaçınma (Uncertainty Avoidance Index – UAI).....	56
3.2.5.	Uzun Vadeli – Kısa Vadeli Oryantasyon (Long Term – Short Term Orientation / LTO – STO)	58
3.2.6.	Hoşgörüyü Karşı Kısıtlanma (Indulgent – Restrained).....	60

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

METODOLOJİ VE BULGULAR

4.1. LİTERATÜR TARAMASI	63
4.2. ÇALIŞMANIN AMACI VE HİPOTEZLER	82
4.3. VERİ SETİNE İLİŞKİN AÇIKLAMALAR	89
4.3.1. Örneklemeye İlişkin Açıklamalar	89
4.3.2. Değişkenlere İlişkin Açıklamalar	93
4.3.3. Tanımlayıcı İstatistikler	98
4.4. ESG TEMELLİ PORTFÖY DÜZEYİNDE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ VE FİYATLANDIRMA HATALARININ İNCELENMESİ....	103
4.4.1. ESG Yoğunluğuna İlişkin Portföylerin Oluşturulması	103
4.4.2. Portföylere İlişkin Artık ve Anormal Getirilerin Hesaplanması	104
4.5. ESG VE FİRMA KARAKTERİSTİKLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN BELİRLENMESİ.....	109
4.5.1. Brüt Karlılık ve ESG İlişkisinin İncelenmesi	109
4.5.2. Kendine Özgü Oynaklık ve ESG İlişkisinin İncelenmesi	111
4.6. ESG VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE İLİŞKİN FİRMA DÜZEYİNDE İLİŞKİNİN BELİRLENMESİ.....	114
4.7. YATIRIMCI DUYARLILIĞININ ESG VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ İLİŞKİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN BELİRLENMESİ	116
4.8. YATIRIMCI DUYARLILIĞINA BAĞLI OLARAK ULUSAL KÜLTÜR FAKTÖRLERİNİN ESG VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ İLİŞKİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN BELİRLENMESİ.....	120
4.8.1. Düşük ve Yüksek Güç Mesafesi Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi	120
4.8.2. Bireyci ve Kolektivist Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi	124

4.8.3.	Maskülen ve Feminen Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi	126
4.8.4.	Belirsizlikten Kaçınan ve Toleranslı Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi.....	128
4.8.5.	Uzun ve Kısa Vadeli Oryantasyona Sahip Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi.....	131
4.8.6.	Hoşgörü ve Kısıtlama Eğilimine Sahip Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi.....	134
4.9.	SAĞLAMLIK TESTLERİ.....	136
4.9.1.	Spesifik Yatırım Alanlarının Dikkate Alınması.....	136
4.9.2.	2010 Öncesi ve Sonrası Alt Örneklem.....	138
4.9.3.	Tüketici Güven Endeksi (Consumer Confidence Index – CCI).....	141
4.9.4.	ESG Alt Boyutlarının Dikkate Alınması	143
4.10.	AMPİRİK BULGULARIN YORUMLANMASI.....	143
SONUÇ.....		146
KAYNAKÇA		150
EKLER.....		173
ÖZGEÇMİŞ.....		176

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 3.1 : Düşük ve Yüksek Güç Mesafesine Sahip Toplumlar Arasındaki Temel Farklılıklar	51
Tablo 3.2 : Bireyci ve Kolektivist Özelliklere Sahip Toplumlar Arasındaki Temel Farklılıklar	53
Tablo 3.3 : Maskülen ve Feminen Özelliklere Sahip Toplumlar Arasındaki Temel Farklılıklar	55
Tablo 3.4 : Zayıf ve Güçlü Belirsizlikten Kaçınma Özelliklerine Sahip Toplumlar Arasındaki Temel Farklılıklar	57
Tablo 3.5 : Kısa Vadeli ve Uzun Vadeli Oryantasyona Sahip Toplumlar Arasındaki Temel Farklılıklar	59
Tablo 3.6 : Hoşgörölü ve Kısıtlayıcı Özelliklere Sahip Toplumlar Arasındaki Temel Farklılıklar	61
Tablo 4.1 : Ülkeler ve Aylık Getiri Gözlemleri Açısından Örneklem Dağılımı	91
Tablo 4.2 : Araştırmada Kullanılan Verilere İlişkin Açıklamalar	96
Tablo 4.3 : Firma Düzeyinde Değişkenlere ve Tahmin Edilen Betalara İlişkin Tanımsal İstatistikler	99
Tablo 4.4 : Firma Düzeyinde Değişkenlere ve Tahmin Edilen Betalara İlişkin Korelasyon Matrisi	101
Tablo 4.5 : Varyans Yükleme Faktörü (Variance Inflation Factor – VIF)	102
Tablo 4.6 : ESG Puanlarına Göre Sıralanmış Portföylerin Tanımsal İstatistikleri .	106
Tablo 4.7 : ESG Puanına Göre Sıralanmış Portföylerin Anormal Getirileri	108
Tablo 4.8 : Brüt Karlılık ve Esg Puanı Arasındaki İlişki	111
Tablo 4.9 : Kendine Özgü Oynaklık ve ESG Puanı Arasındaki İlişki	113
Tablo 4.10 : Getiriler ve ESG Puanına İlişkin Sonuçlar	115
Tablo 4.11 : Getiriler, ESG Puanı ve Yatırımcı Duyarlılığına İlişkin Sonuçlar	118
Tablo 4.12 : Yüksek ve Düşük Güç Mesafesi Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi	123
Tablo 4.13 : Bireyci ve Kolektivist Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi	125

Tablo 4.14 : Maskülen ve Feminen Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı	
Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi.....	127
Tablo 4.15 : Belirsizlikten Kaçınan ve Belirsizlik Toleransına Sahip Toplum	
Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi	130
Tablo 4.16 : Kısa Vadeli ve Uzun Vadeli Oryantasyona Sahip Toplum Kapsamında	
Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi.....	133
Tablo 4.17 : Hoşgörü ve Kısıtlama Eğilimine Sahip Toplum Kapsamında Yatırımcı	
Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi	135
Tablo 4.18 : Spesifik Yatırım Alanları İçin Yatırımcı Duyarlılığının ESG ve Getiri	
İlişkisine Etkisi	137
Tablo 4.19 : 2010 Öncesi/Sonrası Dönemde Yatırımcı Duyarlılığının ESG ve Getiri	
İlişkisine Etkisi	140
Tablo 4.20 : Getiriler, ESG Puanı ve Tüketici Güven Endeksine İlişkin Sonuçlar	142

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1 : Sürdürülebilir Raporlamanın Tarihsel Gelişimi	9
Şekil 1.2 : Carroll'un (1991) Kurumsal Sosyal Sorumluluk Piramidi.....	21
Şekil 1.3 : Üç Alanlı Kurumsal Sosyal Sorumluluk Modeli	22
Şekil 1.4 : Paydaş Teorisi ve Kurumsal Sosyal Sorumluluk İlişkisi	25



KISALTMALAR LİSTESİ

AAII	: The American Association of Individual Investor Sentiment Survey
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AICPA	: American Institute of Certified Public Accountants
ARGE	: Araştırma ve Geliştirme
AUM	: Assets under management
BIST	: Borsa İstanbul
Bkz	: Bakınız
BSR	: Business for Social Responsibility
BTL	: Beyond the Limits
CAPM	: Capital Asset Pricing Model
CBOE	: Chicago Board Options Exchange
CCI	: Consumer Confidence Index
CERES	: Coalition for Environmentally Responsible Economies
CG	: Corporate governance
CMA	: Conservative minus aggressive
CORR	: Collectivist
CRSP	: Center of Research in Securities Prices
CSR	: Corporate Social Responsibility
ÇSY	: Çevresel, Sosyal ve Yönetişim
DG ECFIN	: Directorate General for Economic and Financial Affairs
EN	: Environmental
ESG	: Environmental, Social, and Governance
ESI	: Economic Sentiment Indicator
FE	: Fixed effect
F&F3	: Fama – French Üç Faktör
F&F5	: Fama – French Beş Faktör
GICS	: Global Industry Classification Standard
GMM	: Generalized Method of Moments

GRI	: Global Reporting Initiative
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
HML	: High minus low
IBM	: International Business Machines
IDV	: Individualist
IIRC	: International Integrated Reporting Council
IPO	: Initial Public Offering
IR	: Integrated Reporting
KLD	: Kinder, Lydenberg, and Domini Research & Analytics
KSS	: Kurumsal Sosyal Sorumluluk
LTG	: The Limits to Growth
LTO	: Long term orientation
MKT	: Market risk premium
MSCI	: Morgan Stanley Capital International
NVD	: Net Varlık Değeri
OLS	: Ordinary Least Square
PDI	: Power Distance Index
POLS	: Pooled Ordinary Least Square
RE	: Random effect
RI	: Return index
RMW	: Robust minus weak
ROA	: Return on asset
ROE	: Return on equity
ROS	: Return on sales
SD	: Sustainable Development
SMB	: Small minus big
SO	: Social
SRI	: Socially Responsible Investments
STO	: Short term orientation
SVFM	: Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli
S&P	: Standard & Poor's
TBL	: Triple Bottom Line

UAI	: Uncertainty Avoidance Index
VIF	: Variance Inflation Factor
VIX	: Volatility Index
WMB	: Worst minus Best
WML	: Winners minus loser



GİRİŞ

Çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY / environmental, social, and governance ESG) konuları, küresel piyasalarda sürdürülebilirlik ve etik sorumluluğa doğru büyüyen bir değişimi yansıtarak yatırım manzarasını hızla dönüştürmüştür. Yatırımcılar sürdürülebilirlik ve etik konulara giderek daha fazla odaklandıkça, ESG olgusu yalnızca dünya çapında kurumsal stratejileri ve kamu politikalarını şekillendirmede değil, aynı zamanda portföy kararlarında da giderek daha önemli hale gelmektedir. Sosyal sorumlu yatırımlar (SRI), şirketler ESG kriterlerini karar alma süreçlerine entegre ettikçe son zamanlarda benzeri görülmemiş bir ivme kazanmıştır. Bu dönüşümün önemli bir ölçeği olarak, Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) 2022 yılının başında yatırım kararlarında çeşitli ESG kriterleri uygulayan 7,6 trilyon dolar değerinde varlık belirlenmiştir (US Social Investment Foundation, 2022). Örneğin, Küresel Sürdürülebilir Yatırım İttifakı Raporu (Global Sustainable Investment Alliance, 2022), küresel olarak sürdürülebilir yatırım varlıklarına 30,3 trilyon dolar yatırım yapıldığını ve ABD dışındaki pazarlarda yönetim altındaki sürdürülebilir yatırım varlıklarının (assets under management – AUM) 2020 yılından bu yana %20 arttığını belirtmektedir. Aynı zamanda ESG entegrasyonunun en yaygın yatırım stratejilerinden biri olduğunu da vurgulamaktadır (Global Sustainable Investment Alliance, 2022). Söz konusu durum Avrupa pazarlarında da benzer seyretmektedir: Avrupa Birliği'nin Yeşil Mutabakatı ve iddialı iklim eylem planları gibi düzenleyici desteklerle yönlendirilen pazarlar, ESG ile ilgili yatırım akışlarında güçlü bir artışa tanık olmaktadır. ESG faaliyetlerine verilen bu artan vurgu, finansal hedeflerin toplumsal ve çevresel sonuçlarla daha geniş bir şekilde uyumlu hale gelmesini yansıtmaktadır.

Söz konusu bu ivmeye paralel olarak literatür, ESG'nin yatırımcı perspektifinden bir prim olarak algılanıp algılanmadığına odaklanmaya devam etmektedir. Bu devam eden tartışmanın en ünlü sonuçlarından biri, ESG'nin negatif bir prim yarattığına dair kanıtlar sunmaktadır. Şüpheciler, anında karlar açısından olası takaslara işaret ederken, savunucular ESG uyumlu işletmelerin daha iyi risk yönetimi

ve uzun vadeli değer yaratmaktan kazanç sağladığını iddia etmektedirler. Devam eden tartışmanın en son örneklerinden biri olan Ciciretti vd. (2023) tarafından elde edilen bulgular, ESG özelliklerinin bir prim olarak izleniminin iki temel kaynaktan geldiğini belirtmektedir: bir firma özelliği olarak değerlendirilmeleri ve bir risk faktörü olarak algılanmaları. Luo (2022), bu durumu, yatırımcıların bilgi eksikliğinden kaynaklanan gölge maliyetler nedeniyle bazı hisse senetlerini görmezden gelebileceğini savunan Merton'un (1987) fikriyle ilişkilendirmektedir ve yatırımcıların genellikle düşük ESG puanlarına sahip şirketleri ihmal etme eğilimindeyken yüksek ESG puanlarına sahip şirketleri tercih ettiğini belirtmektedir. Bu tez çalışmasında, getirinin yanı sıra finansal olmayan özelliklerin de yatırım kararlarında önemli olduğu ve yatırımcıların bu konudaki tercihlerinin farklılık gösterebileceği argümanından (Fama ve French, 2007) yola çıkarak, kurumsal ve bireysel yatırımcıların yatırım stratejilerine ESG kriterlerini dahil edebileceklerini ve çevreye zarar veren veya sosyal sorumluluklarını ihmal eden şirketlerden uzak durabilecekleri düşüncesinden hareket edilmektedir. Bu bağlamda, düşük ESG puanına sahip hisse senetlerinin daha yüksek artık getiri sunabileceği varsayılmaktadır (Chen vd., 2020; Pedersen vd., 2021). Eccles, Kastapeli ve Potter (2017) tarafından gerçekleştirilen anket sonuçlarına göre, dünya çapında 582 kurumsal yatırımcının çoğu, ESG yatırımlarının özellikle kısa vadede getirileri tehlikeye attığını düşünmektedir. Öte yandan, düşük ESG puanlarına dayalı artık getirinin bir fiyatlandırma hatası mı yoksa ESG riskini üstlenmenin telafisi mi olduğu sorusuna yanıt arayan Ni ve Sun (2023), düşük ESG puanlarına sahip portföylerin yüksek getirilerinin Fama-French risk faktörleriyle tam olarak açıklanamadığını göstermektedir. Benzer şekilde, birçok başka çalışma, kirli davranan firmaların çevresel sorunların neden olduğu uzun vadeli riskler nedeniyle daha yüksek riskler taşıdığına ve bunun getirileri etkilediğine dair kanıtlar sunmaktadır (Hsu vd., 2023; Bannier vd., 2019; Bolton ve Kacperczyk, 2021).

Klasik teorinin aksine, davranışsal finans bilim adamları duygusal yatırımcıların stokastik işlemlerinin varlık fiyatlarını öngörülemez hale getirdiğini ve bu öngörülemez etkinin hisse senedi getirileri açısından kalıcı olduğunu savunmaktadır (De Long vd., 1990; Shleifer ve Vishny, 1997). Brown ve Cliff'e (2005) göre yatırımcı duyarlılığı ile gelecekteki hisse senedi getirileri arasında negatif

bir korelasyon vardır ve yatırımcı duyarlılığı hisse senedi fiyatlarını gerçek değerlerinin (fair value) üzerine (altına) çekerse, ortalamaya dönüş sebebiyle gelecekteki hisse senedi getirilerinin daha düşük (daha yüksek) olmasına neden olacağını iddia etmektedir. Değerlemesi ve arbitrajı zor olan şirketler yatırımcı duyarlılığının söz konusu olumsuz etkilerine karşı özellikle savunmasızdır (Baker ve Wurgler, 2006; Lemmon ve Portniaguina, 2006). ESG, üstlenilen riski azaltmaya yardımcı olursa, özellikle piyasa karamsarlığı dönemlerinde, ESG'nin negatif prim özelliği daha belirgin olmaya devam edecektir. Giderek artan önemine rağmen, sınırlı sayıda ESG araştırması yatırımcı duyarlılığını ele almaktadır. Azevedo vd. (2021), sürdürülebilirlik priminin zamanla değişen yatırımcı duyarlılığıyla ilişkili olduğunu savunmaktadır. Sosyal sorumluluk çabalarının proaktif olmaktan çok reaktif olduğuna dair kanıt sağlayan Cheong vd. (2017), bir önceki yıldaki olumsuz yatırımcı duyarlılığının firmaları bir sonraki yıl sorumluluk performanslarını iyileştirmeye motive ettiğini göstermektedir. Yani şirketler, bir önceki yıldaki olumsuz duyarlılığa yanıt olarak sosyal sorumluluk performanslarını artırmaya çalışmakta ve bu da hissedar değerini en üst düzeye çıkarma amacına hizmet etmektedir.

Yukarıda bahsedilen literatür ve beklentiler ışığında bu tez çalışmasının ilk motivasyonu, “yüksek ESG performansı riski azaltmaya hizmet ediyorsa, değişen duyarlılık seviyeleri göz önüne alındığında, kötümser piyasa koşullarında ESG puanına bağlı olarak daha yüksek negatif getiriler sağlanmalıdır” şeklindedir. Kısa vadede gerçekleşmesi beklenen bu etki üzerinde, ulusal kültürel faktörler nedeniyle ülkeler arasında farklılıklar gözlemlenmesi beklenmektedir. Ulusal kültürün altı kültürel boyutu veya bireysel boyutlarla incelendiğinde, uluslararası borsa piyasalarının oynaklık seviyelerini ve anomalilerini açıklamada sezgisel modeller ürettiği ortaya konmuştur (Liu, 2019; Ashraf, 2021; An vd., 2018; Rieger, 2022). Piyasalardaki oynaklık seviyeleri, bir toplumun hiyerarşisinin yapısına, risk tutumlarına ve belirsizliğe karşı tolerans gibi özelliklerine bağlı olarak değişmektedir. Wang vd. (2021), getirilerin duyarlılığa bağımlılığının, yüksek belirsizlikten kaçınma oranına sahip, düşük güç mesafesine sahip ve kısa vadeli yönelime sahip piyasalarda işlem yapan yatırımcılar için daha önemli bir parametre olduğunu kanıtlamaktadır. Bu nedenle, küresel piyasalar üzerine yapılan çalışmalarda ulusal kültürel etkilerin de

dikkate alınması önerilmektedir. Kültürel özelliklerin piyasalardaki temel dinamikleri etkilediğine dair önceki bulguları temel alarak, bu çalışmanın ikinci motivasyonu “yatırımcı duyarlılık seviyelerine göre değişen negatif ESG primi, belirli kültürel özelliklere sahip toplumlarda daha belirgin olmalıdır” şeklindedir.

Bu çalışma, ESG faktörlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırarak ve yatırımcı duyarlılığı ile ulusal kültürün bu dinamiği nasıl etkilediğine dair yeni bakış açıları sağlayarak mevcut ESG – getiri tartışmasına katkıda bulunmaktadır. Ampirik analizler ESG priminin yeniden kanıtlanması ile başlamaktadır. Bunu yapmak için, ESG puanına göre sıralanan portföylerin varlık fiyatlandırma hatalarına maruz kalıp kalmadıkları araştırılmıştır. ESG tabanlı portföylerden elde edilen bulgular, daha yüksek ESG puanına sahip portföylerin daha düşük getiriler sergilediğine dair kanıt sağlayan literatürle tutarlıdır (Ciciretti vd., 2023; Luo, 2022; Becchetti vd., 2018; Cornell, 2021). Ardından, ESG priminin yatay kesit hisse senedi getirilerindeki değişimi yansıtır yansıtmadığı test edilmiştir. Çeşitli firma düzeyindeki faktörler kontrol edilerek, sabit etkili havuzlanmış en küçük kareler (ordinary least square – OLS) regresyonundan elde edilen bulgular, önceki dönemde ESG puanlarındaki artışın şirketlerin sonraki dönemdeki artık getirilerini azalttığı fikrini desteklemektedir.

Ampirik çalışmanın ileriki kısmında, ESG’nin artık getiriler üzerindeki negatif prim özelliği yatırımcı duyarlılığının değişen seviyelerine göre test edilmektedir. Yatırımcı duyarlılığı temsilcisi olarak Baker ve Wurgler (2006; 2007) tarafından geliştirilen duyarlılık endeks verileri kullanılmıştır. Bulgular, ESG’nin artık getiriler üzerindeki azaltıcı yönlü etkisinin, özellikle piyasa karamsarlığı dönemlerinden sonra güçlü olduğunu göstermektedir. Öngörüldüğü gibi, düşük piyasa duyarlılığı sırasında, daha iyi ESG puanlarına sahip şirketler daha düşük artık getiriler sergilemektedir. Son olarak, ulusal kültürün farklı özellikleri kapsamında değişen yatırımcı duyarlılığına göre ESG – getiri ilişkisi ele alınmıştır. Ulusal kültür temsilcisi olarak ise Hofstede (2001; 2011) tarafından geliştirilen altı ulusal kültür boyutu kullanılmıştır. Elde edilen bulgular negatif ESG karakteristiği priminin, belirsizliğe karşı yüksek toleransı olan, düşük güç mesafesine sahip olan, kolektivist özellikler sergileyen, feminen özelliklere

sahip olan, kısa vadeli yönelim eğilimi olan ve kısıtlama eğilimine sahip piyasalarda yatırım yapan yatırımcılar için daha belirgin olduğunu göstermektedir.

Ek sağlamlık testleri de benzer sonuçlar ortaya koymaktadır. Sağlamlık testleri için, farklı yatırımcı duyarlılığı temsilcisi olarak her bir ülkenin tüketici güven endeksi (consumer confidence index – CCI) verileri kullanılmıştır. Ayrıca, farklı örneklem periyodu, bölgesel analizler ve ESG alt boyutları dikkate alınmıştır. Bu tez çalışmasından elde edilen bulgular, negatif ESG primine ilişkin ilk kanıtları takiben öncelikle bu primin firmaya özgü karakteristik bir prim olarak yatırımcı tercihlerinden kaynaklandığını, sonrasında ise ESG priminin farklı kültürel özelliklere sahip yatırım alanlarında değiştiğini ve yatırımcı duyarlılığına bağlı olarak periyodik olarak ortadan kalktığını veya güçlendiğini kanıtlamaktadır.

Bu tez çalışması dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde kurumsal sürdürülebilirlik ve sürdürülebilirliğin raporlanması, kurumsal sosyal sorumluluk ve sosyal sorumluluğa ilişkin teorik çerçeve sunulmuştur. İkinci bölümde yatırımcı duyarlılığına ilişkin kavramsal açıklamalar ve piyasalardaki duyarlılık göstergeleri verilmiştir. Üçüncü bölüm, ulusal kültür faktörlerini ele almakta ve Hofstede tarafından geliştirilen altı ulusal kültür boyutunu ESG ile ilişkilendirerek açıklamaktadır. Dördüncü bölümde, literatür taraması, çalışmanın amacı ve hipotezleri, ampirik metodoloji ve bulgular verilmiştir. Sonuç bölümünde ise bulgulara ilişkin tartışmalar, çalışmanın sınırlılıkları ve gelecekte çalışmalar için önerilere değinilerek tez çalışması sonuçlandırılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK VE KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK

1.1. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KAVRAMI

1950’li yıllarda başlayan artan nüfus seviyeleri ve büyüme oranları, etkin kaynak kullanımı, çevresel tahribat ve bu konulardaki çevresel baskılara ilişkin tartışmaların sonucu olarak birbiriyle ilişkili bir dizi düşünce türü belirmiş ve bu düşünce türleri ise son yıllarda önemi daha da artan “sürdürülebilirlik” kavramının tanımlanmasına ve anlaşılmasına katkıda bulunmuştur. Sürdürülebilirliğin köklerini oluşturan bu düşünce türleri arasında şüphesiz ekoloji ve bir ekosistem tarafından sürdürülebilir canlı popülasyonu olarak tanımlanan taşıma kapasitesi, çevre ve kaynakların kısıtlılığı, teknoloji gibi etkenler yer almaktadır. Özellikle II. Dünya Savaşı’nın sona ermesinden sonraki on yıl boyunca nüfus artışı, kaynak kullanım problemi ve bunların sebep olduğu çevresel etkiler üzerine tartışmalar önem kazanırken 1972 yılında sınırlı kaynak arzı ile üstel ekonomik ve nüfus artışı olasılığını tartışan Meadows vd. (1972) tarafından Büyümenin Sınırları (The Limits to Growth¹ - LTG) raporu yayınlanmıştır (Kidd, 1992: s. 5-6). Sıfır büyüme (no growth) felsefesini ve kaynakların tükenmesi, çevre tahribatı gibi konuları takip eden bu kaynak en önemli örneklerden biri olmuştur ve döneminde Dünya’da büyük yankı uyandırmıştır. Kaynak yetersizliği kaygısını yansıtan bu görüş zamanla peşinden çevresel kalitenin sürdürülmesi kapsamında kirlilik azaltma çalışmaları, doğanın korunması, hava ve su kalitesi üzerinde sosyal baskılarla desteklenmiştir.

Sürdürülebilirlik kavramına ilişkin tanımlamaların genellikle birbirinden farklılıkları bulunmaktadır (Russell vd., 2007: s. 37) ve yaygın bir şekilde

¹ Büyümenin Sınırları ilk olarak 1972 yılında yayınlanmıştır. 1992 yılında ilk yayın tarihinin üzerinden geçen 20 yıllık süreçteki küresel değişimlerin değerlendirildiği Sınırların Ötesinde (Beyond the Limits – BTL) isimli gözden geçirilmiş baskı yayınlanmıştır. 2004 yılında ise geçen otuz yıllık süreçteki yazarların edindiği bilgiler ve içgörüler üzerine güncellemeleri içermektedir. Detaylı bilgi için bkz: Meadows, D., Randers, J., & Meadows, D. (2004). Limits to growth: The 30-year update. Chelsea Green Publishing.

araştırmacılar tanım farklılıklarından doğan karmaşıklığı eleştirmişlerdir (Moore vd., 201: s. 2) (Linnenluecke ve Griffiths, 2010: s. 358).

Brundtland Raporu, “sürdürülebilir kalkınma” kavramını ilk defa kullanan belge olarak karşımıza çıkmaktadır. İlgili rapora göre sürdürülebilir kalkınma, *“bugünün ihtiyaçlarını gelecek nesillerin kendi ihtiyaçlarını karşılama yeteneğinden ödün vermeden karşılamak”* şeklinde tanımlanmaktadır. Brundtland Raporu’na göre nüfusun ekosistem güvenliği ve sürdürülebilir ekonomiye ilişkin artan endişelerini azaltmaya yönelik adımlarda işletmelerin önemli bir yeri olduğuna vurgu yapılmaktadır (Brundtland, 1987). Kavram, kurumsal yönetim literatürüne ilk kez Gladwin, Kennelly ve Krause (1995) tarafından yapılan tanımlama ile girmiştir. Yazarlar sürdürülebilir kalkınmayı *“adil, ihtiyatlı ve güvenli bir şekilde insani kalkınmanın gerçekleştirilmesi süreci”* olarak tanımlamıştır. Kavramın operasyonel hale getirilmesi ise on yılı almış ve Bansal (2005: s. 198) kurumsal sürdürülebilir kalkınmayı, *“ekonomik refah, sosyal eşitlik ve çevresel bütünlüğü olan üç boyutlu bir yapı”* şeklinde ifade etmiştir. Daha detaylı bir şekilde Szekely ve Knirsch (2005: s. 628) işletmeler için sürdürülebilirliği, *“ekonomik büyüme, hissedar değerinin, prestijin, kurumsal imajın, ürün ve hizmet kalitesinin artırılmasının yanı sıra etik iş uygulamalarının benimsenmesi ve tüm paydaşlar için değer oluştururken sürdürülebilir istihdam ve iş stratejilerinin benimsenmesi”* şeklinde tanımlamıştır. Daha güncel bir tanım ise Valente (2012) tarafından yapılmıştır ve bu tanımda proaktif bir yönelime ışık tutan sürdürülebilirlik merkezli bir yaklaşımla işletmelerin ekonomik faaliyetlerini yerine getirirken sosyal ve ekolojik sistemleri de bir arada bulundurarak bir amaç oluşturup bu amaca hizmet etmenin yollarını aramaları gerektiğini vurgulamıştır.

Buradan hareketle günümüzde işletmelerin web sitelerinde veya halka sunulan resmi raporlarında “sürdürülebilirlik”, “sürdürülebilir kalkınma” gibi kelimelere rastlanması şaşırtıcı değildir. Bu durum her ne kadar hep bu şekilde olmamış olsa da özellikle son birkaç yılda sürdürülebilirliğe ilişkin kurumsal stratejilere verilen önem göz ardı edilemeyecek düzeyde artmıştır (Montiel ve Delgado-Ceballos, 2014: s. 113).

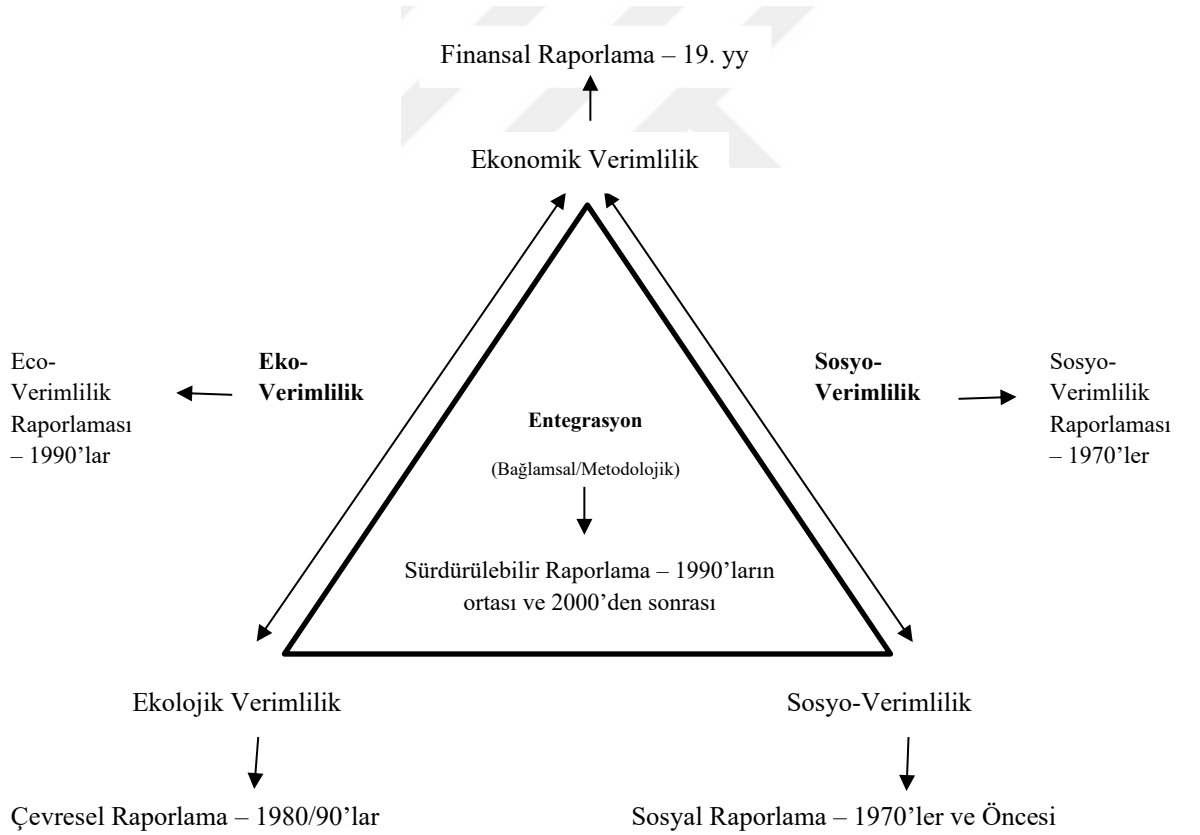
1.2. SÜRDÜRÜLEBİLİR RAPORLAMANIN TARİHSEL GELİŞİMİ

Sürdürülebilirlik kavramının kurumsal boyutta benimsenmesi, işletme faaliyetlerinin etkilerinin doğaya ve insana teması açısından kaçınılmaz olmuştur. Son yıllarda çevresel ve sosyal faaliyetlerin raporlanması ve finansal bilgilerin yanı sıra finansal olmayan bilgilerin de paydaşlara iletilmesi konusunda önemli oranda büyüme kat edilmiştir. Gerek ulusal gerekse de uluslararası düzeyde artan farkındalık, sürdürülebilirlik raporlaması konusunda belirli çerçeveler, düzenleyici açıklamalar ve kılavuz belgelerin gelişimine katkıda bulunmuştur (Herzig ve Schaltegger, 2011: s. 151).

Diğer yandan yalnızca küreselleşme ile gelen pazar karmaşıklığı değil aynı zamanda iklim değişikliği de işletmelerin çalışma koşullarını zor hale getirmektedir. İşletmelerin operasyonel faaliyetlerinin sonuçları yalnızca ekonomik olmamakla birlikte aynı zamanda sosyal ve çevresel unsurları da barındırmaktadır. Özellikle 2008 yılında ABD’de meydana gelen sub – prime krizinin ardından sürdürülebilir kalkınma ve kurumsal yönetim konularında kamuoyu baskısında artış olmuştur. En nihayetinde işletmelerin tüm paydaş grupları işletmelerden ekonomik etkilerin paylaşıldığı finansal bilgilerin yanı sıra sosyal ve çevresel etkilerin işletme stratejileri ve iş kararlarına nasıl uyarlandığına ilişkin finansal olmayan bilgileri de talep etmektedirler (Amran ve Keat Ooi, 2014: s. 38).

Muhasebe bilgi sistemi kapsamında finansal muhasebe, maliyet muhasebesi ve yönetim muhasebesi şeklinde ayrılan her bir yapıda paydaşlar ve yöneticiler için hazırlanan çeşitli finansal tablolar bilgi üretimi ve paylaşımı konusuna hizmet etmekte fakat bugün geline nokta, kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin açıklanması konusunda geleneksel muhasebe çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim etkilerini ve bilgilerini anlaşılır kılmada eksik kalması sebebiyle eleştirilmektedir (Schaltegger ve Burritt, 2010: s. 376). Mevcut finansal raporların bir firmanın hem finansal hem de sosyal performansını değerlendirmek için yetersiz kalması endişesinden hareketle

finansal raporlamanın eksikliğini gidermek amacıyla Amerikan Yeminli Mali Müşavirler Enstitüsü (American Institute of Certified Public Accountants – AICPA) tarafından 2002 yılında Geliştirilmiş İş Raporlaması Özel Komitesi oluşturulmuştur. Komite, finansal olmayan bilgilerin daha fazla açıklanması gerekliliğine vurgu yaparken sosyal ve çevresel bilgilerin kurumsal raporlama modelinin temelini oluşturduğunu belirtmektedir (Ho ve Taylor, 2007). Böylece sosyal ve çevresel faaliyetlerin raporlanmasını tanımlamak amacıyla sürdürülebilirlik muhasebesi ve sürdürülebilir raporlama kavramları geliştirilmeye başlanmıştır. Şekil 1.1, sürdürülebilir raporlamanın tarihsel gelişimi göstermektedir.



Şekil 1. 1 : Sürdürülebilir Raporlamanın Tarihsel Gelişimi

Kaynak : Herzig ve Schaltegger, “Corporate sustainability reporting”, Ed. J. Godemann, ve G. Michelsen, **Sustainability communication: Interdisciplinary perspectives and theoretical foundation**, (s. 151-169). Lüneburg and Nottingham: Springer, 2011: s. 152. Yazar tarafından Türkçeye çevrilmiştir.

Kurumsal sürdürülebilirliğe ilişkin raporlama veya finansal olmayan raporlamaya ilişkin günümüzde var olan sistem “Üçlü Sorumluluk Raporlaması (Triple Bottom Line – TBL)” terimi ile kavramsallaştırılmıştır (Herzig ve Schaltegger, 2011: s. 152). Bu kavram, işletmelerin paydaşlara karşı ekonomik sorumluluklarının yanı sıra sosyal ve çevresel sorumluluğunun bulunduğunu ve bu üç kavramın birbiri ile bir denge içerisinde yönetilmesi gerektiğini savunan 1990’lı yılların ortalarında John Elginkon tarafından geliştirilmiştir (Gray, 2006: s. 804; Slaper ve Hall, 2011: s. 4). Geleneksel raporlama çerçevelerinden farklı olan Üçlü Sorumluluk Raporlaması, genel haliyle performansın sosyal, çevresel ve finansal boyutunu içeren bir muhasebe çerçevesidir (Slaper ve Hall, 2011, s. 4). Savitz’e (2013) göre sürdürülebilir bir işletme, ekonomik, çevresel ve sosyal olmak üzere üç temel boyutta pozitif bir yatırım getirisi elde etmeli ve paydaşların aynı boyutlarda elde ettiği faydaları ölçebilmeli, belgeleyebilmeli ve raporlayabilmelidir.

Yukarıda bahsi geçen bilgilerden hareketle sürdürülebilir raporlama veya diğer adıyla finansal olmayan raporlama kavramı çevresel raporlama, sürdürülebilirlik raporlaması ve entegre raporlama şeklinde üç ayrı başlık halinde detaylı olarak incelenebilmektedir.

1.2.1. Çevresel Raporlama

Çevresel raporlamanın ilk uygulamalardaki amacı bir işletmenin çevreye olan bağlılığını göstermek iken çevre raporlaması konularına ilişkin tartışmalar devam ettikçe asıl amacın işletmelerin çevresel performansının iletilmesi olduğu anlaşılmıştır (Azzone vd., 1997: s. 699).

Çevresel raporlama ya da diğer bir adıyla “yeşil raporlama – green reporting” ilk yıllarda işletmelerin yayınladıkları finansal tablolarda gönüllü çevresel – sosyal sorumluluk açıklamalarına yer vermelerinden ibarettir (Ahmad vd., 2003: s. 70). Finansal tablolarda yer alan nakit akış, gelirler, giderler ve işletme karına ilişkin ekonomik bilgilerin yanı sıra daha soyut olan su tüketimi, su kirliliği, hava kirliliği, ekolojik tahribat konuları muhasebecileri endişelendirmiştir ve böylece çevresel

raporlamanın ilgi alanı bu endişelerle genişletilmiştir (Parker, 1995; Ahmad vd., 2003).

1989 yılında Alaska’da petrol yüklü olan Exxon Valdez adlı deniz aracının karaya vurarak neden olduğu büyük petrol sızıntısı Dünya’da deneyimlenen en büyük çevre kirliliklerinden birini yansıtmaktadır. Meydana gelen söz konusu talihsiz olay çevre savunucularından gelen baskılar ile şirketlerin çevresel sorumluluklarına ilişkin görevlerini üstlenmelerini yönlendiren ve değerlendiren gönüllü bir davranış kuralının duyurulmasına sebep olmuştur. Valdez İlkeleri olarak adlandırılan bu kurallar bütünü daha sonra çevreci toplumların adını alarak Çevreye Duyarlı Ekonomiler Koalisyonu (Coalition for Environmentally Responsible Economies – CERES) İlkeleri şeklinde güncellenmiştir (Sanyal ve Neves, 1991). Kar amacı gütmeyen kuruluşların, işçi sendikalarının, çevre organizasyonlarının ve bunun gibi örgütlerin bir araya gelerek oluşturdukları bir girişim olan CERES, sürdürülebilirliğe dayalı bir ekonomi oluşturmak adına işletmelerin sebep olduğu hava ve su kirliliğini azaltmaya, karbon emisyonlarını önlemeye ve çalışanlar için güvenilir bir iş ortamı yaratmaya yönelik faaliyetlere yönlendirilmesi, çevresel faaliyetlere ilişkin denetim ve prosedürlerin oluşturulması ve raporlanması konularını kapsayan on ilkeden oluşmaktadır (CERES, 2023).

Çevresel raporlama alanında son zamanlarda üç eğilim dikkat çekmektedir. İlk olarak, bazı ülkeler firmalara yasal yükümlülükler getirmeye başlamıştır. İkinci olarak hem birincil hem de ikincil paydaşlardan çevresel konularda açık olmaya yönelik daha az katı, örtük bir toplumsal talep ortaya çıkmıştır. Üçüncü olarak, raporlama yapan firmalar, çevresel beyan ve niyetlerden ziyade sayısallaştırılmış, karşılaştırılabilir, doğrulanabilir ve hatta doğrulanmış bilgilere geçme ihtiyacını giderek daha fazla hissetmektedir (Kolk, 1999: s. 235-236).

1.2.2. Sürdürülebilir Raporlama

İlk olarak 1970’li yıllarda önemli düzeyde yönetimsel ve akademik bir ilgi görmeye başlayan işletmelerin sosyal ve çevresel yönlerine ilişkin raporlama olgusu,

söz konusu bu ilk dalgada ABD ve Batı Avrupa’da faaliyet gösteren bir çok şirket tarafından *“bir kurumun toplum üzerindeki sosyal ve ekonomik etkilerinin tanımlanması, ölçülmesi, izlenmesi ve raporlanması”* olarak tanımlanmış ve hem iç yönetim hem de dış hesap verebilirlik amaçlarına yönelik muhasebe uygulamaları ve sosyal raporlama algısı benimsenmiştir (Epstein vd., 1976).

1978 yılına kadar Ernst & Ernst anketleri, ABD’deki şirketlerde meydana gelen gelişmeleri on yıl boyunca takip ederek 1978 yılında Fortune 500 şirketlerinin yaklaşık %90’ının kamuya paylaşılan yıllık raporlarında sosyal performansa ilişkin bilgilere yer verdiğini göstermiştir. Ancak söz konusu firmaların ilgili dönemde yayınladıkları sosyal performansa ilişkin bilgi miktarı çoğunlukla çeyrek sayfa ya da daha azına tekabül etmiştir. Avrupa’da ise Almanya, Hollanda ve Fransa sosyal raporlamanın en sık meydana geldiği ülkeler olmuştur (US Department of Commerce, 1979). ABD ile karşılaştırıldığında, Avrupa raporları çalışanlarla ilgili konulara daha fazla, yerel toplum ve çevresel etkilere daha az odaklanmış ve daha fazla nicel bilgi içermiştir (Kolk, 2005).

1980’lerdeki ekonomik durgunluk ve işsizlik ortamı, ekonomik konuların daha fazla ön plana çıkmasına zemin hazırlamış; piyasa odaklı politikalar güç kazanırken, sosyal ve çevresel sorumluluklar önemini yitirmiştir. Sosyal raporlamanın kurumsallaşmadığı, ilginin hem kurum içinde hem de dışarda, daha geniş toplumsal ilgi alanında ve hükümetler düzeyinde azaldığı ortaya çıkmıştır ve şirketler tarafından yayınlanan sosyal raporlama sayısında sayıca azalma yaşanmıştır (Epstein vd., 1976; Dierkes ve Antal, 1986).

1980’li yılların sonlarına gelindiğinde ise finansal olmayan faaliyetlere ilişkin raporlama yeniden ivme kazanmıştır ancak sivil toplum kuruluşlarının baskılarından etkilenecek daha çok çevresel tahribatı azaltmaya yönelik faaliyetler ve bunların raporlanmasına odaklanılmıştır (Kolk, 2005).

Toplum tarafından benimsenen sürdürülebilirlik endişeleri değişen dünya düzeninde kendine önemli bir yer edinmiş ve bunun bir sonucu olarak şirketler gerek

yönetim kararlarında (Windolph vd., 2014), gerekse de muhasebe uygulamaları ve raporlamalarında (Schaltegger ve Burritt, 2006; Guidry ve Patten, 2010) sürdürülebilirlik kavram ve faaliyetlerine yer vermiştir. Bu noktadan hareket edildiğinde sürdürülebilirlik yönetiminin birincil amacı çevresel ve sosyal yönetimi iş ve rekabet stratejisi yönetimiyle ilişkilendirmekken (Schaltegger ve Wagner, 2006a) ikincil amacı ise çevresel ve sosyal bilgileri ekonomik iş bilgileri ve sürdürülebilirlik raporlamasıyla bütünleştirmektir (Schaltegger ve Wagner, 2006b). Günümüzde artık çok sayıda işletme paydaşlar tarafından gelen sürdürülebilirlik taleplerini karşılamak amacıyla gönüllü olarak artan miktarda sürdürülebilirlik bilgisi yayınlamaktadır (Dyllick ve Hockerts, 2002). Söz konusu bilgi ihtiyacını karşılamak paydaşların ilgili sürece dahil edilmesini gerektirdiğinden Küresel Raporlama Girişimi (Global Reporting Initiative – GRI) gibi standartlaşmış kılavuzlar ve bu kılavuzlar tarafından benimsenmesi önerilen kurumsal performans göstergeleri giderek daha çok ilgi görmektedir (Adams ve McNicholas, 2007; GRI, 2013; Vormedal ve Ruud, 2009).

Adams ve Whelan’a göre sürdürülebilirlik raporlamasının temel itici güçlerinin hissedar servetinin maksimizasyonu, kurumsal meşruiyetin sürdürülmesi ve kurumsal itibara yönelik risklerin yönetimi olduğu düşünülmektedir (Adams ve Whelan, 2009). Uyarlanabilir bir süreçten ziyade bir öğrenme süreci olarak görülen sürdürülebilirlik raporlaması, çalışanların ve yöneticilerin farkındalığını ve motivasyonunu artıracak süreçleri başlatabilir ve kurumsal performansı teşvik eden bireysel ve kurumsal değişikliklere yol açabilirken (Herzig ve Schaltegger, 2011), sürdürülebilir raporlamadan entegre raporlamaya geçiş sürecinde kurumsal itici güçler de son yıllarda değişiklik gösterebilmektedir.

1.2.3. Entegre Raporlama

Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (International Integrated Reporting Council – IIRC) entegre raporlamayı (integrated reporting – IR) *“bir kuruluş tarafından zaman içinde değer yaratma ve değer yaratmanın yönleriyle ilgili iletişim hakkında periyodik bir entegre raporla sonuçlanan entegre düşünce üzerine kurulu bir süreç”* olarak tanımlamaktadır (IIRC, 2013: s. 7-33). Entegre raporlama, finansal

ve finansal olmayan bilgilerin birleşimini sağlayarak, sosyal, çevresel ve yönetim faktörleriyle birlikte şirketlerin uzun vadeli strateji ve performanslarını değerlendirmeyi hedeflemektedir. Bu yaklaşım, finansal, fiziksel ve maddi olmayan varlıkların yönetimini daha kapsamlı hale getirirken, şirketlerin sürdürülebilir sonuçlar elde etmesine olanak tanımaktadır. Bu süreç, uzun bir raporlama yenilikleri dizisinin son gelişmesini temsil etmektedir.

Firmalar, riskleri minimize ederek kârlı bir sürekliliği sürdürmek amacıyla sürdürülebilir değer yaratmayı hedeflemektedirler. Bu, kurumsal yönetim anlayışının yeniden gözden geçirilmesini ve yönetim kurulu, çalışanlar ve dış paydaşlar arasındaki etkileşimin yeniden şekillendirilmesini gerektirmektedir. Ayrıca, temel performans göstergelerinin dikkatlice incelenmesi ve yeni bir iletişim yaklaşımının benimsenmesi önem kazanmaktadır. Bu bağlamda, bir firmanın ekonomik, sosyal ve çevresel performansının entegre ve kapsamlı bir şekilde raporlanmasının önemi son yıllarda daha fazla kabul edilmektedir. Entegre raporlama, finansal rapor kullanıcılarına sunulan bilgilerin niteliğini yükseltmeyi, kurumsal raporlama süreçlerine daha bütüncül ve etkin bir perspektif kazandırmayı hedeflemektedir. Aynı zamanda, yalnızca finansal sermaye değil; fiziksel, sosyal ve doğal sermaye gibi çeşitli sermaye türleri için de hesap verebilirlik ve yönetim süreçlerini güçlendirmeyi amaçlamaktadır. Bu yaklaşımla, kurumların kısa, orta ve uzun vadede sürdürülebilir değer yaratmalarını teşvik etmek öncelikli hedefler arasında yer almaktadır (ERTA).

1.3. KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK KAVRAMI VE SOSYAL SORUMLULUĞUN ALT BOYUTLARI

1.3.1. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramı

Bir önceki bölümde detaylıca verilen kurumsal sürdürülebilirlik tanımlarından hareketle beklentiler, şirketlerin, paydaşlar ve tüm toplum üzerindeki ekonomik, çevresel ve sosyal etkilerini göz önünde bulundurmaya yönelik faaliyetleri hayata geçirmelerini ifade etmektedir (Dyllick ve Hockerts, 2002). Söz konusu faaliyetler

Elkington (1997) tarafından Triple Bottom Line (TBL) yaklaşımı ile ifade edilirken süre gelen tartışmalar çevresel, sosyal ve yönetim gibi başka boyutların da dahil edilmesi konusunda tartışmalara sebep olmuştur (Dienes vd., 2016). En nihayetinde raporlama gereklilikleri açısından değerlendirildiğinde sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk kavramları birbiriyle tutarlı kavramlar olarak kabul edilmiştir (Hahn ve Kühnen, 2013).

Günümüzde kurumsal sosyal sorumluluk olarak bilinen kavramın kökleri geniş kapsamlı bir geçmişe sahiptir. Fakat kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri özellikle 1950’li yılların başından günümüze kadar olan süreçte ve çoğunlukla yirminci yüzyılın bir ürünü olarak karşımıza çıkmaktadır (Carroll, 2008).

1800’lü yılların ortaları ve sonlarına doğru özellikle gelişmekte olan işletmeler ticari nedenlerden dolayı çalışanları daha üretken hale getirmekle ilgilenmekteydiler. Büyük Britanya’da ortaya çıkan fabrika sistemine, kadın ve çocuk istihdamına yönelik eleştiriler Daniel A. Wren’e göre Amerika’da da kendini göstermekteydi. Her iki ülkede de yenilikçi hareketler işçi huzursuzluğu, yoksulluk, gecekondu mahalleleri, çocuk ve kadın işçiliği gibi sorunların kaynağı olarak fabrika sistemine işaret etmektedir. Wren, bu erken dönemin endüstriyel iyileştirme/refah hareketini insancılık, hayırseverlik ve iş zekasının dengesiz bir karışımı olarak tasvir etmektedir. Bu hareketten doğan refah programları hem ticari hem de sosyal olarak yorumlanabilecek eylemlerde bulunarak işgücü sorunlarını önlemeyi ve performansı artırmayı amaçlamıştır.

Çalışanların sorunlarını önlemeye yönelik çabaların yanı sıra 1980’li yıllarında sonlarında “hayırseverlik” davranışı ortaya çıkmıştır ve işletme yöneticileri profesyonel sosyal hizmet uzmanlarıyla temasını artırdıkça kurumsal sosyal sorumluluk kavramına ilişkin yeni görüşler de ortaya çıkmaya başlamıştır (Heald, 1957). Kurumsal sosyal sorumluluğun geliştirilmesinde bugüne kadar bahsi geçen dönem Robert Hay ve Ed Gray (1974) tarafından “karı maksimize eden yönetim” şeklinde nitelendirilmiştir. 1920 ve 1930’lu yıllar ise “vesayet yönetimi – trusteeship management” şeklinde adlandırılan dönem olarak şirket yöneticilerinin sadece

hissedar değil müşterilerden çalışanlara tüm paydaşların taleplerine karşılık vererek adil bir denge oluşturma ve bunu sürdürme çabalarına işaret etmektedir (Hay ve Gray, 1974). Hayırseverlik ve vesayet yönetimi kapsamında yapılan kurumsal katkılar kurumsal sosyal sorumluluk kavramının bugünkü halini almasında kilit bir rol oynamıştır (Carroll, 2008). 1930’lu yıllardan günümüze kadar olan ve “kurumsal dönem” şeklinde adlandırılan dönemde ise şirketler artık hükümetlere benzer şekilde yerine getirmesi gereken sosyal yükümlülüklerle sahip kurumlar olarak görülmeye başlanmıştır (Eberstadt, 1977).

Kurumsal sosyal sorumluluk tarihi yukarıda yer alan bilgiler kapsamında Patrick Murphy (1978) sınıflandırmasına göre dört döneme ayrılmaktadır:

- i) Hayırseverlik Dönemi (1950’li yıllara kadar)
- ii) Farkındalık Dönemi (1953 – 1967)
- iii) Sorun Dönemi (1968 – 1973)
- iv) Yanıt Verme Dönemi (1974 – 1978)

Hayırseverlik döneminde şirketler hayır kurumlarına bağış yaparak sorumluluk faaliyetlerini yerine getirmektelerdi. 1950’li yıllardan 1970’li yıllara doğru ilerleyen farkındalık döneminde şirketler toplum karşısında daha geniş sorumluluğa sahip olduğunu fark ederek sosyal sorumluluğa ilişkin rollerini belirlemeye başlamıştır. Sorun giderme dönemi, şirketlerin çevre kirliliği ve ırksal ayrımcılık gibi önemli çevresel ve sosyal sorunlara odaklanmaya başladığı döneme işaret ederken, 1980’li yıllara doğru şirketler odaklandıkları kurumsal sosyal ve çevresel sorunları ciddiye almaya başlamıştır. Bu yanıt verme döneminde şirketler yönetim kurullarının yapısında değişikliğe gitmiş, etik incelemelerde bulunmuş ve kurumsal sosyal performansa ilişkin raporlamaları kullanmaya adım atmışlardır.

1950’li yıllar modern kurumsal sosyal sorumluluk literatürünün ilk başladığı yıllar olarak anılmaktadır. Howard R. Bowen’in, “The Social Responsibilities of the Businessman” (1953: s. 6) başlıklı kitabı modern kurumsal sosyal sorumluluk tartışmalarının başlamasına öncülük etmiştir ve bu nedende Bowen “Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Babası” olarak kabul edilmiştir. Bowen ilgili kitabında sosyal sorumluluğu şu şekilde tanımlamıştır:

“Sosyal sorumluluk, iş adamlarının, toplumun hedefleri ve değerleri açısından arzu edilen politikaları takip etme, kararları alma veya eylemleri gerçekleştirme yükümlülüklerini ifade eder.”

Bu bağlamda, Bowen iş liderlerinin aşağıdaki görevlerine vurgu yapmıştır:

- i) Politikalar İzlemek: Toplumsal hedefler ve değerlerle uyumlu politikalar geliştirmek ve uygulamak.
- ii) Kararlar Almak: Sadece kâr maksimizasyonunun ötesinde, toplumun refahına katkıda bulunan kararlar almak.
- iii) Eylemler Gerçekleştirmek: Toplumun sosyal, ekonomik ve çevresel hedeflerini destekleyen ve ilerleten eylemlerde bulunmak.

1950’li yıllar kurumsal sosyal sorumluluk kavramının konuşulmaya başlandığı ancak henüz hayata geçirilemediği erken bir dönem olmuştur. Bowen, yönetim kurullarının yapısının değiştirilmesi, sosyal denetimlerin kullanılması, iş dünyası kodlarının geliştirilmesi gibi yönetim stratejilerini önermiştir ve bu fikir, modern kurumsal sosyal sorumluluk anlayışının temelini atmıştır. Fakat bu uygulamalar yıllar sonra uygulamaya geçecek yönetim stratejileri olarak ortaya çıkmıştır (Carroll, 2008).

1960’lı yıllar kurumsal sosyal sorumluluğun ne anlama geldiğini daha kesin bir şekilde ifade etme girişimlerinde önemli bir büyümeye işaret etmektedir. Bu dönemde kurumsal sosyal sorumluluk için önemli bir tanım geliştiren en önemli yazar Keith

Davis'tir ve Bowen'den sonra "Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Babası" unvanı için ikinci kabul edilmektedir. Davis (1960: s. 70) sosyal sorumluluğu şu şekilde tanımlamıştır:

"İş adamlarının, en azından kısmen firmanın doğrudan ekonomik veya teknik çıkarlarının ötesinde nedenlerle aldıkları kararlar ve eylemler."

1970'li yıllarda Morrell Heald'in (1970) "The Social Responsibilities of Business: Company and Community, 1900–1960" isimli kitabı kurumsal sosyal sorumluluk literatürüne oldukça önemli bir katkı yapmıştır. Sosyal sorumluluk kavramına yenilikçi bir tanım getirmiş olmasa da önceki tanımlarla tutarlı bir dizi fikir sunmuştur. İkinci önemli kitap olan "Business in Contemporary Society: Framework and Issues" ise Harold Johnson (1971) tarafından kaleme alınmıştır ve kurumsal sosyal sorumluluğun çeşitli tanımlarını ortaya koymuştur.

1979 yılında Archie B. Carroll (1979: s. 500) ise aşağıdaki kurumsal sosyal sorumluluk tanımını önermiştir:

"İşletmenin sosyal sorumluluğu, toplumun belirli bir zamanda kuruluşlardan beklediği ekonomik, yasal, etik ve takdiri beklentileri kapsar."

Ekonomik, yasal, etik ve hayırsever sorumlulukları kapsayan temel kurumsal sosyal sorumluluk tanımı daha sonra ekonomik sorumluluğun piramidin tabanını veya temelini oluşturduğu bir "kurumsal sosyal sorumluluk piramidi" olarak tasvir edilmiştir (Carroll, 1991).

1980'li yıllar kurumsal sosyal sorumluluk kavramına ilişkin yeniden şekillendirilmiş tanımlamalar getirilmesine, kurumsal sosyal sorumluluk üzerine araştırmalara ve tamamlayıcı teoriler geliştirilmesine odaklanılan yıllardır (Carroll, 2008). Edwin M. Epstein (1987: s. 104), sosyal sorumluluk, duyarlılık ve iş etiğini ilişkilendirme arayışında kurumsal sosyal sorumluluğa ilişkin bir açıklama sunmuştur:

“Kurumsal sosyal sorumluluk, esas olarak, ilgili kurumsal paydaşlar üzerinde olumsuz etkilerden ziyade yararlı etkileri olan (bazı normatif standartlara göre) belirli konular veya problemlerle ilgili kurumsal kararlardan sonuçlar elde etmekle ilgilidir. Kurumsal eylemin ürünlerinin normatif doğruluğu, kurumsal sosyal sorumluluğun ana odağı olmuştur.”

1980’li yıllarda kurumsal sosyal sorumluluk teması açısından iki önemli konu ise paydaş teorisi ve iş etiğidir. 1980’li yıllar etik skandalların yaşandığı bir dönemdir². R. Edward Freeman’ın 1984 yılında paydaş teorisi üzerine yazdığı kitap her ne zaman stratejik yönetim konusuna odaklanan bir kitap olarak anılsa da daha sonraki yıllarda iş ve toplum, kurumsal sosyal sorumluluk ve sonunda iş etiği alanlarında da önemli etkisini göstermektedir (Carroll, 1991).

1990’lı yıllarda kurumsal sosyal sorumluluk kapsamında en önemli ilerlemeler iş uygulamaları alanında gerçekleşmiştir. 1992 yılında, Business for Social Responsibility (BSR) adlı bir kuruluş kurulmuştur. Bu kuruluş, şirketlerde kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarıyla ilgilenen profesyonelleri bir araya getiren, kar amacı gütmeyen bir organizasyondur (Carroll, 1991). BSR’nin amacı, şirketlerin sosyal sorumluluk alanında daha etkili ve sorumlu bir şekilde hareket etmelerini sağlamak ve bu alandaki en iyi uygulamaları desteklemektir. Bu tür girişimler, şirketlerin sosyal sorumluluk konusunda daha etkin olmalarını teşvik etmeyi amaçlamaktadır.

2000’li yıllara gelindiğinde, kurumsal sosyal sorumluluk kavramına ve anlamına yönelik teorik katkılara yapılan vurgu, konu üzerine yapılan ampirik araştırmalara kaymıştır (Carroll, 1991).

2011 yılında Avrupa Komisyonu ise kurumsal sosyal sorumluluğu şöyle tanımlamıştır (European Commission, 2011: s. 1):

² Bkz: Bebek maması tartışması, Union Carbide Bhopal patlaması, Ivan Boesky içeriden bilgi ticareti skandalı vb.

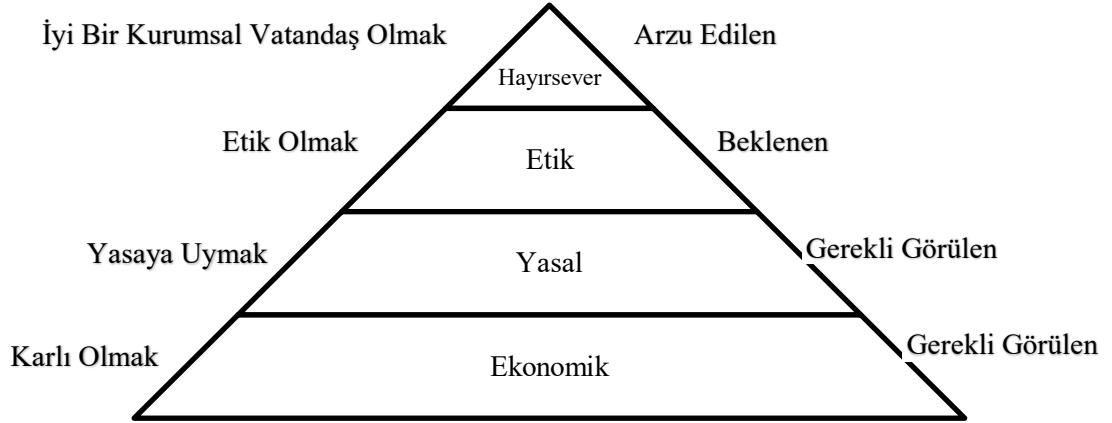
“[...] işletmelerin toplum üzerindeki etkilerinden doğan sorumlulukları [...] paydaşlarıyla yakın iş birliği içinde sosyal, çevresel, etik, insan hakları ve tüketici kaygılarını iş operasyonlarına ve temel stratejilerine entegre etmeleridir.”

Kurumsal sosyal sorumluluğa ilişkin tanımların çokluğu uzun yıllardır evrilme aşamasından kaynaklanmaktadır. Özdemir vd.’ye (2011) göre kurumsal sürdürülebilirlik ve sosyal sorumluluk tanımlarının çokluğu kadar bu kavramların kurumsal düzeyde ölçülebilir olması gerekliliği de önem arz etmektedir. Çünkü paydaşlar artık şirketlerin yalnızca ekonomik performansları ile değil aynı zamanda çevresel ve sosyal uygulamalarıyla da daha fazla ilgilenmekte ve daha fazla bilgi talep etmektedir (Waddock, 2003). Bu durum, sürdürülebilirlik gibi kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması, sürdürülebilir kalkınma (sustainable development – SD) raporlaması, TBL raporlaması, finansal olmayan raporlama ve çevresel, sosyal ve yönetim raporlaması gibi çeşitli terminolojilerle de bilinen kurumsal sürdürülebilirlik raporlama araçlarının geliştirilmesi için temel motivasyon kaynağı olmuştur (Siew, 2015).

1.3.2. Kurumsal Sosyal Sorumluluğa İlişkin Alt Boyutlar

Özellikle 1950’li yıllardan bu yana işletmeler ile toplum arasındaki uygun ilişkiyi tasvir etme açısından kurumsal sosyal sorumluluk konusuna odaklanılmış ve bir önceki bölümde bahsedildiği gibi çeşitli tanımlamalar yapılmıştır. Ekonomik ve sosyal beklentiler arasındaki boşluğu kapatmak için Carroll (1991), kurumsal sosyal sorumluluk tanımında yer alan dört parçalı kategorizasyonu Şekil 1.2’de verilen “Kurumsal Sosyal Sorumluluk Piramidi” içerisine dahil etmiştir.

Carroll (1991) tarafında tasvir edilen dört boyutlu kurumsal sosyal sorumluluk piramidi, birçok teorisyen ve araştırmacı tarafından kullanılmıştır. Carroll’un kurumsal sosyal sorumluluk katkıları kabul gördükçe söz konusu modelin iyileştirilmesine yönelik çalışmalar da yapılmıştır.



Şekil 1. 2 : Carroll'un (1991) Kurumsal Sosyal Sorumluluk Piramidi

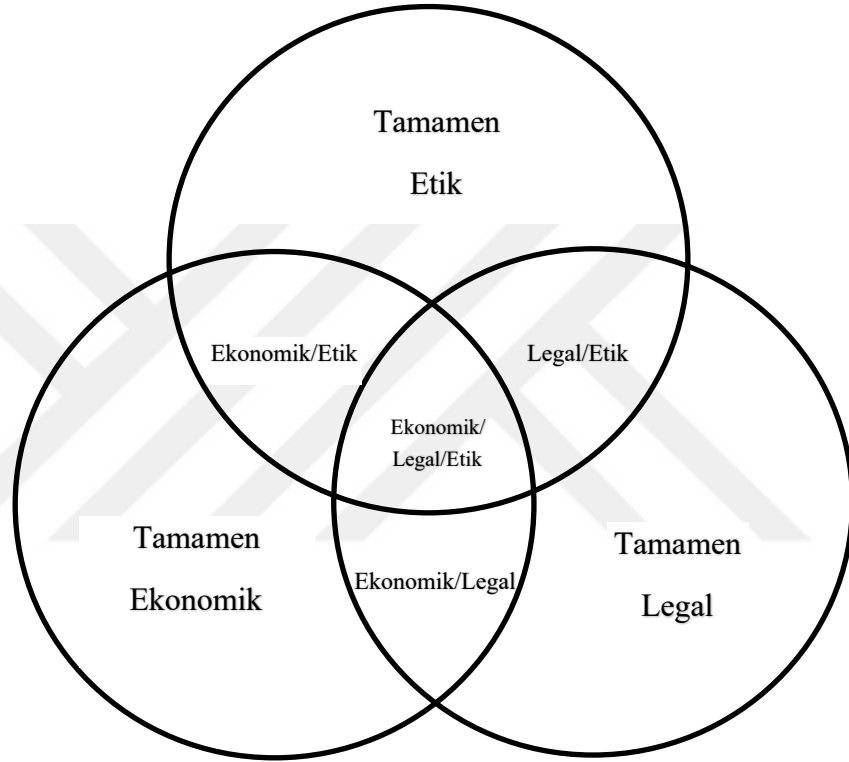
Kaynak : Carroll A. B., “The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders”, **Business Horizons**, 1991, s. 39-48. Yazar tarafından Türkçeye çevrilmiştir.

İlerleyen çalışmalar Carroll tarafından önerilen piramit çerçevesinin dört kurumsal sosyal sorumluluk alanının önceliklendirilmesinde yanlış anlaşılmalara yol açabileceğini belirtmektedir. Diğer yandan piramit çerçevesi, kurumsal sosyal sorumluluk alanlarının birbiriyle olan ilişkisini tam olarak ifade edememektedir. Ek olarak, “hayırseverlik” davranışının sorumluluk olarak kabul edilmeyeceği, böyle bir faaliyetin etik ve/veya ekonomik sorumluluklar altında daha iyi özümselebileceği konusunda araştırmacılar hem fikir olmuştur (Schwartz ve Carroll, 2003).

Yukarıda belirtilen eksik yönlerden yola çıkarak Şekil 1.3'te yer alan Üç Alanlı Kurumsal Sosyal Sorumluluk (The three – domain model of CSR) Modeli geliştirilmiştir (Schwartz ve Carroll, 2003). Ekonomik, yasal ve etik alanlarından oluşan üç alanlı kurumsal sosyal sorumluluk modeli bir venn diyagramı aracılığıyla başlangıçta üç kurumsal sosyal sorumluluk alanından hiçbirinin (ekonomik, yasal veya etik) diğerlerine göre daha önemli veya anlamlı olmadığını öne sürmektedir (Schwartz ve Carroll, 2003).

Üç alanlı modelin amaçlarına uygun olacak şekilde ekonomik alan, şirket üzerinde doğrudan veya dolaylı olarak olumlu ekonomik etki yaratması amaçlanan faaliyetleri kapsamaktadır. Örnek olarak kar veya hisse senedi değerini iyileştirmeye

yönelik faaliyetler ekonomik alan kapsamına giren faaliyetler olarak kabul edilmektedir. Yasal alan, işletmenin yerel veya federal yargı bölgelerinde geliştirilen ve emredilen tüm yasal beklentilere verdiği yanıtsal faaliyetleri kapsamaktadır. Etik alan ise genel toplum ve ilgili paydaşlar tarafından işletmenin beklenen etik sorumluluklarına karşılık gelmektedir (Schwartz ve Carroll, 2003).



Şekil 1. 3 : Üç Alanlı Kurumsal Sosyal Sorumluluk Modeli

Kaynak : Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. “Corporate social responsibility: A three-domain approach”, **Business Ethics Quarterly**, 13(4), 2003, s. 503-530. Yazar tarafından Türkçeye çevrilmiştir.

Üç alanlı modelin önemli bir özelliği, ekonomik, yasal ve etik sorumluluk alanlarının, alanların çakışan doğasını ve bunun sonucunda kurumsal sosyal sorumluluğun kavramsallaştırılabileceği, analiz edilebileceği ve gösterilebileceği yedi kategorinin yaratılmasını vurgulayan bir venn diyagramında tasvir edilmesidir. İdeal çakışma, ekonomik, yasal ve etik sorumlulukların aynı anda yerine getirildiği modelin merkezinde yer almaktadır, ancak modelin diğer saf ve çakışan bölümleri, karar vericilerin iş dünyasında karşılaşılabilecekleri durumları temsil ettikleri için

keşfedilmesi ve gösterilmesi gereken durumlar yaratmaktadır (Schwartz ve Carroll, 2003).

1.4. KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK VE FİNANSAL PERFORMANSA İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE

1.4.1 Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory)

1984 yılında R. Edward Freeman tarafından ortaya atılan Paydaş Teorisi, en genel haliyle işletmelerin, karar alma süreçlerinde paydaşlarına nasıl daha iyi hizmet edebileceklerini vurgulamaktadır. Yönetim ve iş etiği alanlarında önemli bir yaklaşım olan Paydaş Teorisi, temel olarak işletmelerin sadece hissedarların (shareholder) değil, aynı zamanda tüm paydaşların (stakeholder) çıkarlarını göz önünde bulundurarak faaliyet göstermesi gerektiğini savunmaktadır (Freeman, 2010).

Paydaş Teorisi'nin temel ilkeleri aşağıdaki gibi sıralanabilmektedir:

- i) **Paydaş Tanımı:** Paydaşlar, bir işletmenin faaliyetlerinden etkilenen veya işletmenin faaliyetlerini etkileyen tüm bireyler veya gruplar olarak tanımlanmaktadır. Bu, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, topluluklar, hissedarlar, devlet ve hatta çevre gibi geniş bir yelpazeyi kapsamaktadır.
- ii) **Kapsayıcı Yönetim Yaklaşımı:** İşletmelerin, yalnızca kar maksimizasyonunu hedefleyen hissedar merkezli bir yaklaşımdan ziyade, tüm paydaşlarının ihtiyaç ve beklentilerini dengelemeye çalışması gerektiği vurgulanmaktadır.
- iii) **Etik ve Sorumlu Yönetim:** Uzun vadede hem işletmeye hem de topluma fayda sağlayacak bir yaklaşım olarak görülmesi açısından işletmelerin sosyal sorumluluklarını yerine getirerek, etik ilkelere uygun hareket etmeleri gerektiği savunulmaktadır.

- iv) Karşılıklı Fayda ve Sürdürülebilirlik: İşletmenin uzun vadede başarılı olabilmesi ve sürdürülebilirliğini sağlaması için tüm paydaşlarla karşılıklı fayda sağlayacak ilişkiler geliştirmesi gerektiği üzerinde durulmaktadır.

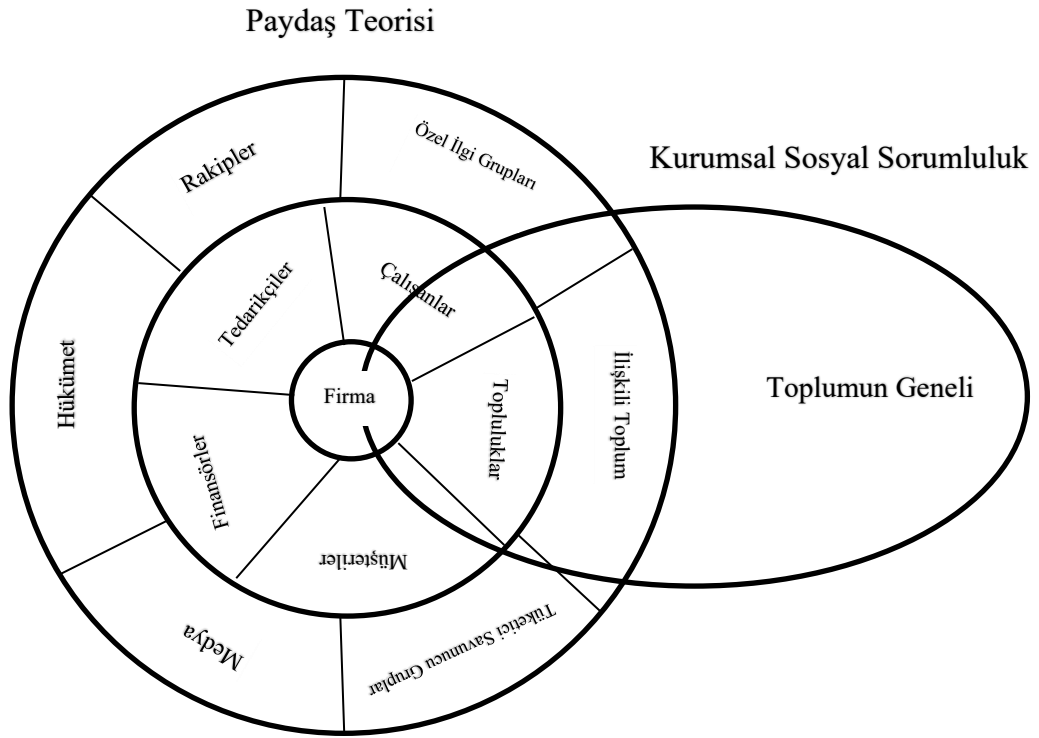
Böylece Freeman'ın Paydaş Teorisi, işletmelerin sadece ekonomik hedeflerle değil, sosyal ve etik sorumluluklarla da hareket etmeleri gerektiğini hatırlatan bir teori olarak birçok işletme tarafından benimsenmiş ve çeşitli iş modellerine entegre edilmiştir (Freeman, 2010).

İşletmeler toplum içinde gömülü yapılardır ve iş etiğinden söz edildiğinde kurumsal sosyal sorumluluk ve Paydaş Teorisi iki ana kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Kurumsal sosyal sorumluluk, hayırseverlik, gönüllülük, çevresel çabalar ve etik iş uygulamalarını içeren, şirketin genel olarak topluma yönelik faaliyetleri için bir şemsiye kavramdır. Paydaş Teorisi'nden farklı olarak, kurumsal sosyal sorumluluk işin bir bütün olarak neyle ilgili olduğunu anlamaktan ziyade işin bir yönüne - genel olarak topluma yönelik yönelimine, yani sosyal yönelimine - diğer ticari sorumluluklara göre öncelik verirken, Paydaş Teorisi, işin özünün öncelikle tüm paydaşlar için ilişkiler kurmak ve değer yaratmakta yattığını öne sürmektedir. Söz konusu iki kavram arasındaki temel benzerlik ise hem paydaş teorisinin hem de kurumsal sosyal sorumluluğun toplumsal çıkarları ticari faaliyetlere dahil etmenin önemini vurgulamasıdır (Freeman ve Dmytriiev, 2017).

Şekil 1.4'te Paydaş Teorisi ile Kurumsal Sosyal Sorumluluk ilişkisinin görseli yer almaktadır. Hem Paydaş Teorisi hem de kurumsal sosyal sorumluluk, şirketin topluma karşı sorumluluğunun önemini vurgulamaktadır. Bununla birlikte, Paydaş Teorisi, dikkatini şirket faaliyetlerinin makul bir kapsamı içinde odaklama eğilimindedir; dolayısıyla şirketin faaliyet gösterdiği yerel topluluklara ve yerel toplulukların bulunduğu daha büyük bir alan olan çevredeki topluma odaklanmaktadır. Şirketin çalışanlara ve müşterilere karşı sorumlulukları söz konusu olduğunda, kurumsal sosyal sorumluluk temel olarak etik iş uygulamaları ve çevresel çabalara odaklanırken, Paydaş Teorisi şirketin bu paydaşlara karşı sorumluluklarının yanı sıra

paydaşların şirkete ve diğer paydaşlara karşı sorumluluklarını da tam olarak benimsemeye çalışmaktadır (Freeman ve Dmytriiev, 2017).

Paydaş Teorisi ayrıca şirketin finansörlere ve tedarikçilere yönelik sorumluluklarını da ele alırken; kurumsal sosyal sorumluluk bu belirli paydaş gruplarını vurgulamamaktadır ve sorumluluğu tek yönlü olarak görmektedir (Freeman ve Dmytriiev, 2017).



Sekil 1. 4 : Paydaş Teorisi ve Kurumsal Sosyal Sorumluluk İlişkisi

Kaynak : Freeman, R. E., & Dmytriiev, S. “Corporate social responsibility and stakeholder theory: Learning from each other Symphonya”, **Emerging Issues in Management**, 1, 2017, s. 7-15.

1.4.2. Vekalet Teorisi (Agency Theory)

1960’lı ve 1970’li yılların başlarında bireyler ve gruplar arasındaki risk paylaşımını araştıran ekonomistler (örn. Arrow, 1974; Wilson, 1968) risk paylaşımı sorununu iş birliği yapan tarafların riske karşı farklı tutumlara sahip olması durumunda

ortaya çıkan bir sorun olarak tanımlamaktadır. Vekalet teorisi ise söz konusu risk paylaşımı literatürünü iş birliği yapan tarafların farklı hedeflere ve iş bölümüne sahip olduğu durumlarda ortaya çıkan vekalet sorununu da içerecek şekilde genişlenmiştir (Jensen ve Meckling, 1976; Ross, 1973).

Buradan hareketle vekalet teorisi, bir tarafın (asil) işi o işi yapan diğerine (vekil) devrettiği her yerde bulunan vekalet ilişkisine yöneliktir. Vekalet teorisi bu ilişkiyi bir sözleşme metaforunu kullanarak tanımlamaya çalışmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976). Vekalet teorisi, vekalet ilişkilerinde ortaya çıkabilecek iki sorunun çözümünüyle ilgilidir:

- i) (a) Asil ve vekilin arzuları veya hedefleri çatıştığında ve (b) asil için vekilin gerçekte ne yaptığını doğrulamanın zor veya pahalı olması durumunda ortaya çıkan vekalet sorunudur.
- ii) Asil ve vekilin riske karşı farklı tutumlara sahip olması durumunda ortaya çıkan risk paylaşımı sorunudur.

En nihayetinde, vekalet teorisinin alanı, işbirlikçi davranışla ilgili olan ancak farklı hedeflere ve riske karşı farklı tutumlara sahip olan bir asil ve bir vekilin temel vekalet yapısını yansıtan ilişkilerdir (Eisenhardt, 1989). Her ne kadar en aza indirilmeye çalışılsa da tüm paradigmaların hemfikir olduğu şekilde her türden vekalet ilişkisi temsilcilik maliyetleri ile karşı karşıyadır. Temsilcilik maliyetleri için kendi çıkarları için hareket etme, ahlaki tehlike, işe alım ve ters seçim maliyetleri gibi pek çok kaynak gösterilebilir (Shapiro, 2005).

Vekalet teorisi, kurumsal yönetim konularına ilişkin birçok tartışmanın merkezinde yer almaktadır. Bir tarafın (müdür veya hissedar) işi başka bir tarafa (temsilci veya yönetici) devretmesi durumunda ortaya çıkan sorunları dikkate almaktadır. Yöneticilerin ve temsilcilerin farklı hedefleri ve farklı risk tercihleri olması durumunda çatışma ortaya çıkması muhtemeldir ve yönetsel fırsatçılıktan kaynaklanan

vekalet sorununun çözümlerinden biri yönetim kurulunun etkin kullanılmasıdır (Fama ve Jensen, 1983).

Kurumsal sosyal sorumluluk paradigmasına atıf yaparak Friedman (1962), sosyal ve çevresel hedeflerin peşinde koşan yöneticilerin (temsilcilerin) çıkarıcı davranışlarını temsil ettiğini ve bu davranışların daha düşük karlar üreterek hissedarlara (müdürlere) zarar verdiğini savunarak, vekalet teorisinin ilk öncülerinden biridir (Frynas ve Yamahaki, 2016).

Godfrey vd. (2009) ve McCarthy vd. (2017) çalışmalarında yöneticilerin, yönetsel kararların firma değeri üzerindeki olumsuz etkisini ortadan kaldırmak için kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerini bir riskten korunma aracı olarak kullandıklarını açıklamaktadır. Gul vd. (2020) ise, vekalet maliyeti perspektifine dayalı olarak kurumsal eylemlerinden kaynaklanan kişisel faydalarla motive edildiğinde, yöneticilerin imparatorluk kurma faaliyetlerinden kaynaklanan olumsuz etkiyi dengelemek için daha fazla kurumsal sosyal sorumluluk katılımı sergileyeceklerini öne sürmektedir.

1.4.3. Meşruiyet Teorisi (Legitimacy Theory)

Meşruiyet teorisi, firmaların faaliyet gösterdikleri toplumun bağları ve normları dahilinde faaliyetine devam ediyor olarak algılanmalarını sağlamaya çalıştıklarını vurgulamaktadır.

Suchman'a (1995: s. 574) göre örgütsel meşruiyetin genel tanımını şöylebilir:

“Meşruiyet, bir kurumun eylemlerinin sosyal olarak inşa edilmiş bazı normlar, değerler, inançlar ve tanımlar sistemi içerisinde arzu edilir, uygun veya elverişli olduğuna dair genelleştirilmiş bir algı veya varsayımdır.”

Teoriye göre ticari kuruluşlar ve toplumlar arasında bir “toplumsal sözleşme” bulunmaktadır. Söz konusu bu sözleşme firmaların toplumun normları kapsamında

veya beklentilerine yönelik faaliyet gösterip göstermediği ile ilgilenmektedir. Bu sözleşmenin şartları kısmen açık, kısmen de kapalı olabilmektedir. Açık şartlar genellikle yasal gereklilikleri yansıtırken, toplumun beklentileri örtülü şartlara işaret edebilmektedir (Deegan vd., 2000). Teoriye göre bir firmanın varlığının devam etmesi, toplumun firmaya izin verdiği iyi bir meşruiyet durumunu sürdürmek için bu koşulların ihlal edilmemesini sağlamakla ilgili olmaktadır.

Meşruiyet teorisinde bireylerin ayrı ayrı ele alınmasından ziyade toplumun bir bütün olarak ele alınması gerekliliği vurgulanmaktadır (Deegan, 2002). Bu açıdan teori, örgüt ile toplum arasındaki ilişkiyle yakından ilgilidir çünkü firmalar tek başına var olamayacaklardır ve örgüt ve toplum arasında sürekli ilişkilere ihtiyaç duyulacaktır. Vekâlet teorisi ve paydaş teorisinin aksine meşruiyet teorisi yalnızca sahiplerin veya yatırımcıların gereksinimlerinin değil, genel olarak toplumun beklentilerinin firmalar tarafından karşılanması gerektiğini öne sürmektedir. Meşruiyet teorisine göre toplum, ancak bu beklentiler karşılandığında örgütün faaliyetlerine devam etmesine ve hayatta kalmasının sağlanmasına izin vermiş olur (An vd., 2011). Diğer bir ifadeyle teori, “örgütlerin ancak içinde yer aldıkları toplumun, örgütün kendi değer sistemiyle orantılı bir değer sistemine göre çalıştığını algılaması durumunda var olmaya devam edebileceğini” savunmaktadır (Gray vd., 2009). Bu nedenle, meşruiyet teorisine göre, bir örgütün meşruiyet düzeyi onun varlığını sürdürmesi açısından son derece önemlidir.

Kurumsal firmalar meşruiyet teorisine uyum sağlamak amacıyla veya meşruiyetlerini korumak amacıyla sosyal sorumluluk faaliyetlerine katılabilmektedirler. Bu nedenle, meşruiyet teorisinde, bir kuruluşun faaliyetlerini sosyal sorumluluk faaliyetlerinin duyurulması yoluyla meşrulaştırma arzusu, ifşayla ilgili kararları yönlendirmek için öngörülen motivasyon olarak kabul edilmektedir (Deegan, 2002).

1.4.4. Kaynak Tabanlı Yaklaşım (Resource – Based View)

Kaynak tabanlı yaklaşım düşüncesi, Adam Smith veya Karl Marx tarafından klasik ekonomi fikirlerinde zihinsel olarak yer almış olsa da modern tartışması, firmayı bir “kaynak havuzu” olarak görmeyi öneren Edith Penrose ile başlamıştır (Hodgson, 1998). Ancak bu perspektif, Barney, Peteraf, Rumelt, Teece ve Wernerfelt gibi daha yakın tarihli yazarların stratejik yönetim alanına katkılarıyla öne çıkmıştır (Branco ve Rodrigues, 2006).

Kaynak tabanlı yaklaşım, bir firmanın iç özellikleri ile performansı arasındaki bağlantıyı incelemektedir. Performanstaki farklılıklar, öncelikli olarak değerli, nadir, rakipler tarafından kolayca taklit edilemeyen ve piyasalarda kolayca alınıp satılamayan (ikame edilemez) firmaya özgü kaynakların varlığıyla açıklanmaktadır (Branco ve Rodrigues, 2006).

Firmanın içsel açıdan güçlü ve zayıf yönlerine odaklanan kaynak temelli bakış açısına göre, organizasyonel kaynaklar firmanın, değeri olan bir pazar teklifini verimli ve/veya etkili bir şekilde üretmesini sağlayan, firmanın kullanabileceği maddi ve manevi varlıklar olarak tanımlanabilmektedir. Söz konusu kaynaklar finansal, fiziksel, yasal, beşeri, organizasyonel, bilgisel veya ilişkisel olarak sınıflandırılabilir (Hunt, 1999). Bu görüşe göre organizasyonel faktörler merkezileşme, resmîleşme ve uzmanlaşma yapılarından oluşmaktadır ve bütün bunlar organizasyonel yeteneği ve dolayısıyla firma performansını etkileyebilmektedir.

Hart (1995), çevresel değerlendirmeyi kaynak temelli teori ile şu iki madde aracılığıyla bağlamıştır: Birincisi, firmanın hükümet mevzuatına uymak için kirlilik kontrolü veya çevresel risk filtreleri içerdiği uyumluluk stratejisidir. Firmalar, yeni çevresel süreçlerin getirdiği zorluklara uyum sağlamak için iç kaynaklarını genişletmeleri gerekmezken bunu mevcut kapasite kaynakları aracılığıyla elde edebilmektedirler. İkincisi, ekonomik ve çevresel performansı artırmak için yeni teknolojinin uyarlanması, üretim ve organizasyonel süreçlerin yeniden tasarlanmasını öngören proaktif bir çevre politikasıdır.

McWilliams vd. (2006), firmaya fayda sağlaması beklendiğinde sosyal sorumluluk faaliyetlerinde bulunmanın, kaynak tabanlı yaklaşım merceğinden incelenebilecek bir davranış olduğunu savunmuştur. Argüman, firmaların değerli, nadir, mükemmel şekilde taklit edilemeyen ve mükemmel bir ikamesi bulunmayan kaynaklarını ve yeteneklerini etkili bir şekilde kontrol ederek ve manipüle ederek sürdürülebilir rekabet avantajları elde ettikleridir. Böylece kurumsal sosyal sorumluluğu benimsemek ve katılmak, firmaların bu kaynakların ve yeteneklerin bazılarını yaratmalarına yardımcı olabilmektedir.

1.4.5. Atıl Kaynak Teorisi (Slack Resource Theory)

Bir firmanın isteğe bağlı olarak biriktirdiği ve gerekli duyduğu durumlarda kullanabileceği finansal, yönetsel ve teknik kaynakları atıl kaynak olarak nitelendirilmektedir. Diğer bir deyişle kaynak bolluğu, *“bir organizasyonun uyum için iç baskılara veya politika değişikliği için dış baskılara başarılı bir şekilde uyum sağlamasına ve aynı zamanda dış çevreye ilişkin strateji değişikliklerini başlatmasına olanak tanıyan mevcut veya potansiyel kaynaklar yastığını”* ifade etmektedir (Bourgeois III, 1981: s. 30).

Firmaların atıl kaynak mevcudiyeti zamansız gelişen örgütsel problemleri çözebilmek veya yenilikçi hedeflere ulaşmayı kolaylaştırabilmek amacıyla kullanılabilecek bir kaynak türünü ifade etmektedir. Firmalar mali kaynaklar, deneyimli yönetim ve teknik personel ve ileri teknolojiler şeklinde atıl kaynaklar biriktirebilmektedirler. Atıl kaynaklarının mevcudiyeti, bir firmanın daha cesur bir şekilde hareket edebilmesini sağlarken aynı zamanda rekabet avantajı da kazandırmaktadır (Nohria ve Gulati, 1996; Bourgeois III, 1981). Önemli miktarda atıl kaynak sahibi olan firmalar örneğin yeni yönetim uygulamaları benimseyerek, yeni ürünler sunarak ve yeni pazarlara girerek yeni stratejiler denemeyi göze alabilmektedirler. Kısacası, bol miktarda atıl kaynağa sahip firmalar, sınırlı atıl kaynaklarıyla birden fazla hedefi takip etmek zorunda olan firmalara kıyasla acı verici ödünleşmeler yapmaya daha az ihtiyaç duymaktadırlar (Xiao vd., 2018). Buna karşılık, kaynakları sınırlı olan firmalar karar vermede daha az esnekliğe sahip olma (Yasai-

Ardekani, 1986) ve araştırma ve geliştirme harcamalarını azaltmak gibi daha muhafazakâr stratejilere yönelik bir eğilime sahiptirler (Chen ve Miller, 2007).

Kurumsal sürdürülebilirlik performansı açısından atıl kaynak mevcudiyetinin firmaların sürdürülebilir kalkınmaya katkı sağlayacağına yönelik teorik argümanlar geliştirilmiştir. Öncelikle atıl kaynak varlığı, firma yöneticilerinin kısa vadeli yönetim sorunlarını hafifletip üst düzey yöneticilerin dikkatini yavaş yavaş kurumsal sürdürülebilirlik performansının iyileştirilmesi gibi uzun vadeli etkileri olan konulara kaydıracaktır (Nohria ve Gulati, 1996) (Peng vd., 2010). İkinci olarak, yeterli atıl kaynağa sahip firmalar, sosyal ve çevresel performanslarını iyileştirmek için sembolik çabalardan ziyade somut çabalar gösterebilmektedirler (Perez-Batres vd., 2012). Örneğin, firmalar enerji tüketimini, kirliliği ve/veya atıkları azaltmak için pahalı ekipmanlar satın alabilir ve yeni teknolojiler geliştirebilir. Genel olarak, bu tür yatırımlara bağlı önemli belirsizlik ve riskler olabilir, ancak önemli miktarda boş kaynağın varlığı, firmaların yeni uygulamaları benimsemedeki iniş çıkışlarla başa çıkmalarına yardımcı olabilir (Nohria ve Gulati, 1996).

Özetlemek gerekirse, benzer paydaş baskılarıyla karşı karşıya kaldıklarında, önemli ölçüde atıl kaynakları olan firmaların, paydaşların sürdürülebilirlik taleplerine sınırlı atıl kaynakları olan emsallerine göre daha duyarlı davranmaları muhtemeldir, çünkü bu firmalar sürdürülebilirlik ve diğer konular arasında ödünleşim yapmak zorunda kalacaklardır (Waddock ve Graves, 1997) ve böylece atıl kaynakları daha çok olan firmalar daha verimli ve sürdürülebilir kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerine yatırım yapma konusunda daha büyük esnekliğe sahip olma eğilimindedirler (Duque-Grisales ve Aguilera-Caracuel, 2021).

İKİNCİ BÖLÜM

YATIRIMCI DUYARLILIĞI VE YATIRIMCI DUYARLILIĞI

GÖSTERGELERİ

2.1. YATIRIMCI DUYARLILIĞI KAVRAMI

1929 yılında ABD merkezli başlayan ve dünya genelinde ekonomik krize ve uzun vadeli bir durağanlığa sebep olan Büyük Buhran, 1960'ların başında elektronik endüstrisinin patlama göstermesi ile “Tronics Boom” olarak adlandırılan hızlı büyüme dönemi, 1960'ların sonlarına doğru ABD’de meydana gelen hisse senedi piyasasındaki hızlı yükseliş ve büyümeyi yansıtan “Go-Go Dönemi”, 1970’lerin başında popüler olan ve büyük yatırımcı ilgisini çeken elli büyük Amerikan şirketinin hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmesi ve bu hisselerdeki spekülasyonun patlaması anlamına gelen “Nifty Fifty Balonu” ve 1987 yılında meydana gelen “Black Monday” hisse senedi piyasası çöküşü, 1990’larda “Internet” ya da “Dot.com” şeklinde anılan internet ve dijital teknoloji sektöründe meydana gelen hisse senetlerinin aşırı değerlendirilmesine ve spekülasyonun oluşması olayları Borsa tarihinin geleneksel çarpıcı olaylarını yansıtmaktadır. Bu olayların her biri hisse senedi fiyatlarında meydana gelen hızlı ve ani değişimin geleneksel finans teorileriyle açıklanamayacağını, diğer bir deyişle rasyonel yatırımcıların gelecekteki nakit akışlarının bugünkü değerine eşitleyerek sermaye piyasasını dengeye getirmekte zorlandığını göstermektedir (Baker ve Wurgler, 2007).

Davranışsal finans, geleneksel finans teorileriyle açıklanması zor olan bu olayları iki temel varsayım ile güçlendirmeye çalışmaktadır: i) arbitrajın riskli ve maliyetli olduğu ve ii) yatırımcıların duyarlılığa tabi olduğu.

Geleneksel finans kuramında en temel kavramlardan biri olan arbitraj kavramı “aynı veya esasen benzer bir menkul kıymetin iki farklı piyasada avantajlı olarak farklı fiyatlar karşılığında eşzamanlı olarak satın alınması ve satılması” şeklinde tanımlanmaktadır (William ve Alexander, 1990). Bu tanıma göre bu tür bir arbitraj

için arbitrajcı hiçbir risk üstlenmemekte ve sermaye maliyetine katlanmamaktadır. Çünkü bir menkul kıymeti daha ucuz bir piyasadan satın alıp daha pahalı bir piyasada satmak gelecekteki net nakit akışının sıfır olduğunu ve karın peşin olarak kazanıldığını ifade etmektedir. Modern davranışsal finans kuramında ise arbitrajın sınırları bulunmaktadır. Geleneksel finans kuramının bahsettiği gibi arbitrajcılar, irrasyonel yatırımcıların sebep olduğu yanlış fiyatlandırmayı fiyatları temel seviyeye getirerek düzeltme konusunda agresif davranmamaktadır. Buradan hareketle Shleifer ve Vishny (1997) arbitrajın maliyetli ve riskli olduğunu ileri sürmektedir.

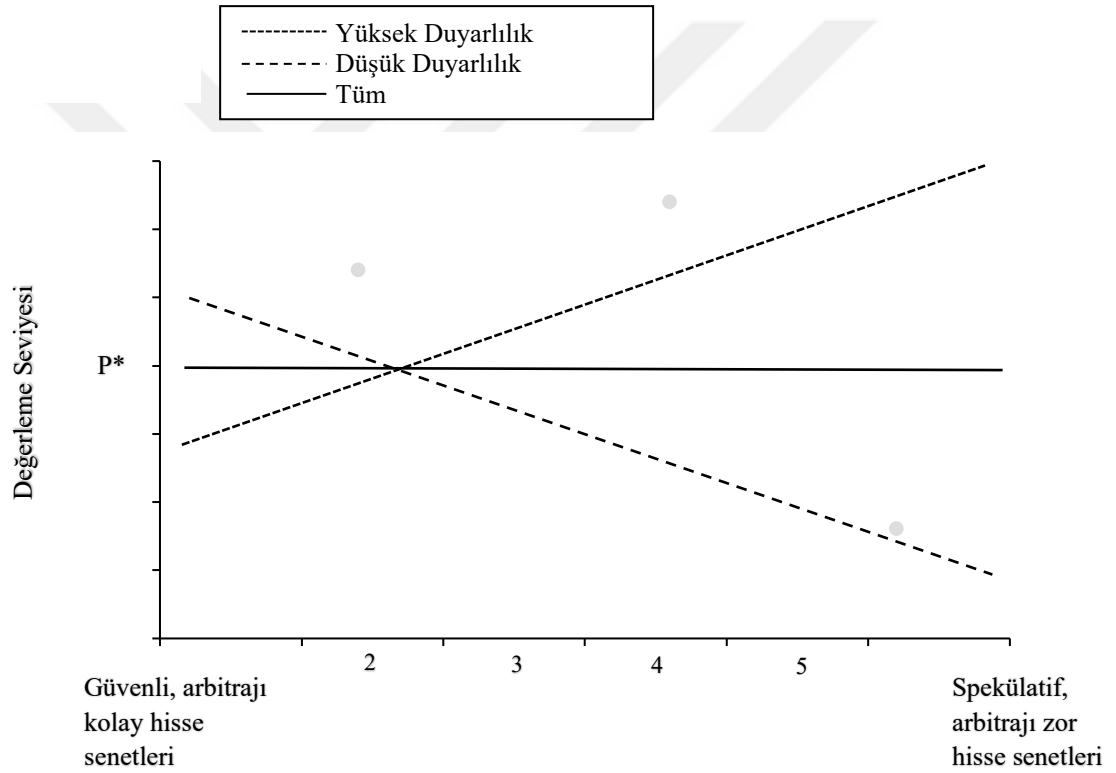
Diğer yandan yatırımcılar genellikle ekonomistlerin verdiği tavsiyeleri dinlemeyerek ya tek bir hisse senedine yatırım yapmakta ya da az sayıda hisse senedi ile çeşitlendirme yapmakta ve çeşitlendirme konusunda başarısız olmaktadır (Lease vd., 1974). İçeriden bilgiye erişimi olmayan bu tür yatırımcılar, sanki bir avantaj yaratıyormuş gibi gürültüye dayanarak hareket etmektedirler ve “gürültü tüccarı” olarak adlandırılmaktadırlar (Black, 1986). DeLong vd. (1990) çalışmasında, yatırımcıların duyarlılığa tabi olduğunu varsaymaktadır. Yazarlara göre gürültü tüccarlarının inançlarının öngörülemezliği, varlığın fiyatında rasyonel arbitrajcılar onlara karşı agresif bir şekilde bahis oynamaktan caydıran bir risk yaratmakta ve arbitrajı sınırlandırmaktadır. Sonuç olarak, temel riskin olmadığı durumlarda bile fiyatlar temel değerlerden önemli ölçüde farklılaşabilmektedir. Dahası, kendilerinin yarattığı orantısız miktarda riske katlanmak, gürültülü tüccarların rasyonel yatırımcılara göre daha yüksek bir beklenen getiri elde etmelerini sağlamaktadır.

Yatırımcı duyarlılığı en genel tanımıyla “gelecekteki nakit akışları ve yatırım riskleri hakkında eldeki gerçeklerle gerekçelendirilmeyen bir inanç” şeklinde ifade edilmektedir (Baker ve Wurgler, 2007: s. 129).

Finansal piyasalardaki genel yatırımcı tutumu ifade eden yatırımcı duyarlılığı, yatırımcıların karar verme süreçlerinde duygularından, inançlarından ve beklentilerinden etkilenebildiğini öne sürmektedir. Bu duyarlılık, gürültülü bilgilerden, sınırlı deneyimden veya sahte sinyallere verilen tepkilerden kaynaklanabilmektedir (Shleifer ve Summers, 1990). Yatırımcıları mantıksız kararlar

almaya, varlık performansını abartmaya veya küçümsemeye itebilmektedir. Çünkü piyasa karmaşıklığı nedeniyle, birçok önyargı aynı anda etkili olabilmektedir.

Finans literatürü menkul kıymet piyasalarının yatırımcı duyarlılığından etkilendiğine dair görüşü kabul etmiş durumdadır. Baker ve Wurgler'a (2007) göre özellikle arbitraj yapılması veya değerlendirilmesi zor olan hisse senetleri duyarlılıktan daha çok etkilenmektedir.



Şekil 2. 1 : Yatırımcı Duyarlılığının Farklı Hisse Senedi Türleri Üzerindeki Etkileri

Kaynak : Baker, M., & Wurgler, J. "Investor sentiment in the stock market", **Journal of Economic Perspectives**, Cilt: 21, Sayı: 2, 2007, s. 129-151. Yazar tarafından Türkçeye çevrilmiştir.

2.2. YATIRIMCI DUYARLILIĞININ TEMELLERİ

2.2.1. Söylenti Ticareti

Geleneksel finans teorilerine göre piyasalarda işlem yapan yatırımcıların menkul kıymet taleplerindeki değişikliklerin rasyonel olduğu kabul edilmektedir. Ancak davranışsal finans bilim adamları tüm talep değişikliklerinin o kadar da rasyonel görünmediğini; bazıları beklentilerdeki veya duygulardaki bilgilerle tam olarak doğrulanmayan değişikliklere bir yanıt gibi görüldüğünü ileri sürmektedir (Shleifer ve Summers, 1990). Black'e (1986) göre, bu tür değişiklikler, yatırımcıların gelecekteki getiriler hakkında bilgi ilettiğine inandıkları ancak bu tür bilgileri tamamen rasyonel bir şekilde iletmeyeceğine inandıkları sahte sinyallere bir yanıt olabilmektedir. Bu tür sahte sinyallere örnek olarak komisyoncuların ve finans uzmanlarının tavsiyeleri gösterilebilmektedir (Shleifer ve Summers, 1990). Kyle (1985) ve Black (1986) bu tür yatırımcıları "gürültü tacirleri (noise trader)" olarak adlandırmıştır.

Hatalı stokastik inançlara sahip irrasyonel gürültü tacirlerinin hem fiyatları etkilediği hem de daha yüksek beklenen getiri elde ettiği bir menkul kıymet piyasası için model sunan De Long vd. (1990), gürültü tacirlerinin inançlarının öngörülemezliği, varlığın fiyatında rasyonel arbitrajcıları onlara karşı agresif bir şekilde bahis oynamaktan caydıran bir risk yarattığını öne sürmektedir. Sonuç olarak, temel riskin olmadığı durumlarda bile fiyatlar temel değerlerden önemli ölçüde farklılaşabilmektedir. Dahası, kendilerinin yarattığı orantısız miktarda riske katlanmak, gürültülü tacirlerinin rasyonel yatırımcılara göre daha yüksek bir beklenen getiri elde etmelerini sağlamaktadır.

Doğru olmayan sinyaller finansal piyasaları mükemmellikten ve etkinlikten uzaklaştırmaktadır. Gürültü ticareti yatırımcıların geleceğe yönelik beklentilerini ve duyarlılıklarını etkilediği için yatırımcıların piyasalardaki yeni bilgiye ya da değişime aşırı veya düşük reaksiyon göstermelerine de sebep olmaktadır. Bu tür davranışlar

sistematik bir şekilde meydana geldiğinde finansal piyasalardaki oynaklığı artıracaktır (Canbaş ve Kandır, 2009).

2.2.2. Aşırı Reaksiyon

Deneysel psikolojideki araştırmalar, Bayes kuralına aykırı olarak çoğu insanın beklenmedik ve dramatik haberlere “aşırı tepki verme” eğiliminde olduğunu göstermektedir (De Bondt ve Thaler, 1985).

Finansal piyasalardaki aşırı tepkilere ilişkin ilk gözlemlerden biri J. M. Keynes tarafından yapılmıştır: “[...] mevcut yatırımların karlarında meydana gelen ve açıkça geçici ve önemsiz bir karaktere sahip olan günlük dalgalanmalar, piyasa üzerinde tamamen aşırı ve hatta saçma bir etkiye sahip olma eğilimindedir” (Keynes, 1964: s. 78). Aynı dönemde Williams, Yatırım Değeri Teorisi’nde fiyatların, cari kazanç gücüne çok fazla, uzun vadeli temettü ödeme gücüne ise çok az dayandığını belirtmiştir (Williams, 1956). Daha yakın zamanlarda Arrow, Kahneman ve Tversky’nin çalışmalarını destekleyerek “tüm menkul kıymetler ve vadeli işlemler piyasalarını karakterize ediyor gibi görünen mevcut bilginin aşırı tepki tarafından tam olarak tipikleştirdiği” sonucuna varmıştır (Arrow, 1982).

Aşırı reaksiyon, uzun vadede aynı yönü gösteren devamlı ve tutarlı bilgilere menkul kıymet fiyatlarının aşırı tepki göstermesi şeklinde ifade edilmektedir. Diğer bir deyişle menkul kıymet hakkında seri bir şekilde birçok iyi haberin açıklanmasının ardından oluşan ortalama getirinin seri halindeki kötü haberlerin açıklanmasını takiben oluşan ortalama getiriden daha düşük olması durumudur ve aşağıdaki formül ile ifade edilebilir:

$$\begin{aligned} E(r_{t+1}|z_t = G, z_{t+1} = G, \dots z_{t-j} = G) \\ < E(r_{t+1}|z_t = B, z_{t+1} = B, \dots z_{t-j} = B) \end{aligned} \quad (2.1)$$

“ t ” döneminde duyulan haberler “ z_t ” olarak ifade edilirse, seri halinde açıklanan haberler de “ G : iyi” veya “ B : kötü” şeklinde olabileceğinden “ j ” ise en az bir veya muhtemelen daha yüksek olacaktır. Menkul kıymet fiyatları için yapılan birçok olumlu duyurudan sonra yatırımcılar gelecekteki haberler konusunda da iyimser davranacak ve aşırı reaksiyon göstererek menkul kıymetlerin olması gerekenden daha yüksek bir fiyata çıkmasına sebep olacaktır. Daha sonra gerçekleşen haberler ve duyurular yatırımcının beklentisine ters olunca menkul kıymet getirilerinin düşmesine neden olacaktır (Barberis vd., 1998).

2.2.3. Düşük Reaksiyon

Düşük reaksiyon, menkul kıymet piyasalarının piyasalara duyurulan haberlere o anda değil de sonraki dönemlerde tepki göstermesi şeklinde ifade edilmektedir (Prast, 2004).

Düşük reaksiyon ile, iyi bir haberin duyurulmasını takip eden dönemde şirketin hisse senedinin ortalama getirisinin, kötü haberi takip eden dönemdeki ortalama getiriden daha yüksek olması kastedilmektedir. Aşırı reaksiyon formülünde kullanılan notasyonun aynısının kullanılması ile düşük reaksiyon aşağıdaki gibi formüle edilebilir:

$$E(r_{t+1}|z_t = G) > E(r_{t+1}|z_t = B) \quad (2.2)$$

Düşük reaksiyonda, hisse senedi iyi habere karşılık düşük tepkiye maruz kalırken, bu hata bir sonraki dönemde düzeltilmekte ve o zaman daha yüksek bir getiri sağlanmaktadır (Barberis vd., 1998). Örneğin Ikenberry vd. (1995) çalışmasında, en azından değerli hisse senetleriyle ilgili olarak, piyasa ilk tepkisinde hata yapmakta olduğunu ve geri alım duyurularıyla iletilen bilgilerin çoğunu görmezden gelmekte olduğunu belirtmektedir.

2.2.4. Belirsiz Bilgi Hipotezi

Teori, dramatik bir finansal olay haberini takiben, etkilenen şirketlerin hem riskinin hem de beklenen getirisinin sistematik olarak artacağını ve fiyatların kötü haberlere iyi haberlerden daha güçlü tepki vereceğini öngörmektedir (Brown vd., 1988).

Belirsiz bilgi hipotezine göre piyasalara iyi veya kötü olacak şekilde beklenmeyen bir haberin ulaşması, belirsizliği ve menkul kıymet piyasalarındaki riski artırmaktadır. Bu belirsizlik artışı ile yatırımcılar, rasyonel davranarak öncelikle menkul kıymet fiyatlarını temel değerinin altında fiyatlayacaklardır. Belirsizlik kademeli olarak azalırken menkul kıymet fiyatlarında da yukarı yönlü düzelme eğilimi ortaya çıkacak ve fiyatlar temel değerine yaklaşacaktır (Mehdian vd., 2008).

2.3. YATIRIMCI DUYARLILIĞINA İLİŞKİN GÖSTERGELER

Bir önceki bölümde detaylıca bahsedildiği gibi özellikle 1990'lı yıllardaki spekülasyon dönemlerinde kendisine oldukça makul bir zemin edinen yatırımcı duyarlılığı kavramı, davranışsal açıklamalar kazanmış ve ekonomistlerden kamuoyuna kadar önemli bir ilgi konusu olmuştur. Tarihsel bir bakış açısıyla yatırımcı duyarlılığının kazandığı önemle beraber kavram, büyük ölçüde gizemli ve soyut olarak kabul edilmektedir. En genel haliyle yatırımcı duyarlılığını ölçmek zor ve tartışmalıdır çünkü ideal ölçünün neyi yakalaması gerektiğine dair bir önyargı gerektirmektedir. Konunun daha da karmaşık hale gelmesine sebep olan şey ise araştırmacıların genellikle duyarlılığın gerçekte ne olduğu ve dolayısıyla onu en iyi şekilde nasıl ölçecekleri konusunda geniş bir önyargı yelpazesine sahip olmalarıdır (Zhang, 2008).

Bu bölümde, tüm zorluklarına rağmen yatırımcı duyarlılığını ölçmeye ilişkin kullanılan göstergeler “Doğrudan Göstergeler” ve “Dolaylı Göstergeler” şeklinde kategorize edilerek incelenmektedir.

2.3.1. Doğrudan Göstergeler

Doğrudan yatırımcı duyarlılığı göstergeleri, yatırımcıların bir ülkeye, sektöre veya varlığa yönelik duyarlılıklarını anlamaya yarayan çeşitli ölçütlerdir. Bu göstergeler, yatırımcıların gelecekteki ekonomik beklentileri ve risk iştahlarına dair bilgi sağlamaktadır ve genellikle ankete dayalı ölçütleri temsil etmektedir.

Tüketici güven endeksleri literatürde sıklıkla kullanılan duyarlılık göstergeleri olarak değerlendirilmektedir. Güven endekslerinin katılımcıları gerçek yatırımcılar olmasa da ve anket soruları yatırımcı duyarlılığını tam olarak yansıtmasa da pek çok çalışma duyarlılığın bir temsilcisi olarak güven endekslerini kullanmaktadır (Bergman ve Roychowdhury, 2008; Stambaugh vd., 2012; Vuong, 2022).

Doğrudan yatırımcı duyarlılığı göstergelerine ilişkin açıklamalar aşağıdaki gibidir:

- i) ***Amerikan Bireysel Yatırımcı Duyarlılığı Derneği Anketi (The American Association of Individual Investor Sentiment Survey – AAIL):*** AAIL Duyarlılık Anketi, 1987 yılından beri bireysel yatırımcıların piyasanın önümüzdeki altı ayda nereye gittiğine dair düşüncelerini sorarak onların görüşlerine dair fikir sunmaktadır. Bu anket, yatırımcıların gelecekteki hisse senedi fiyatları hakkında ne düşündüklerini ölçmekte ve genellikle kısa vadeli piyasa eğilimlerini tahmin etmek için kullanılmaktadır. AAIL üyelerine yöneltilen ankette üç ana seçenek yer almaktadır. Bunlar; Boğa (Bullish), Ayı (Bearish) ve Nötr (Neutral)'dır. Katılımcılar, hisse senetlerinin önümüzdeki 6 ay içinde yükseleceğine inanıyorsa Boğa seçeneğini işaretlemektedir. Katılımcılar, hisse senetlerinin önümüzdeki 6 ay içinde düşeceğine inanıyorsa Ayı seçeneğini işaretlemektedir ve hisse senetlerinin önümüzdeki 6 ayda önemli bir değişiklik göstermeyeceğini düşünüyorlarsa Nötr seçeneğini işaretlemektedirler (AAIL, tarih yok).

ii) **UBS/Gallup Anketi (UBS/Gallup Survey):** UBS/GALLUP Yatırımcı İyimserliği Endeksi (Investor Optimism Index), UBS ve Gallup Örgütü'nün ortak çalışması olup Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa'daki yatırımcı görünümüne ilişkin ölçüm sunmaktadır. 1996'da üç aylık bir anket olarak tanıtılan ve 1999'da aylık hale getirilen endeks, tutumlarının, algılarının ve endişelerinin ulusal diyalogda temsil edilmesini sağlamak için bireysel yatırımcıları profillerini oluşturmaktadır. Bu ölçüm, serveti 10.000\$'ın üzerinde olan (rastgele seçilmiş) yatırımcıların anketlerinden oluşturulmuştur. UBS/Gallup, her ayın ilk iki haftasında yatırımcılarla görüşme gerçekleştirmektedir ve sonuçları ayın son Pazartesi günü bildirmektedir. 2002'de UBS, Endeksi beş büyük Avrupa Birliği (AB) ekonomisini de kapsayacak şekilde genişletmiştir: Fransa, Almanya, İtalya, İspanya ve Birleşik Krallık. Her ülkede her ay 200 yatırımcı örneklemlenerek, sonuçlar bölge için aylık bazda toplu olarak ve her ülke için üç ayda bir bildirilmektedir. Qiu ve Welch (2006), UBS/GALLUP Yatırımcı İyimserliği Endeksi'nin, yatırımcılara yönelik temsili ve dikkatlice örneklenmiş bir anket olduğunu belirtmektedir.

iii) **Michigan Üniversitesi Tüketici Güveni Endeksi (The University of Michigan Consumer Sentiment Index):** Michigan Tüketici Güven Endeksi, Michigan Üniversitesi tarafından yürütülen Amerika Birleşik Devletleri'ndeki tüketici güven düzeylerine ilişkin aylık bir ankettir. Anket, tüketicilerin ekonomiye ilişkin beklentileri hakkında bilgi toplayan telefon görüşmelerine dayanmaktadır. 50 sorudan oluşan ankette kişisel finans, iş koşulları, satın alma koşulları ve aşağıdaki beş soruya odaklanan sorular yöneltilmektedir (Qiu ve Welch, 2006):

1. Şu anda iş koşullarının bir yıl öncesine göre daha iyi mi yoksa daha kötü mü olduğunu söyler misiniz?
2. Siz (ve orada yaşayan aileniz) bir yıl öncesine göre mali açıdan daha iyi mi yoksa daha kötü mü olduğunuzu söyler misiniz?

3. Siz (ve orada yaşayan aileniz) bir yıl sonra mali açıdan daha iyi mi, daha kötü mü, yoksa hemen hemen şimdikiyle aynı mı olacağını düşünüyorsunuz?
4. Önümüzdeki 12 ay içinde borç para alma faiz oranlarının ne olacağını düşünüyorsunuz - yükselecek mi, aynı mı kalacak yoksa düşecek mi?
5. Önümüzdeki 12 ay içinde fiyatların genel olarak yükseleceğini mi, düşeceğini mi yoksa şu anki yerlerinde kalacağını mı düşünüyorsunuz?

iv) ***Konferans Kurulu Tüketici Güven Endeksi (The Conference Board Consumer Confidence Index – CCI):*** Konferans Kurulu Tüketici Güven Endeksi, Michigan Üniversitesi Tüketici Duyarlılık Endeksi'ne benzer sorular kullanmaktadır ve her ikisi de Amerika Birleşik Devletleri'ndeki tüketici güveni için en popüler vekillerdir. Ankette odaklanılan sorular aşağıdaki gibidir (Bram ve Ludvigson, 1998):

1. Bölgenizdeki genel iş koşullarını nasıl değerlendirirsiniz? (iyi/normal/kötü)
2. Bölgenizdeki işler hakkında ne söylersiniz? (bol/çok değil/bulunması zor)
3. Altı ay sonra, bölgenizdeki iş koşullarının [daha iyi/aynı/daha kötü] olacağını düşünüyor musunuz?
4. Altı ay sonra, bölgenizde [daha fazla/aynı/daha az] iş olacağını düşünüyor musunuz?
5. Altı ay sonra toplam aile gelirinizin nasıl olacağını tahmin edersiniz? (daha yüksek/aynı/daha düşük)

v) ***Ekonomik Duyarlılık Göstergesi (Economic Sentiment Indicator– ESI):*** Ekonomik Duyarlılık Göstergesi, Avrupa Komisyonu'nun Ekonomik ve Mali İşler Genel Müdürlüğü (Directorate General for Economic and Financial Affairs – DG ECFIN) tarafından üretilen bir bileşik göstergedir. Amacı, Üye Devletler, AB ve Euro bölgesi düzeylerinde gayri safi yurt içi hasıla (GSYİH) büyümesini izlemektir. Gösterge, AB İş ve Tüketici Anketleri tarafından kapsanan beş sektördeki firmalara ve tüketicilere

yöneltiren seçili sorulara verilen yanıtların dengelerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Kapsanan sektörler sanayi (%40 ağırlık), hizmetler (%30), tüketiciler (%20), perakende (%5) ve inşaat (%5). Dengeler, olumlu ve olumsuz yanıt veren katılımcıların yüzdeleri arasındaki fark olarak oluşturulmaktadır. AB ve Euro bölgesi toplamı ulusal sonuçlara göre hesaplanmakta ve mevsimsel olarak ayarlanmaktadır. Gösterge, 100'lük uzun vadeli ortalamaya ve 10'luk standart sapmaya ölçeklenmektedir. Bu nedenle, 100'ün üzerindeki değerler ortalamanın üzerinde ekonomik duyarlılığı göstermektedir ve bunun tersi de geçerlidir. Veriler mevsimsel olarak ayarlanmaktadır (Eurostat, t.y).

2.3.2. Dolaylı Göstergeler

Doğrudan duyarlılık ölçütleri yatırımcı duyarlılığını ölçmek için anketleri kullanırken, dolaylı göstergeler farklı piyasa değişkenlerini kullanmaktadır. Bunlardan bazı önemli göstergeler aşağıda açıklanmıştır:

- i) **Put/Call Oranı (Put/Call Ratio):** Literatürde birçok Put/Call oranı kullanılmaktadır, ancak en çok kullanılanı Chicago Board Options Exchange (CBOE) tarafından toplanan verilere dayanmaktadır. CBOE her gün, tüm bireysel hisse senetlerinde ve Standard & Poor's (S&P) 100 dahil olmak üzere çeşitli endekslerde işlem gören tüm alım ve satım opsiyonlarını bir araya getirmektedir ve "Put/Call oranı = Satım opsiyonu sözleşmelerinin hacmi / Alım opsiyonu sözleşmelerinin hacmi" denklemini hesaplamaktadır. Satım opsiyonu alıcıları, hisse senedi fiyatlarının düşeceğine bahse girerler ve kötümser olarak kabul edilebilirler. Alım opsiyonu alıcıları, hisse senedi fiyatlarının artacağına bahse girerler ve iyimser olarak kabul edilebilirler. Dolayısıyla, ölçüm temeli olarak işlem hacmini kullanan Put/Call oranı, "iyimserliğin" bir yüzdesi olarak "karamsarlığı" yansıtmaktadır. Put/Call oranı birden büyükse, kötümserler iyimserlerden ağır basmakta olduğu anlamına gelmektedir. Put/Call oranı

birden küçükse, iyimserler kötümserlerden ağır basmaktadır (Bandopadhyaya ve Jones, 2008).

- ii) ***Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları İskontosu (Closed end Fund Discount)***: Türkiye sermaye piyasalarında Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları olarak adlandırılan ve finans literatüründe Kapalı Uçlu Yatırım Fonları şeklinde belirtilen fonlar, Net Varlık Değerinden (NVD) saptığı bir tür yatırım fonudur. NVD'nin hesaplanması için, varlıkların ve yükümlülüklerin piyasa değeri arasındaki farkın, dolaşımdaki hisse senedi sayısına bölünmesi gerekmektedir (Bodie vd., 2009). İlgili varlığın NVD'sindeki farklılaşma yatırımcı duyarlılığının bir belirleyicisi olduğu kabul edilmektedir. Lee vd. (1990) menkul kıymet yatırım ortaklıkları iskontolarının bireysel yatırımcıların duyarlılığını yansıttığını belirtmiştir.
- iii) ***Lot Altı Satışların Alışlara Oranı – Küsarat İşlemleri (Ratio of Odd-Lot Sales to Purchases)***: Hisse senedi piyasalarında işlemlerin lot adı verilen temsili hisse senedi karşılıklarınca yürütüldüğü bilgisinden hareketle lot altı alış-satış işlemlerini gerçekleştiren yatırımcılar fazladan işlem maliyetlerine maruz kalmaktadır. Söz konusu fazladan maliyetlere rağmen lot altı işlemlerin gürültü tacirlerinden kaynaklandığı düşünülmekte ve bu nedenle gelecekteki fiyat hareketleriyle ilgili olarak çok az bilgi içeriğine sahip olarak görülmektedirler (O'hara vd., 2014). Küsarat İşlemleri Teorisi'ne (Odd-Lot Theory) göre, küçük yatırımcılar lot altı işlemler yaparken, fiyatların en yüksek seviyelerine yaklaştığı dönemlerde alım yapma eğilimi gösterirken, fiyatların en düşük seviyelerine yaklaştığında ise yatırımlarını azaltma eğilimi sergilemektedirler (Wu, 1972). Bu doğrultuda, lot altı alımların belirgin şekilde arttığı dönemlerin ardından piyasalarda düşüş yaşanacağı, buna karşılık lot altı satışların yoğunlaştığı dönemlerin ise yükseliş sinyali verdiği öne sürülmektedir (Dyl ve Maberly, 1992).

- iv) **CBOE VIX Oynaklık Endeksi (Option Implied Volatility Index – VIX):** Cboe Global Markets tarafından geliştirilen Cboe Volatility Index (VIX) S&P 500 Endeksi'nin opsiyonlarına dayanarak piyasanın gelecekteki oynaklık beklentisini ölçen ilk kıyaslama endeksidir. Piyasadaki belirsizliğin bir barometresi olan VIX endeksi yatırımcıların gelecekteki (30 günlük) borsa oynaklığı hakkındaki beklentilerini yansıtmaktadır (CBOE, 2024). VIX yüksek olduğunda (yani ima edilen oynaklık yüksek olduğunda), yatırımcıların riskten kaçındığı varsayıldığından yatırımcı duyarlılığı düşük olduğu varsayılır (Bandopadhyaya ve Jones, 2008).
- v) **Yatırım Fonları (Mutual Funds):** Profesyonel fon yöneticileri tarafından yönetilen yatırım fonları çeşitli menkul kıymetleri içerebilirler ve fonun değeri sahip olduğu menkul kıymetlerin değerine bağlı olarak değişmektedir. Kısa sürede nakde de çevrilebilen yatırım fonlarına yapılan yatırımlar ile artan sermaye girişi ve fonlardan sermaye çıkışı arasındaki farka Yatırım Fonu Fon Akışı (Mutual Fund Net Redemption) denilmektedir. Bireysel yatırımcıların piyasaya ilişkin tutumlarının bir göstergesi olarak kabul edilen Yatırım Fonu Fon Akışı, yatırımcı duyarlılığı ile pozitif ilişkili olmaktadır. Dolayısıyla duyarlılığın yükseldiği dönemlerde fonlara girişin arttığı gözlemlenmiştir.
- vi) **Baker & Wurgler (2006) Bileşik Endeks (Baker & Wurgler (2006) Composite Index):** Baker ve Wurgler'a göre duyarlılığı ölçmenin aday yöntemleri arasında anketler, ruh hali vekilleri, perakende yatırımcı işlemleri (retail investor trades), yatırım fonu akışları, işlem hacmi, temettü ödeyen hisse senetlerindeki primler, kapalı uçlu fon indirimleri, opsiyon oynaklığı (option implied volatility), ilk halka arzlarında (Initial Public Offering – IPO'lar) ilk gün getirileri, ilk halka arzların hacmi, yeni hisse senedi ihraçları, ve içeriden bilgi ticareti yer almaktadır. Bu duyarlılık vekilleri arasından seçim yapan araştırmacılar, analizleri sonucunda duyarlılık düzeyleriyle pozitif ilişkili değişkenler arasında işlem hacmi – likidite – hisse senedi devir hızı, IPO hacmi, IPO ilk gün getirileri ve yeni

ihraçlardaki hisse senedi payı olduğunu tespit ederken, negatif ilişkili olanların kapalı uçlu yatırım fonu iskontosu ve temettü primi olduğunu tespit etmiştir. Ardından analiz sonucunda elde edilen faktörlerin değer yükleri ile duyarlılık endeksini oluşturmuşlardır (Baker ve Wurgler, 2007). Çalışmalarında daha da ileri giderek altı büyük borsa piyasası için yatırımcı duyarlılık endeksleri oluşturmuşlardır ve bunları küresel ve altı yerel endekse ayırmışlardır. Araştırmacılara göre küresel duyarlılık, ülke düzeyindeki getirilerin ters yönlü bir tahmincisidir. Hem küresel hem de yerel duyarlılık, piyasalar içindeki kesitsel getirilerin zaman serisinin ters yönlü tahmincisidir: Duygu yüksek olduğunda, gelecekteki getiriler, nispeten arbitrajı zor ve değerlemesi zor hisse senetlerinde düşüktür (Baker vd., 2012). Baker ve Wurgler Endeksi yüksekse, bu genellikle piyasanın iyimser olduğu anlamına gelmektedir. Yüksek bir endeks değeri, yatırımcıların piyasaya güven duyduğunu, gelecekte ekonomik büyüme ve kâr artışı beklentisiyle daha fazla risk aldığını göstermektedir. Aksine, Baker ve Wurgler Endeksi düşükse, bu genellikle piyasanın kötümser olduğu anlamına gelmektedir ve düşük bir endeks değeri, yatırımcıların piyasaya dair karamsar bir tutum içinde olduğunu ve riskten kaçındığını göstermektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ULUSAL KÜLTÜR KAVRAMI

3.1. KÜLTÜR KAVRAMI

Başlardan beri antropolojinin odak noktasında bulunan kültür, üzerinde çok konuşulan, tartışılan ve araştırma yapılan bir kavram olmuştur. Fakat 1970’li yıllardan itibaren örgüt çalışmalarında kendine yer bulmaya başlamasına rağmen ne antropoloji ne de örgüt çalışmaları kavramın tanımı konusunda fikir birliğine ulaşamamışlardır (Smircich, 1983). Williams (1993), kültür kavramının kullanımdaki farklılıklarını ve bu sebeple kavramın tanımına yönelik fikir birliği sağlanmasındaki zorluğu erken dönemdeki birbirinden farklı ilgi ve arayışlarla ilişkilendirmektedir. Mejuyev (1987) ise bu terminolojik çeşitliliği kavramın sadece bilimsel değil aynı zamanda toplumsal ve tarihsel derinliğe sahip olmasının yanı sıra somut bilim dallarında bile oldukça sık ele alınmış olmasına bağlamaktadır. Triandis vd.’ye (1986) göre haklı olarak “tanımlaması zor bir bulanık yapı” şeklinde atfedilen kültür kavramı tanımı, Kroeber ve Kluckhohn (1952) tarafından detaylıca incelenmiş ve neticede 164 kültür tanımının derlendiği çalışmada kavram aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır;

“[...] insan gruplarına özgü başarıları oluşturan, açık veya örtülü sembollerle aktarılan, kazanılmış davranış modellerinden oluşur. Onlara göre kültürün temelini (tarihsel olarak oluşmuş ve seçilmiş) geleneksel görüşler ve özellikle de bunlara bağlı değerler oluşturmaktadır; kültürel sistemler bir yandan eylemlerin ürünleri, diğer yandan da gelecekteki eylemlere şekil veren öğelerdir.”

Taylor, 1871 yılında yayınladığı “Primitive Culture” adlı kitabında kültür kavramını “toplumun bir üyesi olarak kazanılan bilgi, inanç, sanat, ahlak, hukuk, gelenek ve diğer yetenek ve alışkanlıkları içeren karmaşık bir bütündür” şeklinde tanımlamıştır ve yaptığı bu kapsayıcı tanımla İngilizceye kültür kelimesinin girmiş olmasıyla birlikte ilk resmi açık kültür tanımı olarak geniş çevrelerce kabul görmüştür.

Her ne kadar birbirinden farklı tanımlamalara sahip olup sınıflandırmalara maruz kalmış ve toplumlara göre değişik öğeleri içinde barındırıyor olsa da yapısı gereği kültür kavramının bir takım ortak özellikleri bulunmaktadır. Hofstede ve Bond (1988) kültürün kapsamlı bir tanımını “*bir insan kategorisinin üyelerini diğerlerinden ayıran zihnin kolektif programlaması*” olarak yapmıştır ve ardından Hofstede vd. (1990) var olan farklı kültür tanımlamalarının ortak özelliklerinin çoğu araştırmacı tarafından muhtemelen şu şekilde sıralanacağını belirtmişlerdir:

- i) bütüncüdür,
- ii) tarihsel olarak belirlenmiştir,
- iii) antropolojik kavramlarla ilişkilidir,
- iv) sosyal olarak inşa edilmiştir,
- v) yumuşaktır ve
- vi) değiştirilmesi zordur.

Kültür, genel anlamda bir topluluğun, bir grup insanın veya bir organizasyonun paylaştığı değerler, inançlar, normlar, davranış biçimleri, dil, sanat, gelenekler ve diğer semboller aracılığıyla oluşturduğu kompleks bir sistemdir. Kültür kavramının bir alt unsuru olan ulusal kültür kavramı ise bir toplum ya da ulusun insanlarınca paylaşılan “kolektif bir zihinsel programlamayı” ifade etmektedir. Ulusal kültür, egemen ulusal dil, ortak kitle iletişim araçları, ulusal eğitim sistemi, ulusal bir ordu, ulusal bir politik sistem, güçlü bir sembolik ve duygusal cazibesi olan spor olaylarında ulusal temsiliyet, belirli becerileri, ürün ve servisleri olan ulusal bir pazar ile kendini sergilemektedir (Hofstede, 1991).

Ulusal kültürel özelliklerin ölçümü konusunda en çok atıfta bulunulan çalışmalar Hofstede'e aittir. Hofstede'in araştırması iki önemli amacı karşılamaya yöneliktir:

- i) kültürleri karakterize etmek için yaygın olarak kabul edilebilir, iyi tanımlanmış ve deneysel temelli bir terminoloji geliştirmek ve
- ii) sadece izlenimler yerine çok sayıda kültür hakkında sistematik olarak toplanmış verileri kullanmak (Kwok ve Tadesse, 2006).

3.2. HOFSTEDE ULUSAL KÜLTÜR BOYUTLARI

Ulusal kültür konusunda yapılmış en kapsamlı çalışmalar Geert Hofstede'e aittir. Culture's Consequences (1980; 1984; 2001) kitaplarında Hofstede, kültürlerarası çalışmalarının detaylarını, ana hatlarını ve alt boyutlarını açıklamaktadır. 1970'lerde International Business Machines (IBM) kuruluşunda dünya çapında 50'den fazla ülkeden insanların değerleri ve ilgili duyguları hakkında dört yıl arayla iki kez yürüttüğü anket çalışmalarında 100.000'den fazla anket içeren bir veri tabanı oluşturulmasını sağlamıştır (Hofstede G., 1980). Bu verilerle yapılan bireysel düzeydeki araştırmalar ilk aşamada ilişkisiz olsa da ilişkiler ülkeler düzeyinde incelendiğinde ortaya oldukça değerli sonuçlar çıkmıştır (Hofstede, 2011).

Analizlerden elde edilen bulgular ve Inkeles ve Levinson'ın (1969) çalışmasında tanımlanan boyutların örtüşmesiyle ulusal kültürün dört temel boyutu temsil edilmiştir ve bu dört boyut Culture's Consequences (Hofstede, 1980) kitabının temelini oluşturmuştur. Bu boyutlar; "güç mesafesi", "bireycilik", "feminenlik" ve "belirsizlikten kaçınmadır" (Hofstede, 2011).

1980'li yıllarda Kanadalı psikolog Michael Harris Bond tarafından Uzak Doğu'da yapılan çalışma sonucunda dört ulusal kültür boyutuna beşinci bir boyut

eklenmiştir: “uzun vadeye karşı kısa vadeli yönelim” (Hofstede ve Bond, 1988; Hofstede, 1991; 2011).

Bulgar akademisyen Michael Minkov’un 2000’li yıllarda Dünya Değerler Anketi verilerini kullanarak yaptığı araştırma beşinci boyutun yeniden hesaplanmasına ve “kısıtlamaya karşı hoşgörü” şeklinde altıncı boyutun eklenmesine olanak sağlamıştır (Hofstede vd., 2010).

3.2.1. Güç Mesafesi (Power Distance / PDI)

Hofstede (2011), tüm toplumların eşitsizlikler içerdiğini fakat bazı toplumların diğerlerine kıyasla daha fazla eşitsizlik içeren davranış ve uygulamalarda bulunduğunu belirtmektedir.

Güç farklılaşması ve eşitsizlik farklı seviyelerde de olsa şüphesiz ki her toplumun en temel gerçeğini yansıtmaktadır. Hofstede’in ulusal kültür boyutlarından ilki olan güç mesafesi boyutu, “kurum ve kuruluşların (aile gibi) daha az güçlü üyelerinin, gücün eşit olmayan bir şekilde dağıtıldığını kabul etme ve bekleme derecesi” olarak tanımlanmıştır (Hofstede, 2011).

Hofstede “güç mesafesi” terimini, kişiler arası güç dinamiklerini inceleyen sosyal psikolog Mulder’ın (1976; 1977) astlarla üstlerin arasındaki duygusal mesafe araştırmasından türetmiştir. Bu boyutun temelinde yatan fikir, farklı toplumların insani eşitsizlikle baş etme yollarının da farklı olduğudur. Eşitsizlik; prestij, servet ve güç gibi alanlarda ortaya çıkmaktadır ve her toplumun bu alanlara verdiği önem farklı olmaktadır. Ailede, okulda ve eğitim sisteminde, işte ve örgütlerde, politik sistemlerde, din ve düşüncelerde güç mesafesi farklılıklar gösterebilmektedir (Hofstede, 2001).

Güç mesafesi, en güçsüzün eşitsizlikten ne beklediği ve eşitsizliği kabul derecesi ile her kültürün dominant değerlerini kullanarak otoriteyi nasıl haklılaştırdığını ortaya koyan ulusal kültür endeksidir (Hofstede, 2001). Güç mesafesi boyutunda eşitsizliğin büyüklüğü değil, toplumda hakim olan değerler sistemi önemli

olmaktadır; bu da o toplumdaki insanların eşitsizliği nasıl algıladığı ve ne kadar meşru görüp kanıksadığı ya da rahatsız olarak bu eşitsizliği azaltmak için neler yaptığının belirleyicisidir.

Toplumdan topluma farklılık gösteren güç mesafesi, düşük derecede seyreden toplumlardaki bireylerin eşitsizliği en düşük düzeyde tutmaya çalışarak, sınıf farklılıklarını tolere eden, astların üstlerine karşı çıkmaktan daha az korku duyduğu demokratik katılımı yansıtmaktadır. Güç mesafesinin yüksek olduğu toplumlarda ise bireyler arasındaki eşitsizlikler daha kolay kabul edilebilir, ast ve üst arasındaki ayrıcalıkların olması gereken bir durum gibi algılandığı, astların amirlerine önemli derecede bağlı olduğu bir toplumu ifade etmektedir. Güç mesafesinin yüksek olduğu toplumlarda daha az güce sahip kişilerin var olan eşitsizliği algılama durumları otoriteye olan bağlılıklarının da bir göstergesidir. Gücün dağılımındaki eşitsizlik arttıkça otoriteye olan bağımlılık da artacaktır. Daha güçlü olan taraf söz konusu eşitsizliği hakkı olarak görüyor ve daha az güçlü taraf da eşitsizlik ve bağlılığı sorun olarak algılamıyor ise güç mesafesinin yüksek olduğundan ve gücün eşitsiz dağılımından bahsedilmektedir. Örgütlerin yanı sıra güç mesafesi endeksi, siyasi bir sistem içerisindeki güç eşitsizliklerinin ve yetkililer ve vatandaşlar arasındaki eşitsizlik dağılımının ne şekilde yönetildiğinin anlaşılmasına da olanak tanımaktadır (Hofstede, 2001).

Tablo 3.1.'de düşük güç mesafesi ve yüksek güç mesafesi özelliklerine sahip toplumlar arasındaki farklar verilmiştir. Güç mesafesi endeksinin yüksek seyrettiği toplumlarda genellikle merkeziyetçiliğin ön planda olduğu, otokratik veya oligarşik bir yönetim sisteminin hakimiyet sürdüğü özellikler görülmektedir. Dolayısıyla akılcı çözümler ve kurallar oluşturmaktan ziyade gücü elinde bulunduranların almış olduğu kararlar uygulanmaktadır ve bu yaklaşım tarzı özellikle yolsuzluk ve “derin devlet” anlayışında önemli bir role sahip olmaktadır. Ayrıca örgütlerde de astlar gücü elinde bulunduranlara bağlı bir şekilde nasıl davranacakları konusunda komut vermelerini beklemektedirler. Dolayısıyla irrasyonel ilişkilerin hakim olmasının yanı sıra işler emir-komuta zinciriyle seyretmekte, yaratıcılıktan ve bireysellikten uzaklaşmaktadır (Hofstede, 2001).

Güç mesafesinin düşük ya da yüksek olmasının belirlenmesi, toplumda var olan hiyerarşi sistemini, aile içi ilişkileri, örgütlerde çalışanlarla yöneticiler arasındaki ilişkileri, yönetim biçimini, bireyler ve kurumlar arasındaki bağıllık düzeyinin belirlenmesini, adalet sistemini ve ekonomik yapıyı belirleyici bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Hofstede'e göre bir toplumdaki güç mesafesinin yüksek veya düşük olması o toplumun kültürüne son derece bağlı olmaktadır. Dolayısıyla ulusal kültürün güç mesafesi boyutu, bir toplumdaki eşitsizlik düzeyinin belirlenmesi ve söz konusu eşitsizliğin kabul derecesinin irdelenmesini ölçmek amacıyla tasarlanmıştır (Hofstede, 1984).

Hofstede vd. (2010) tarafından çok sayıda ülke için listelenen güç mesafesi endeksi puanları, Doğu Avrupa, Latin Amerika, Asya ve Afrika ülkeleri için daha yüksek ve Almanca ve İngilizce dillerinin konuşulduğu Batı ülkeleri için ise daha düşük olma eğilimindedir.

Tablo 3. 1 : Düşük ve Yüksek Güç Mesafesine Sahip Toplamlar Arasındaki Temel Farklılıklar

Düşük Güç Mesafesi	Yüksek Güç Mesafesi
- Güç kullanımı meşru olmalı ve iyi ve kötü kriterlerine tabi olmalıdır. - Ebeveynler çocuklara eşit davranır. - Yaşlılara ne saygı duyulur ne de onlardan korkulur. - Öğrenci merkezli eğitim gözlemlenir. - Hiyerarşi, kolaylık sağlamak için oluşturulan rollerin eşitsizliği anlamına gelir.	- Güç, toplumun iyi ya da kötüden önce gelen temel bir gerçeğidir: meşruiyet önemsizdir. - Ebeveynler çocuklara itaati öğretir. - Yaşlılara hem saygı duyulur hem de onlardan korkulur. - Öğretmen merkezli eğitim gözlemlenir. - Hiyerarşi varoluşsal eşitsizlik anlamına gelir.

-
- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Astlar kendilerine danışılmasını bekler.• Çoğunluğun oyuna dayanan ve barışçıl yollarla değişen çoğulcu hükümetler bulunur.• Yolsuzluk nadirdir; skandallar siyasi kariyerleri bitirir.• Toplumda gelir dağılımı oldukça eşittir.• İnananların eşitliğini vurgulayan dinler yaygındır. | <ul style="list-style-type: none">• Astlar ne yapmaları gerektiğinin söylenmesini bekler.• Kooptasyona dayalı ve devrimle değiştirilen otokratik hükümetler bulunur.• Yolsuzluk sık rastlanan bir şeydir ve skandalların üstü örtülür.• Toplumda gelir dağılımı çok dengesizdir.• Rahipler hiyerarşisi olan dinler yaygındır. |
|--|---|
-

Kaynak: Hofstede G., “Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context”, **Online Readings in Psychology and Culture**, Cilt: 2, Sayı: 1, 2011, s. 1-26. Yazar tarafından Türkçeye çevrilmiştir.

3.2.2. Bireyci Toplum – Kolektivist Toplum (Individualist / IDV – Collectivist / COLL)

Hofstede’e (2001: s. 225) göre bireycilik, bireyler arasındaki bağların gevşek olduğu bir toplumu temsil ederken kolektivizm ise insanların doğumdan itibaren güçlü, uyumlu iç gruplarla bütünleştiği ve bu grupların sorgusuz sualsiz sadakat karşılığında onları yaşamları boyunca korumaya devam ettiği bir toplumu ifade etmektedir.

Bir tarafta bireycilik, diğer tarafta bunun tam tersi olan kolektivizm, bireysel değil toplumsal bir özellik olarak, bir toplumdaki insanların gruplara entegre olma derecesidir (Hofstede, 2011).

Hofstede’in (1980) çalışması ulusal düzeyde bir bireycilik – kolektivist endeksi öneren ilk çalışma olma niteliğindedir. Yıllar içinde detaylandırılarak geliştirilen bireycilik – kolektivist endeksi Hofstede tarafından şu şekilde tanımlanmaktadır (Hofstede, 2011):

“Bir tarafta bireycilik, diğer tarafta bunun tam tersi olan kolektivizm, bireysel değil toplumsal bir özellik olarak, bir toplumdaki insanların gruplara entegre olma derecesidir. Bireyci tarafta, bireyler arasındaki bağların gevşek olduğu kültürler buluruz: herkesin kendisine ve yakın ailesine bakması beklenir. Kolektivist tarafta ise insanların doğumlarından itibaren güçlü, uyumlu iç gruplara, genellikle de sorgusuz sualsiz sadakat karşılığında onları korumaya devam eden geniş ailelere (amcalar, teyzeler ve büyükanne ve büyükbabalarla) entegre oldukları ve diğer iç gruplara karşı çıktıkları kültürler bulunur.”

Hofstede vd. (2010) tarafından geliştirilen bireycilik endeksi genellikle gelişmiş ve Batı ülkelerinde hakim olma eğilimindeyken, kolektivizm daha az gelişmiş ve Doğu ülkelerinde hakimdir; Japonya bu boyutta orta bir konumda yer almaktadır.

Tablo 3.2’de bireyci ve kolektivist özelliklere sahip toplumlar arasındaki temel farklar gösterilmiştir.

Tablo 3. 2: Bireyci ve Kolektivist Özelliklere Sahip Toplumlar Arasındaki Temel Farklılıklar

Bireyci	Kolektivist
- Herkes sadece kendisine ve yakın ailesine bakmakla yükümlüdür. “Ben” bilinci hakimdir. - Mahremiyet hakkı söz konusudur. - Aklından geçeni söylemek sağlıklıdır. - Diğer kişiler birey olarak sınıflandırılır. - Kişisel görüş beklenir: bir kişi bir oy fikri hakimdir.	- İnsanlar, sadakat karşılığında kendilerini koruyan geniş ailelerin veya klanların içinde doğarlar. “Biz” bilinci hakimdir. - Aidiyet üzerinde stres durumu söz konusudur. - Uyum her zaman korunmalıdır. - Diğerleri iç grup ya da dış grup olarak sınıflandırılır. - Görüşler ve oylar iç grup tarafından önceden belirlenir.

-
- | | |
|---|--|
| • Normların ihlali suçluluk duygusuna yol açar. | • Normların ihlali utanç duygularına yol açar. |
| • “Ben” kelimesinin vazgeçilmez olduğu diller hakimdir. | • “Ben” kelimesinden kaçınılan diller hakimdir. |
| • Eğitimin amacı öğrenmeyi öğrenmektir. | • Eğitimin amacı nasıl yapılacağını öğrenmektir. |
| • Görev, ilişkinin önüne geçer. | • İlişki görevden üstündür. |
-

Kaynak: Hofstede G., “Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context”, **Online Readings in Psychology and Culture**, Cilt: 2, Sayı: 1, 2011, s. 1-26. Yazar tarafından Türkçeye çevrilmiştir.

Kurumsal sosyal sorumluluk açısından değerlendirildiğinde Shin vd. (2023) tarafından yapılan çalışmadan elde edilen sonuçlar daha iyi ESG performansına sahip firmaların, bireyciliğin veya erilliğin yüksek olduğu bir ülkede ödüllendirildiğini göstermektedir.

3.2.3. Maskülen – Feminen Toplum (Masculinity – Femininity)

Bireysel bir özellik olmaktan çok toplumsal bir özellik olarak maskülenlik ve onun karşıtı olan feminenlik, cinsiyetler arasındaki değer dağılımını ifade etmektedir (Hofstede, 2011). Hofstede tarafından yürütölen IBM çalışmaları, (a) kadınların değerlerinin toplumlar arasında erkeklerin değerlerinden daha az farklılık gösterdiğini; (b) erkeklerin değerlerinin bir ülkeden diğerine, bir tarafta çok iddialı ve rekabetçi ve kadınların değerlerinden maksimum derecede farklı, diğer tarafta mütevazı ve şefkatli ve kadınların değerlerine benzer bir boyut içerdiğini ortaya koymuştur. İddialı kutup “maskülen”, mütevazı ve sevecen kutup ise “feminen” olarak adlandırılmıştır. Feminen ölkelerdeki kadınlar erkeklerle aynı mütevazı ve sevecen değerlere sahiptir; maskülen ölkelerde ise erkekler kadar olmasa da biraz iddialı ve rekabetçidirler, dolayısıyla bu ölkelerde erkeklerin değerleri ile kadınların değerleri arasında bir uçurum vardır (Hofstede vd., 1998).

Erillik, bir toplumun baskın değerlerinin maddi mallar ve başarı olduğu bir durumu yansıtmaktadır; bunun aksine, dişillik başkalarıyla ilgilenmeyi, uyum

sağlamayı ve refahı yansıtmaktadır (Hofstede, 2001). Eril bir toplum maddi başarı ve kazanımı vurgularken, dişil bir toplum sosyal uyumu ve diğler maddi olmayan değlerleri vurgulamaktadır (Vitolla vd., 2021). Buna göre, eril toplumdaki firmaların kâr maksimizasyonunu sosyal bir norm olarak görmesi daha muhtemelken, dişil toplumdakiler sosyal üyelerden biri olarak toplumla uyumu vurgulamaktadır (Hofstede vd., 2010). Maskülenlik genellikle Japonya’da, Almanca konuşan ülkelerde ve İtalya ve Meksika gibi bazı Latin ülkelerinde yüksektir (Hofstede vd., 2010).

Kurumsal sosyal sorumluluk açısından değlerlendirildiğinde daha feminen bir toplum, ESG’yi bir firmanın sosyal bir üye olarak yükümlülüğü olarak görebilmektedir ve dolayısıyla firmaların ESG uygulamalarına yönelik daha az teşvik edici olabilmektedir. Ancak maskülen bir toplum, ESG uygulamalarının firmalar için değlerli bir kaynak, yani rekabet avantajı olabileceğini düşünerek bu uygulamalara karşı daha fazla teşvik mekanizması oluşturabilmektedir. Çünkü böyle bir toplumda diğler rakipler, finansal kazançlara önemli ölçüde katkıda bulunmadığı sürece ESG uygulamalarına önem vermeyebilir veya daha az önem verme eğiliminde olabilmektedirler (Shin vd., 2023). Tablo 3.3, ulusal kültürün maskülenlik/feminenlik boyutuyla ilişkili olduğunu gösterdiği toplumlar arasındaki farklılıkları listelemektedir.

Tablo 3. 3 : Maskülen ve Feminen Özelliklere Sahip Toplumlar Arasındaki Temel Farklılıklar

Feminen	Maskülen
- Cinsiyetler arasında minimum duygusal ve sosyal rol farklılaşması vardır. - Erkekler ve kadınlar mütevazı ve sevecen olmalıdır. - Aile ve iş arasındaki denge mevcuttur. - Zayıflara sempati duyulur.	- Cinsiyetler arasında maksimum duygusal ve sosyal rol farklılaşması vardır. - Erkekler iddialı olmalı, kadınlar ise iddialı ve hırslı olabilir. - İş, ailenin önüne geçer. - Güçlü olana hayranlık duyulur.

-
- | | |
|--|--|
| • Hem babalar hem de anneler gerçeklerle ve duygularla ilgilenir. | • Babalar gerçeklerle, anneler duygularla ilgilenir. |
| • Hem erkekler hem de kızlar ağlayabilir ama ikisi de kavga etmemelidir. | • Kızlar ağlar, erkekler ağlamaz; erkekler karşılık vermeli, kızlar kavga etmemelidir. |
| • Çocuk sayısına anneler karar verir. | • Aile büyüklüğüne babalar karar verir. |
| • Seçilmiş siyasi pozisyonlarda birçok kadın mevcuttur. | • Seçilmiş siyasi pozisyonlarda çok az kadın vardır |
| • Din, insanoğluna odaklanır. | • Din, Tanrı veya tanrılara odaklanır. |
| • Cinsellik hakkında gerçekçi tutumlar vardır. | • Cinsellikle ilgili ahlakçı tutumlar vardır. |
-

Kaynak: Hofstede G., “Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context”, **Online Readings in Psychology and Culture**, Cilt: 2, Sayı: 1, 2011, s. 1-26. Yazar tarafından Türkçeye çevrilmiştir.

3.2.4. Belirsizlikten Kaçınma (Uncertainty Avoidance Index – UAI)

Hofstede’e (1980) göre belirsizlikten kaçınma, “bir kültürün üyelerinin belirsiz veya bilinmeyen durumlar karşısında kendilerini ne ölçüde tehdit altında hissettiklerini” ifade etmektedir. Bu tanıımı takiben, belirsizlikten kaçınma derecesi yüksek olan bir ülkedeki paydaşlar belirsizliğe karşı daha düşük bir tolerans gösterirken, belirsizlikten kaçınma derecesi düşük olanlar belirsizlikle yaşamaya daha istekli olacaktır (Shin vd., 2023).

Belirsizlikten kaçınma, riskten kaçınma ile aynı şey değildir; bir toplumun belirsizliğe karşı toleransı ile ilgilidir. Bir kültürün, üyelerini yapılandırılmamış durumlarda ne ölçüde rahatsız ya da rahat hissetmeye programladığını göstermektedir. (Hofstede, 2011).

Kurumsal sosyal sorumluluk, ESG ve finansal performans arasındaki ilişkide zayıf yönetişime sahip ve şeffaflıktan yoksun firmalar, hissedarlarını ve diğer paydaşlarını, finansal ve muhasebe sorunlarının büyük olasılığı ve artan iflas riski

nedeniyle daha fazla belirsizlik ve riske maruz bırakmaktadır. Buna karşın, sosyal sorumluluk sahibi ve etik firmalar daha az ihtilafa karıştıkları için daha düşük belirsizlik ve riske maruz kalmaktadır. Dolayısıyla, belirsizlikten kaçınma eğiliminin güçlü olduğu ülkelerde ESG yatırımlarına yönelmek muhtemelen sosyal normlara tabi olmaktadır (Godfrey vd., 2009). ESG uygulamalarının, belirsizlik seviyesini azaltmak için firmalar tarafından uyulması gereken bir sosyal norm olarak kabul edilmesi muhtemeldir ve bu da küçük teşviklere neden olmaktadır. Bununla birlikte, belirsizlikten kaçınmanın düşük olduğu bir ülkede, ESG uygulamaları firmalar arasında yaygın olmadığından, ESG uygulayan firmalar daha fazla teşvik alacaktır (Shin vd., 2023).

Belirsizlikten kaçınma endeksi, Doğu ve Orta Avrupa ülkelerinde, Latin Amerika ülkelerinde, Japonya’da ve Almanca konuşan ülkelerde daha yüksek, İngilizce konuşan, İskandinav ve Çin kültürü ülkelerinde daha düşük olma eğilimindedir (Hofstede vd., 2010). Tablo 3.4, belirsizlikten kaçınma eğilimi yüksek olan ve belirsizlik toleransına sahip olan toplumlar arasındaki farklılıkları listelemektedir.

Tablo 3. 4 : Zayıf ve Güçlü Belirsizlikten Kaçınma Özelliklerine Sahip Toplumlar Arasındaki Temel Farklılıklar

Zayıf Belirsizlikten Kaçınma	Güçlü Belirsizlikten Kaçınma
• Hayatın doğasında var olan belirsizlik kabul edilir. • Kolaylık, düşük stres, öz kontrol, düşük kaygı hakimdir. • Öznel sağlık ve iyi olma hali konusunda daha yüksek puanlar mevcuttur.	• Hayatın doğasında var olan belirsizlik, mücadele edilmesi gereken sürekli bir tehdit olarak hissedilir. • Daha yüksek stres, duygusallık, kaygı, nevrozizm hakimdir. • Öznel sağlık ve esenlik konusunda daha düşük puanlar mevcuttur.

-
- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Sapkın kişi ve fikirlere hoşgörü hakimdir: farklı olan meraklıdır.• Belirsizlik ve kaos ile rahatlık hakimdir.• Öğretmenler “bilmiyorum” diyebilir.• İş değiştirmek sorun değildir. | <ul style="list-style-type: none">• Sapkın kişi ve fikirlere karşı hoşgörüsüzlük hakimdir: farklı olan tehlikelidir.• Açıklık ve yapıya duyulan ihtiyaç söz konusudur.• Öğretmenlerin tüm cevaplara sahip olması gerekir.• Hoşlanılmasa bile işte kalma yaygındır. |
| <ul style="list-style-type: none">• Yazılı veya yazılı olmayan kurallardan hoşlanmama durumu söz konusudur.• Siyasette, vatandaşlar yetkililere karşı kendilerini yetkin hisseder ve öyle görülürler.• Din, felsefe ve bilimde: görelilik ve deneycilik hakimdir. | <ul style="list-style-type: none">• Kurallara uyulmasa bile duygusal ihtiyaç duyulur.• Siyasette, vatandaşlar yetkililere karşı kendilerini yetersiz hisseder ve öyle görülürler.• Din, felsefe ve bilimde: nihai gerçeklere ve büyük teorilere inanç hakimdir. |
-

Kaynak: Hofstede G., “Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context”, **Online Readings in Psychology and Culture**, Cilt: 2, Sayı: 1, 2011, s. 1-26. Yazar tarafından Türkçeye çevrilmiştir.

3.2.5. Uzun Vadeli – Kısa Vadeli Oryantasyon (Long Term – Short Term Orientation / LTO – STO)

Hofstede’nin çalışmalarında kültürlerarası farklılıkları anlamak için önemli olan bir diğer boyut ise uzun vadeli yönelime karşı kısa vadeli yönelimdir. Uzun vadeli yönelime karşı kısa vadeli yönelim, şimdiki zamandan ziyade geleceğe odaklanma eğilimini ifade etmektedir (Bearden vd., 2006; Chun vd., 2021).

Yüksek derecede uzun vadeli yönelim ile karakterize edilen bir toplum, tasarrufun önemini vurgulayarak gelecekte daha yüksek tutumluluk gösterme eğilimindedir. Buna karşılık, kısa vadeli puanı yüksek olan toplum geleneklere ve

sosyal yükümlülükler saygı gösterme eğiliminde olmaktadır (Beugelsdijk vd., 2015).

Tablo 3.5.'te uzun vadeli ve kısa vadeli oryantasyona sahip ülkeler arasındaki farklılıklar listelenmektedir. Buna göre ve kurumsal sosyal sorumluluk açısından değerlendirildiğinde kısa vadeli yönelime sahip toplumlarda yönelim kısa vadeli getirilere odaklanma eğilimi gözlemlenirken ESG faaliyetlerine katılım sağlamak sosyal bir norm olarak algılanmamaktadır. Aksine uzun vadeli yönelime sahip toplumlarda, ESG uygulamalarının gelecekteki değeri güvence altına alma konusunda önemli bir role sahip olduğu kabul edilmektedir (Shin vd., 2023).

Uzun vadeli yönelim daha çok Doğu Asya ülkelerinde boy gösterirken kısa vadeli yönelim kültürü ise ABD ve Avustralya, Latin Amerika, Afrika ve Müslüman ülkelerde daha çok görülmektedir (Hofstede, 2011).

Tablo 3. 5 : Kısa Vadeli ve Uzun Vadeli Oryantasyona Sahip Toplamlar Arasındaki Temel Farklılıklar

Kısa Vadeli Oryantasyon	Uzun Vadeli Oryantasyon
• Hayattaki en önemli olaylar geçmişte meydana gelmiştir veya şimdi gerçekleşmektedir. • Kişisel kararlılık ve istikrar: iyi bir insan her zaman aynıdır. • Neyin iyi neyin kötü olduğuna dair evrensel kurallar vardır. • Gelenekler kutsaldır. • Zorunluluklar tarafından yönlendirilen aile yaşamı hakimdir. • Birinin ülkesiyle gurur duyması gerekir.	• Hayattaki en önemli olaylar gelecekte gerçekleşecektir. • İyi bir insan koşullara uyum sağlar. • Neyin iyi neyin kötü olduğu koşullara bağlıdır. • Gelenekler değişen koşullara uyarlanabilir. • Ortak görevler tarafından yönlendirilen aile yaşamı görülür. • Diğer ülkelerden öğrenmeye çalışma davranışı hakimdir.

-
- | | |
|--|--|
| • Başkalarına hizmet önemli bir hedeftir. | • Tutumluluk ve azim önemli hedeflerdir. |
| • Sosyal harcamalar ve tüketim sıklığı. | • Büyük tasarruf kotası ve yatırım için mevcut fonlar yaygındır. |
| • Öğrenciler başarı ve başarısızlığı şansa bağlar. | • Öğrenciler başarıyı çaba göstermeye, başarısızlığı ise çaba göstermemeye bağlar. |
| • Yoksul ülkelerin ekonomik büyümesinin yavaş olması veya hiç olmaması beklenir. | • Ülkelerin bir refah seviyesine kadar hızlı ekonomik büyüme görülür. |
-

Kaynak: Hofstede G., “Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context”, **Online Readings in Psychology and Culture**, Cilt: 2, Sayı: 1, 2011, s. 1-26. Yazar tarafından Türkçeye çevrilmiştir.

3.2.6. Hoşgörüye Karşı Kısıtlanma (Indulgent – Restrained)

Dünya Değer Araştırması’na dayanarak, 2010 yılında eklenen hoşgörü ve kısıtlama boyutunda Hofstede’e göre hoşgörü, hayattan zevk alma ve eğlenme ile ilgili temel insan arzularının nispeten özgürce tatmin edilmesine izin veren bir toplumu temsil etmektedir. Kısıtlama ise ihtiyaçların tatminini kontrol eden ve katı sosyal normlar aracılığıyla düzenleyen bir toplumu ifade etmektedir (Hofstede, 2010; 2011).

Tablo 3.6’da hoşgörülü ve kısıtlayıcı özelliklere sahip toplumlar arasındaki temel farklılıklar sunulmuştur. Buna göre, kısıtlı toplumlar genellikle sosyal normlar konusunda daha katıdır ve tartışmalara ve etik dışı davranışlara karşı daha az hoşgörülüdür. Dolayısıyla, kısıtlayıcı özelliklere sahip toplumlarda ESG faaliyetlerinin firmaların etik dışı skandallarını önleyen ve dolayısıyla nihayetinde toplumun istikrarına katkıda bulunan bir araç olarak görmesi muhtemeldir. Böyle bir toplumda ESG’ye katılımdan elde edilen teşvikler, hoşgörülü bir topluma göre daha az görülmektedir. Diğer yandan hoşgörülü toplum demokrasiye ve ifade özgürlüğüne değer verdiği için bireylerin özgürlüğü vurgulanmaktadır (Hofstede, 2001). Böylece, hoşgörülü toplumlarda firmaların ESG uygulamalarına yönelik faaliyetlerine saygı duyması kuvvetle muhtemeldir ve bu da ESG uygulamalarının meşruiyet kazanmayı

etkilemediğini göstermektedir. Böyle toplumlarda paydaşlar, toplumun refahına katkıda bulunduğu ve demokratik değerleri koruduğu için ESG uygulamalarını takdir etme eğiliminde olabilmektedirler. Dolayısıyla, ESG uygulamalarına yönelik teşvikler hoşgörülü bir toplumda daha yüksektir (Shin vd., 2023).

Hofstede'nin (2011) çalışmasından elde edilen bulgulara göre Güney ve Kuzey Amerika'da, Batı Avrupa'da ve Sahra Altı Afrika'nın bazı bölgelerinde hoşgörü hakimdir. Doğu Avrupa'da, Asya'da ve Müslüman ülkelerde ise kısıtlama hakimdir. Akdeniz Avrupası bu boyutta orta bir konumda yer almaktadır.

Tablo 3. 6: Hoşgörülü ve Kısıtlayıcı Özelliklere Sahip Toplamlar Arasındaki Temel Farklılıklar

Hoşgörülü	Kısıtlayıcı
• Çok mutlu olduğunu beyan edenlerin oranı daha yüksektir • Kişisel yaşam kontrolü algısı hakimdir. • İfade özgürlüğü önemli görülmektedir. • Boş zamanlara daha fazla önem verilir. • Olumlu duyguları hatırlama olasılığı daha yüksektir. • Eğitimli nüfusa sahip ülkelerde doğum oranları daha yüksektir. • Sporla aktif olarak ilgilenen daha fazla insan vardır. • Yeterli gıdaya sahip ülkelerde obez insan oranı daha yüksektir.	• Daha az sayıda çok mutlu insan bulunur. • Çaresizlik algısı hakimdir: Başıma gelenler benim suçum değil görüşü vardır. • İfade özgürlüğü öncelikli bir mesele değildir. • Boş zamanın önemi daha düşüktür. • Olumlu duyguları hatırlama olasılığı daha düşüktür. • Eğitimli nüfusa sahip ülkelerde doğum oranları daha düşüktür. • Sporla aktif olarak ilgilenen daha az insan vardır. • Yeterli gıdaya sahip ülkelerde daha az obez insan görülür.

-
- | | |
|---|---|
| • Zengin ÷lkelerde cinsel normlar hoşgörl÷d÷r. | • Zengin ÷lkelerde daha katı cinsel normlar vardır. |
| • ÷lkede düzenin korunmasına yüksek öncelik verilmez. | • Her 100.000 nüfusa düşen polis memuru sayısının daha yüksek olduğu gör÷l÷r. |
-

Kaynak: Hofstede G., “Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context”, **Online Readings in Psychology and Culture**, Cilt: 2, Sayı: 1, 2011, s. 1-26. Yazar tarafından Türkçeye çevrilmiştir.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

METODOLOJİ VE BULGULAR

4.1. LİTERATÜR TARAMASI

Küreselleşme ve bunun bir sonucu olarak global anlamda var olan hızlı değişim ile işletmeler ekonomik faaliyetlerinin yanı sıra toplumun gelişimi, kalkınması, sürdürülebilir ekonomi, çevre ve yönetim gibi konulara da odaklanmaya başlamışlardır. Söz konusu değişim ve dönüşüm neticesinde son yıllarda artan bir şekilde önem kazanan kurumsal sosyal sorumluluk kavramı ile firma performansı, hisse senedi getirileri ve sosyal sorumlu yatırım konuları finans alanında gerek akademisyenlerin gerekse de piyasa aktörlerinin ilgi odağı haline gelmiştir. Bu sebepler doğrultusunda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde yapılan çalışmalar sayı ve nitelik olarak artmaya ve konu daha da dikkat çekici hale gelmeye başlamıştır.

Literatür, firma düzeyinde kurumsal sosyal sorumluluk araştırmaları bakımından ikiye ayrılabilir: i) kurumsal sosyal sorumluluk ve firma performansı arasındaki iki yönlü etkileşim üzerine odaklanan çalışmalar ve ii) portföy yönetimi ve varlık fiyatlama yaklaşımları açısından kurumsal sosyal sorumluluk ve hisse senedi fiyat ve getirilerine odaklanan çalışmalar. Burada öncelikle kurumsal sosyal sorumluluk ve firma performansı arasındaki karşılıklı etkileşime ilişkin yürütülen önemli çalışmalara yer verilecek, ardından hisse senedi getirileri ve portföy performansı çalışmaları daha detaylı bir şekilde incelenecektir.

Firma düzeyindeki kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin firma karlılığına olan etkisini araştıran ilk çalışmalardan biri Bowman ve Haire (1975) tarafından gerçekleştirilmiştir. Yazarlar kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin yoğunluğu ile firmaların özsermaye karlılığı arasındaki ilişkiyi incelemeyi amaçlamıştır. Çalışmada kurumsal sosyal sorumluluk tartışmalarına ve bu alana yönlendirilen faaliyetlere yer veren ve vermeyen firmaların özsermaye karlılıklarının ortalama ve medyan değerleri

incelenmiştir. İki faktör arasında bir etkileşimin var olduğunu belirten araştırmacılar daha detaylı bir inceleme yapabilmek için kurumsal sosyal sorumluluk değişkeninin ortalama değerine göre (%3,62) firmaları “ilgili konuya orta düzeyde ilgi gösteren firmalar”, “normalden daha fazla ilgi gösteren firmalar” ve “az ilgi gösteren (veya ilgi göstermeyen) firmalar” şeklinde alt kategorilere ayırarak firmaların özsermaye karlılıklarının medyan değerini incelemiştir. Elde edilen bulgular kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetine orta düzeyde gösterilen ilgi, yüksek düzey veya düşük düzeyde gösterilen ilgi ile kıyaslandığında, karlılıkla daha yakından ilişkili olduğunu göstermiştir. Ek olarak, kurumsal sosyal sorumluluk ve özsermaye karlılığı arasında tespit edilen bu ters-U (inverted U-shaped) ilişkisinde elde edilen eğride sol tarafın (düşük ilgi düzeyinin) kuyruğu sağ tarafa göre daha aşağıda bulunmuştur. Söz konusu bulgular sosyal sorumluluk faaliyetlerini karlılık ile ilişkilendirme noktasında bu alana yapılacak yatırımların hiç yapılmamasından daha iyi olduğu göstermektedir.

Cochran ve Wood (1984) tarafından 1970-1974 ve 1975-1979 yılları arasında sektör grupları göz önünde bulundurularak yürütülen çalışmanın sonuçlarına göre faaliyet gelirlerinin satışlara oranı bağımlı değişken iken sosyal sorumluluk açısından “en iyi” firmalar “hatırı sayılır derecede iyi (honorable mention)” olanlardan, bu firmalar da “en kötü” kategorisine giren firmalardan daha iyi performans sergilemişlerdir. Fakat faaliyet gelirlerinin toplam varlıklara oranı incelendiğinde bu ilişki şaşırtıcı bir şekilde değişmektedir. Bu durumda “hatırı sayılır derecede iyi (honorable mention)” olan firmalar “en iyi” olanlardan daha iyi performans sergilemiştir. Sonuçlardaki karışıklığın sebeplerinden biri firmaların sahip olduğu varlıkların doğası ve yaşı ile ilgili olabileceğinden araştırmacılar analizi geliştirerek “varlık yaşı” ve “varlık devir hızı” değişkenlerini modele dahil etmişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre daha eski varlıklara sahip olan firmaların sosyal sorumluluk performansı daha düşük bulunmuştur. Yazarlar son olarak varlık yaşının kontrol edilmesi durumunda dahi kurumsal sosyal performans ve finansal performans arasındaki ilişkinin hala net olmadığını belirtmektedirler.

Aupperle vd. (1985) çalışmasında öncelikle Carroll (1979) tarafından tanımlanan kurumsal sosyal sorumluluk modeline dayanarak sosyal sorumluluğa

yönelim derecesini ölçmek üzere bir araç geliştirmeyi hedeflemiştir. Nihai amaç ise geliştirilen araç aracılığıyla temsil edilen kurumsal sosyal sorumluluğa yönelim derecesi ile karlılık arasındaki ilişkinin tespit edilmesidir. Karlılık göstergesi olarak aktif karlılığının hem uzun vadeli (5 yıllık) hem de kısa vadeli (1 yıllık) ve bunların riske göre düzeltilmiş halleri dikkate alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre yüksek derecede sosyal sorumluluğa yönelim ile karlılık arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir. Söz konusu durum uzun-kısa vadeli ve riske göre düzeltilmiş aktif karlılığı göstergeleri için de değişmemektedir. Diğer bir deyişle sosyal sorumluluğa yönelmenin firma performansı açısından ne yararı ne de zararı bulunmamaktadır.

McWilliams ve Donald Siegel (2001) tarafından yapılan çalışmada bir firmanın kurumsal sosyal sorumluluk seviyesinin, büyüklüğüne, çeşitlendirme düzeyine, araştırma ve geliştirmeye, reklama, devlet satışlarına, tüketici gelirine, işgücü piyasası koşullarına ve endüstrideki faaliyet/yaşam döngüsüne bağlı olacağı varsayılmıştır. Bu hipotezlerden, yöneticilerin fayda-maliyet analizi yoluyla belirleyebilecekleri “ideal” bir kurumsal sosyal sorumluluk düzeyi olduğu ve kurumsal sosyal sorumluluk ile finansal performans arasında nötr bir ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir. Bu görüşe göre; işletmelerden sosyal sorumlu davranmasını talep eden paydaşlar bulunmaktadır. İşletmeler de bu paydaşların talebini yerine getirmek için sosyal sorumluluklara uygun davranış sergilemektedir. İşletme bunu gerçekleştirebilmek için harcamalarını artıracak ve daha fazla maliyete katlanacaktır. Yani işletme sosyal sorumlu davranması sonucu daha fazla gelir elde edebilirken, bunu yerine getirirken de daha fazla maliyete katlanması gerekecektir. Kurumsal sosyal sorumluluk özellikleri sergilemeyen bir işletme ise daha az maliyete katlanırken daha az gelir elde edecektir. Kurumsal sosyal sorumluluk özellikleri, kârı artırmak için kullanılabilecek herhangi bir özellik gibidir. İşletmeler karlarını maksimum yapabilmek için bu özelliklerden herhangi birini seçebilirler. Dolayısıyla kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ile finansal performans arasında genel olarak nötr bir ilişki bulunmaktadır.

Aras vd. (2010) tarafından yapılan çalışmada 31 Aralık 2006 tarihine kadar dört yıl üst üste Borsa İstanbul 100 Endeksi’nde sürekli işlem gören finansal olmayan

hisse senetlerinden oluşan bir örneklem üzerinden finansal performans ve kurumsal sosyal sorumluluk girişimleri ile gecikmeli bir nedensellik ilişkisinin araştırılması amaçlanmıştır. Finansal performans göstergesi olarak öz sermaye karlılığı (ROE – return on equity), aktif karlılığı (ROA – return on asset) ve satışların karlılığı (ROS – return on sales) kullanılmıştır. Kurulan regresyon modellerinden elde edilen sonuçlara göre kurumsal sosyal sorumluluk girişimleri ile firmaların finansal performansı arasında anlamlı bir ilişki olduğuna dair kanıt sunulamamıştır. Bunun aksine kurumsal sosyal sorumluluk ve firma büyüklüğü değişkenleri arasında istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Soana (2011) ise kurumsal sosyal performans ve kurumsal finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla Ethibel tarafından 31.12.2005 tarihinde derecelendirilen 21 uluslararası, AXIA tarafından 31.12.2005 tarihinde derecelendirilen 16 İtalyan ve kurumsal yönetim-finansal/ekonomik performans ilişkisini belirlemek için ise AEI tarafından Nisan 2005 tarihinde derecelendirilen 31 İtalyan bankanın verilerini kullanmıştır. Finansal performans göstergeleri ise 31.12.2005 tarihli verilerden hesaplanan ortalama özkaynak karlılığı, ortalama aktif karlılığı ve maliyet/gelir oranıdır. Doğrusal iki değişkenli korelasyon analizi kullanılarak yürütülen çalışmadan elde edilen bulgular kurumsal sosyal sorumluluk ve kurumsal finansal performans arasında bir ilişki olmadığını göstermiştir.

Barnett ve Salomon (2012) çalışmasında kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ile kurumsal finansal performans arasındaki ilişkinin U şeklinde olduğu hipotezinden yola çıkarak söz konusu ilişkiyi KLD tarafından takip edilen firmalardan oluşan örneklem üzerinde araştırmıştır. 1991-2006 yılları arasında 1.214 firma için Kinder, Lydenberg ve Domini Araştırma ve Analiz (Kinder, Lydenberg, and Domini Research & Analytics – KLD) grubunun derecelendirme verilerini kullanan araştırmacılar, Compustat veri tabanından ise firmalara özgü operasyonel ve performans verilerini temin etmişlerdir. Bağımlı değişken olan finansal performans temsilcisi olarak net kar üzerinden hesaplanan ROA seçilmiştir. Regresyon analizinden elde edilen bulgular araştırma hipotezini destekler niteliktedir. Doğrusal bir model kurarak kurumsal sosyal sorumluluğun finansal performans üzerindeki etkisi

incelendiğinde istatistiksel açıdan anlamlı pozitif bir ilişki olduğu görülmektedir. Ek olarak kuadratik model test edildiğinde ise kurumsal sosyal sorumluluk performansının ilk olarak negatif fakat sonra pozitif bir etkisi olduğu bulunmuştur. Elde edilen söz konusu bulgular yüksek aktif karlılığına sahip olan firmaların ya sosyal sorumluluk performansı yüksek olan firmalar ya da düşük olan firmalar olduğunu göstermektedir. Sosyal sorumluluk performansı açısından ortada kalanlar ise ne sosyal sorumluluk performansının sağlayacağı rekabet avantajını kullanabilmiş ne de yasalar tarafından zorunlu kılınan sorumlu harcamaların maliyet avantajından faydalanabilmişlerdir.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde işlem gören 28 firma üzerinden yaptıkları çalışmada Arsoy vd. (2012), firmaların kurumsal sosyal sorumluluk performansı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Finansal performans ölçmek için ROA, ROS, borçların aktiflere oranı, çalışan sayısı ve toplam özkaynak değişkenleri kullanılmıştır. Sosyal sorumluluk temsilcisi olarak ise sosyal sorumluluk performansını içeren paydaş alt bölümü puanını dikkate almıştır. Ampirik bulgular kurumsal sosyal sorumluluk performansının finansal performans üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu kanıtlar niteliktedir.

Alparslan ve Aygün (2013) tarafından yapılan çalışmada 2009 – 2010 yılları arasında Borsa İstanbul’da sürekli işlem gören 117 firmanın sosyal sorumluluk çalışmaları ile firma değeri arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda firma performans göstergesi olarak muhasebe temelli ROE ve piyasa temelli Tobin’s q göstergeleri kullanılmıştır. Sosyal sorumluluk göstergesi olarak ise firmaların ilgili yıllar arasında yapmış oldukları bağış ve yardımlar dikkate alınmıştır. Elde edilen sonuçlarına göre öz sermaye karlılığı ve sosyal sorumluluk arasında pozitif ancak istatistiksel açıdan anlamlı olmayan bir ilişki tespit edilmiştir. Ancak firma büyüklüğü ile kurumsal sosyal sorumluluk değişkenleri arasında %1 anlamlılık düzeyinde pozitif bir ilişkinin varlığına rastlanılmıştır. Diğer yandan piyasa temelli firma performans göstergesi olan Tobin’s q modeli için gerçekleştirilen analizler neticesinde kurumsal sosyal sorumluluk ve firma performansı arasında pozitif ve istatistiksel açıdan %10 anlamlılık düzeyinde bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Erhemjamts vd. (2013), 1995 ve 2007 yılları arasında 5.235 firma ve 17.516 firma yılı gözlem sayısından oluşan panel veri ile sosyal sorumluluk faaliyetlerinin belirleyicileri ve firmaların yatırım politikalarına, örgüt stratejilerine ve performanslarına olan etkilerini incelemiştir. Kurumsal sosyal sorumluluk temsilcisi olarak KLD'den elde edilen derecelendirme verileri ve Compustat ve Center of Research in Securities Prices (CRSP)'tan elde edilen firma verileri kullanılmıştır. Yatırım politikası için sermaye harcamalarının (CAPEX) toplam varlıklara oranı ve ilgili yılda firma tarafından tamamlanan satın almaların sayısı, örgüt stratejisi için reklam giderleri ve genel yönetim ve satış giderleri, firma performans göstergesi için ise Tobin's q ve ROA kullanılmıştır. Elde edilen bulgular kurumsal sosyal sorumluluğun güçlü yanlarının hem yatırım politikası hem de örgüt stratejisi ile pozitif bir ilişki içinde olduğunu göstermiştir.

Rodgers vd. (2013) çalışmasında 497 gözlemden oluşan veri seti ile 2000 ve 2006 yılları arasında firmaların yenilikçi faaliyetlere olan bağlılığı, sosyal sorumluluk itibarı ve finansal performans ilişkisi üzerine kanıtlar sunmuştur. Finansal performans temsilcileri finansal sağlık (muhasabe tabanlı) ve Tobin's q (piyasa tabanlı) değişkenlerdir. Finansal sağlık, Zmijewski (1984) tarafından önerilen finansal sıkıntı skoru denkleminin -1 katı şeklinde kullanılmıştır. Firmaların paydaş taleplerini karşılamaya yönelik faaliyetleri, kurumsal sosyal sorumluluğunu yerine getirdiğine dair pazar algısı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip ve bu da firmaların finansal sağlığı ve piyasa değeri üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Ayrıca hem sosyal sorumluluk hem de ARGE yatırımları firmaların finansal sağlığını ve piyasa değerini pozitif etkilemektedir. Ek olarak atıl kaynak teorisinin (slack resource theory) test edildiği çalışmada gecikmeli finansal sağlık göstergesinin mevcut sosyal sorumluluk yatırımları üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığını fakat daha fazla gecikme için Tobin's q değerinin mevcut sosyal sorumluluk yatırımları üzerinde anlamlı ve olumlu bir etkiye sahip olduğu belirlenmiştir.

Duque-Grisales ve Aguilera-Caracuel (2021)'in çalışmasında ise Latin Amerika'da 2011 ve 2015 yılları arasında Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika ve Peru'dan 104 çokuluslu şirketin ESG performansları ile finansal performansları

arasındaki ilişki incelenmiştir. Çalışmada ESG puanlarının bir bütün olarak finansal performans üzerindeki etkisini göstermenin yanı sıra üç bileşenin (E, S ve G) bahsedilen ilişkiye nasıl katkıda bulunduğunu coğrafi uluslararası çeşitlendirme ve finansal bolluk düzenleyici etkisi kapsamında analiz edilmektedir. Finansal performans temsilcisi olarak ROA kullanılmıştır. Kontrol değişkenleri olarak firma büyüklüğü ve kaldıraç etkisi ele alınmıştır. Ampirik sonuçlar, ESG puanlarının finansal performans ile negatif ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu ilişkinin olumsuz işareti, en iyi ESG puanlarına sahip firmaların daha az karlı olma eğiliminde olduğunu göstermektedir.

Saygılı vd. (2022) çalışmasında gelişmekte olan bir piyasa olan Türkiye’de işlem gören firmaların ESG uygulamaları ile finansal performansları arasındaki ilişki incelenmiştir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde işlem gören finansal sektör dışında kalan firmalardan 2007-2017 arası dönem için panel veri seti oluşturulan çalışmada finansal performans göstergesi olarak Tobin’s q ve ROA kullanılmıştır. ESG uygulamalarını temsilen ise yirmi ayrı değişken incelenmiştir. Elde edilen ampirik bulgulara göre çevresel açıklamaların finansal performans üzerinde olumsuz bir etkisi bulunurken menfaat sahiplerinin kurum yönetimine katılımının ve pay sahipliğine ilişkin haklar ve yönetim kurulu hükümlerinin finansal performans üzerinde olumlu bir etki yarattığı gözlemlenmiştir. Ayrıca elde edilen sonuçlar diğer alt boyutlar ile kıyaslandığında yönetim ile ilgili açıklamaların kurumsal finansal performans üzerinde daha önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Literatür, aynı zamanda varlık fiyatlama modelleri ve portföy performansı kapsamında firma düzeyinde sosyal sorumlu yatırımlar ve sosyal sorumluluk performansına odaklanmıştır. Firma düzeyindeki sosyal sorumluluk faaliyetlerinin portföy performansı üzerindeki etkisi ve olası sosyal sorumluluk primi ile ilişkili olarak hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştıran ilk çalışmalardan biri olan Alexander ve Buchholz (1978), çalışmasında firmaların sosyal sorumluluk derecesi ile hisse senedi performansı arasındaki ilişkiyi 1971-1974 dönemi için beş yıllık bir periyotta ve 1971-1973 yılları için alt dönemler halinde incelemiştir. Anket verilerinden elde edilen iki ayrı sosyal sorumluluk derecelendirme verileri

kullanılmıştır. Hisse senedi performansını ölçmek için Sharpe (1964) ve Lintner (1965)'in Sermaye Varlıklarını Fiyatlandırma Modeline (SVFM / Capital Asset Pricing Model – CAPM) dayanan ve Jensen (1968) tarafından önerilen riske göre düzeltilmiş hisse senedi performans ölçütü kullanılmıştır. Elde edilen bulgular hisse senedi performansı ve sosyal sorumluluk derecesi arasında anlamlı bir ilişki olmadığını göstermiştir. Ayrıca hisse senedi riski için de söz konusu durum geçerlidir. Yazarlar Fama (1970) tarafından öne sürülen piyasaların etkinliği kavramına atıfta bulunarak piyasalarda var olan herhangi yeni bir bilginin anında hisse senedi fiyatlarına yansıtacağı varsayımıyla sosyal sorumluluk derecesi ve hisse senedi performansı arasında pozitif veya negatif bir ilişkinin bulunmadığını belirtmiştir.

Al-Tuwaijri vd. (2004) tarafından yapılan çalışmada 1994 yılında Çevre Profilleri Dizini'nde (Environmental Profiles Directory) yer alıp S&P500 endeksinde listelenen, minimum düzeyde çevresel zarar sağlamış olmayı temsilen 10.000 \$ gelir başına en az bir pound'luk zehirli atık üreten ve Compustat veri tabanı üzerinden verilerine eksiksiz ulaşılabilen 198 firma ile kesitsel veri seti üzerinden ekonomik performans, çevresel performans ve çevresel açıklamalar arasındaki ilişki incelenmiştir. Çevresel performans göstergesi olarak geri dönüştürülen zehirli atıkların üretilen toplam zehirli atıklara oranı kullanılmıştır. Çevresel açıklamalar için üretilen veya geri dönüştürülen zehirli atık miktarı ve çevre yasası ihlalinin kaynaklanan mali cezalar gibi dört farklı çevresel maruziyet göstergesinden elde edilen bilgiler üzerinden bir puanlama yapılmıştır. Ekonomik performans göstergesi olarak ise sektöre göre düzeltilmiş yıllık getiriler kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar firmaların çevresel performansı ile ekonomik performansı arasında güçlü bir pozitif ilişkiyi ortaya koymuştur. Piyasa tabanlı ekonomik performans göstergesi olarak hisse senedi getirileri kullanıldığı için çevresel performans ve ekonomik performans arasındaki pozitif ilişki aslında yatırımcılar tarafından sosyal sorumlu yatırımlara yönelme sonucu ile desteklenmektedir. Çalışmanın bir diğer bulgusu olarak ise çevresel performans açısından daha başarılı olan firmaların buna göre daha başarısız olan firmalara kıyasla çevre kirliliği ile ilgili daha fazla açıklamada bulundukları tespit edilmiştir.

Van de Velde vd. (2005) çalışmasında Avrupa’da faaliyet gösteren firmaların sosyal sorumluluk derecelendirmelerini yapan Vigeo kuruluşu tarafından hesaplanan puanları kullanarak finansal performans ve sosyal sorumluluk performansı arasındaki ilişkiyi 2000-2003 yılları için incelemiştir. Firmaların sosyal sorumluluk puanlarına göre “en iyi – best”, “iyi – good”, “kötü – bad” ve “en kötü – worst” şeklinde gruptan oluşan değer ağırlıklı portföyler oluşturulmuştur. Portföy performansları Fama – French Üç Faktör (F&F3) Modeli ile ölçülmüştür. Öncelikle portföylerin ortalama getiri ve standart sapmaları hesaplandığında “en iyi – best” şeklinde adlandırılan portföyün en kötü performans sergilediğini görülmüştür. Aynı zamanda “kötü – bad” portföyü en düşük oynaklığa sahip portföy olarak tespit edilmiştir. F&F3 Model sonuçlarına göre ise tüm portföyler için hesaplanan alfa değerleri istatistiksel açıdan anlamlı çıkmasa bile “en iyi” ve “iyi” portföylerinin alfaları pozitif, “kötü” ve “en kötü” portföylerinin alfaları ile negatif katsayılı bulunmuştur. Analiz alt boyutlarla devam etmiş ama yine de anlamlı bir alfa katsayısı elde edilememiştir.

Kempf ve Osthoff (2007), her sektördeki en iyi %10’luk SRI hissesine yatırım yaparak ve en kötü %10’u açığa satarak KLD veri tabanından alınan SRI hisselerinden oluşan bir örneklem temelinde bir ABD portföyü için uzun – kısa stratejisini araştırmıştır. Bu işlem stratejisi 1992-2004 dönemi için S&P 500 ve DS 400’e dahil hisse senetleri için uygulanmıştır. Hisse senetleri çeşitli kriterlere ve tarama politikalarına göre taranmaktadır ve portföy performansı Carhart (1997) modeli kullanılarak ölçülmektedir. Elde edilen bulgulara, söz konusu stratejinin yılda %8,7’ye varan yüksek anormal getirilere yol açtığını göstermektedir. Araştırmacılar, anormal getirilerin, makul işlem maliyetleri hesaba katıldıktan sonra bile önemli olmaya devam ettiğini belirtmektedir.

Scholtens (2008) çalışmasında 1991-2004 yılları arasında 289 ABD firmasından oluşan örnek üzerinden finansal ve sosyal performans arasındaki ilişkiyi gecikmeli OLS (lagged OLS) ve Granger Nedensellik analizi yardımıyla incelemiştir. Sonuçlara göre hem risk hem de getiri açısından finansal performans, sosyal performansın öncülüdür. Yazar tarafından gelecekteki çalışmalar için yapılan önerilerden biri finansal ve sosyal performansı etkilemede kritik bir rol oynayacağı

düşünülen ARGE giderlerinin göz önünde bulundurulmasıdır. Bunun paralelinde Lin vd. (2009) tarafından 2002 ve 2004 yılları arasında Tayvan özelinde yürütülen ve özellikle ARGE harcamalarının yer verildiği çalışmada kısa vadeli finansal performans temsilcisi olarak aktif karlılığı dikkate alınmıştır. Uzun vadeli bir analiz için sosyal sorumluluğa dayalı (CSR and non-CSR) portföyler oluşturulmuş ve Treynor, Sharpe ve Jensen yöntemlerinin de aralarında bulunduğu beş farklı yöntem ile performans analizi yapılmıştır. Analiz sonuçlarına göre kısa vadede ROA ve sosyal sorumluluk yatırımları arasında anlamlı pozitif bir ilişki tespit edilememiştir. Buna karşılık uzun vadede ise firmaların sosyal sorumluluk yatırımlarının artması finansal performanslarında bir artışa sebep olacağı sonucuna ulaşılmıştır. Ek olarak kısa vadede ARGE harcaması yüksek olan firmaların finansal performansının, ARGE harcaması düşük olan firmalardan daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Becchetti ve Ciciretti (2009) çalışmasında kurumsal sosyal sorumluluk performansının hisse senedi değeri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bu amaçla sosyal açıdan sorumlu hisse senetlerinden oluşan bir portföy ile aynı büyüklüğe sahip bir kontrol portföyünü on dört yıl boyunca karşılaştıran araştırmacılar, sosyal sorumluluk göstergesi olarak KLD tarafından geliştirilen Domini Sosyal Endeks 400'ü (Domini Social Index 400 – DSI400) dikkate almıştır. Kontrol portföyü için ise S&P'den alınan aynı sayıda, benzer büyüklük ve sektör özelliklerine sahip firmalar dikkate alınmıştır. Elde edilen bulgular hem hisse senedi bazında hem de portföy bazında sonuçlar sunmaktadır. Hisse senetleri açısından bakıldığında endüstri etkileri kontrol edilmiş olsa bile Domini hisse senetleri şeklinde ele alınan kategorik değişkenin hem koşulsuz varyans hem de hisse senedi getirisinde anlamlı bir etkisi bulunmuştur. Yani sosyal sorumlu hisse senetlerinin kontrol hisse senetlerine kıyasla daha düşük günlük getirilere ve daha düşük koşulsuz varyansa sahip olduğu görülmektedir.

Baird vd. (2012) tarafından yapılan çalışmada hisse senedi performansı ve sosyal sorumluluk faaliyetleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Kurumsal sosyal performans temsilcisi olarak firmaların Domini Social Index 400'e dahil olup olmama durumları kukla değişken olarak dikkate alınmıştır. Elde edilen ampirik bulgulara göre sosyal sorumluluk faaliyetlerinin hisse senedi performansı üzerinde negatif bir etkisi

olduğu tespit edilmiştir. Fakat daha detaylı bir inceleme ile sektörler arası farklılıklar incelendiğinde Petrol, Gaz ve Tüketilebilir Yakıt sektörleri için söz konusu ilişkinin pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı olduğu gözlemlenmiştir.

Orlitzky (2013) çalışmasında, kurumsal sosyal sorumlulukla ilgili firma sinyallerin, iki temel nedenden dolayı hisse senedi piyasaları üzerinde zararlı bir etkiye sahip olabileceğini savunmuştur. Bu nedenlerden birincisi, kurumsal sosyal sorumluluğun, şirketlerin ekonomik temelleriyle sistematik olarak ilişkili olmamasıdır. İkincisi ise fırsatçı yöneticilerin, firmalarının kurumsal sosyal sorumluluğu hakkında piyasa katılımcılarına sağlanan bilgileri çarpıtmaya meyilli olmasıdır. Her iki neden de tek başına piyasa katılımcılarının kurumsal sosyal sorumluluk hakkındaki bilgileri doğru bir şekilde yorumlamasını zorlaştırmaktadır. Bu durum finansal piyasalardaki daha fazla gürültü ticaretine sebep olmaktadır, bu da (tüm halka açık firmalar arasında) aşırı piyasa oynaklığına ve belirli bir sosyal-kurumsal süreç ve yapılar bağlamında, sosyal sorumlu olarak algılanan firmaların aşırı piyasa değerlemelerine yol açmaktadır.

Von Arx ve Ziegler (2014) tarafından yapılan çalışmada ABD ve Avrupa Bölgesinde faaliyet gösteren sırasıyla 173 ve 268 firmanın 2003-2006 dönemi arası aylık hisse senedi getirileri ile çevresel ve sosyal sorumluluk düzeyleri arasındaki ilişki incelenmiştir. Sosyal sorumluluk temsilcisi olarak Basel'deki İsviçre Bankası olan Sarasin & Cie tarafından yapılan derecelendirmelerin kullanıldığı çalışmada amaca yönelik kurulan modeller CAPM, F&F3 ve Carhart 4 Faktör Modeline dayanmaktadır. Elde edilen bulgular hem ABD için hem de Avrupa Bölgesi için sosyal sorumluluk ile finansal performans arasındaki anlamlı bir ilişki olduğunu kanıtlar niteliktedir. İki bölge için de pozitif olan bu etkinin ABD için daha güçlü ve doğrusal olmadığı bulunmuştur. Buradan anlaşılabacağı üzere sosyal sorumlu hisseler için satın al – tut stratejisi uygulandığında ABD Borsası yatırımcıları buna karşılık ödüllendirmektedir.

Kim vd. (2014) çalışmasında kurumsal sosyal sorumluluğun hisse senedi fiyatı çökme riskini azaltıp azaltmadığını test etmek amacıyla Morgan Stanley Capital International (MSCI) ESG veri tabanından elde edilen sosyal sorumluluk verileri ile

1995-2009 dönemi arası ABD firmalarının haftalık hisse senedi getirilerini dikkate almıştır. Firmaya özgü hisse senedi çökme riski, haftalık getirilerin negatif çarpıklığı ve negatif ve pozitif hisse senedi getirilerinin asimetrik oynaklığı ile ölçülmüştür. Araçsal değişkenler yaklaşımı ve dinamik GMM (Generalized Method of Moments) kullanan araştırmacılar tarafından elde edilen bulgulara göre firmaların sosyal sorumluluk performansı ile bir yıl sonraki hisse senedi fiyatı düşüş riski arasında önemli ölçüde negatif bir bulunmaktadır. Diğer bir deyişle sosyal sorumluluk sahibi firmalar gelecekte daha düşük hisse senedi fiyatı çökme riski ile karşılaşmaktadırlar.

Becchetti vd. (2015)'ın çalışmasında ise kendine özgü oynaklığın, düşük hisse senedi getirileri ile ilişkilendirilen firmaya özel bilgilerin bir ölçüsü olduğu belirtilmiştir. Kendine özgü oynaklık ve kurumsal sosyal sorumluluk arasındaki ilişkinin incelendiği bu çalışmadan elde edilen sonuçlar, kendine özgü oynaklığın kurumsal sosyal sorumluluk ile pozitif ve kurumsal sosyal sorumluluğa özgü (paydaş) risk faktörü ile negatif korelasyona sahip olduğunu göstermiştir. Bulgular, kurumsal sosyal sorumluluğun paydaş refahını azaltarak üretken şoklara yanıt verme esnekliğini azalttığını ve böylece kazançları daha az öngörülebilir hale getirdiğini göstermiştir.

Halbritter ve Dorfleitner (2015), ASSET4, KLD ve Bloomberg veri tabanlarından alınan ESG verilerine dayalı %20'lik en iyi (en kötü) portföy oluşturmuştur ve yüksek – düşük (uzun – kısa) stratejisini araştırmıştır. Kullanılan örneklem, 1991'den 2012'ye kadar ABD pazarı için ESG verilerini içermektedir. Ekonometrik çerçeve, Carhart (1997) 4 Faktörlü modeli ve kesitsel Fama ve MacBeth (1973) regresyonlarını kullanarak bir ESG portföy yaklaşımı uygulamaktadır. Elde edilen bulgular ESG portföylerinin yüksek ve düşük ESG derecelendirmelerine sahip şirketler arasında önemli bir getiri farkı belirtmediği yönündedir. Fama ve MacBeth (1973) regresyonları birkaç ESG değişkeninin önemli bir etkisini ortaya koysa da yatırımcılar bu ilişkiden neredeyse hiç yararlanamamaktadır. Etkinin büyüklüğü ve yönü, derecelendirme sağlayıcısına, şirket örneğine ve belirli alt döneme büyük ölçüde bağlıdır. Sonuçlar, yatırımcıların ESG açısından yüksek ve düşük notlu şirketlerden oluşan farklı portföylerde işlem yaparak artık anormal getiri beklememeleri gerektiğini göstermektedir.

Lins vd. (2017), 2008-2009 finansal kriz döneminde, kurumsal sosyal sorumluluk yoğunluğu ile ölçtükleri yüksek sosyal sermayeye sahip firmaların, düşük sosyal sermayeye sahip firmalardan yüzde dört ile yedi puan daha yüksek hisse senedi getirilerine sahip olduğunu kanıtlamışlardır. Halka açık 3.000 büyük ABD şirketinin çevresel, sosyal ve yönetim derecelendirmelerini kullandıkları çalışmada ayrıca, yüksek sosyal sorumluluğa sahip firmaların düşük sosyal sorumluluğa sahip firmalara kıyasla daha yüksek kârlılık, büyüme ve çalışan başına satış elde ettiğini ve bunun yanı sıra daha fazla borç alma kabiliyetine sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Temiz ve Acar (2018) tarafından yapılan çalışmada firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne girmelerine yönelik duyurularına karşı hisse senedi piyasasının verdiği tepkinin ölçülmesi amaçlanmış ve bu amaç doğrultusunda Olay Çalışması Metodolojisi kullanılmıştır. Örneklem 2014-2017 yılları arasında endekse dahil olan 44 firmadan oluşmaktadır. Bulgulara göre olay gününde hisse senetleri için negatif artık getiriler gerçekleşirken olaydan sonraki üç gün içinde yalnızca bir gün pozitif artık getiri meydana gelmiştir. Sürdürülebilirlik Endeksine dahil olma duyurusunun kümülatif artık getiriler üzerindeki etkisi incelendiğinde ise negatif artık getiriler gözlemlenmiştir.

Zehir ve Aybars (2020) tarafından yapılan çalışmada Avrupa Bölgesi ve Türkiye'de faaliyet gösteren ve ESG skoruna sahip olan firmalardan oluşan eşit ağırlıklı portföylerin performansı incelenmiştir. 2004 ve 2018 döneminin incelendiği çalışmada aynı zamanda ESG alt skorları da araştırılmıştır. Performans ölçüm kriterleri olarak CAPM ve F&F3 Modeli kullanan araştırmacıların elde ettikleri bulgular, genel anlamda sosyal sorumlu yatırımlar ile portföy performansı arasında bir ilişki olmadığını ortaya koymuştur.

Broadstock vd. (2021) çalışmasında Çin'in CSI300 endeksinde işlem gören hisse senedi getirileri üzerinde Covid-19 pandemi krizi döneminde ESG etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. Bu amaç doğrultusunda ilk olarak, (i) Covid-19 öncesi ve sonrası yüksek ESG ve düşük ESG puanına sahip CSI300 hisse senetleri için işlem değeri ve hacimlerindeki farklılıkları karakterize ederek ve (ii) 2015-2020 yıllarını

kapsayan endüstriden bağımsız yatırım portföyleri geliştirerek ESG yatırım stratejilerinin önemliliği araştırılmıştır. İkinci olarak, olay çalışması metodolojisi kullanılarak, ESG faktörlerinin Covid-19 pandemisi sırasında ne şekilde fiyatlandırıldığını incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar göre ESG performansının Covid-19 krizi sırasında CSI300 hisse senetlerinin kısa vadeli kümülatif getirileriyle olumlu bir şekilde ilişkili olduğu tespit edilmiştir.

Tsai ve Wu (2022), 1991-2012 dönemi arası ABD firmaları için MSCI ESG verilerinden yararlanarak firmaların kurumsal sosyal sorumluluk yoğunluğuna göre %20 alt ve üst sınırdaki yer alan hisse senetlerinden oluşturulan eşit ağırlıklı portföyler aracılığıyla sosyal sorumluluk ve hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Yönetişim boyutunun sosyal sorumluluk kavramı içine dahil edilmediği bu çalışmada ayrıca finansal krize denk gelen dönem ile denk gelmeyen dönemler de ayrıca dikkate alınmıştır. Carhart 4 Faktörlü Model tahmin edilerek portföy performansları incelendiğinde genel sosyal sorumluluk performansı yoğun olan firmalardan oluşan portföyün riske göre düzeltilmiş getirisi sıfırdan farklı ve anlamlı bulunmuştur. Ancak bu bulgu sosyal sorumluluğun alt boyutları ayrı ayrı incelendiğinde farklılık göstermiştir. Ayrıca bu ilişki finansal kriz dönemi şeklinde temsil edilen farklı piyasa koşullarında da farklılık göstermektedir. Ek olarak sağlamlık testi için finansal performans göstergesi olarak Tobin's q oranını kullanan araştırmacılar uyguladıkları regresyon analizinde firmaların sosyal sorumluluklarını temsil etmek üzere modele yüksek sorumluluğa sahip olan portföyde yer alan hisseler için 1 ve diğerleri için 0 şeklinde bir kukla değişken eklemişlerdir. Buradan da elde edilen bulgular genel sosyal sorumluluk performansı ile firmaların hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki olduğu yönündedir.

Feng vd. (2022) tarafından yapılan çalışmada 2011-2020 dönemi için 684 Çinli firmayı kapsayan bir örneklem oluşturulmuştur. Bulgular, kısa vadede ESG performansı arttıkça hisse senedi getirilerinde de artış olacağı göstermektedir.

Akyıldırım vd. (2022) tarafından yapılan çalışmada Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren firmaların RepRisk veri tabanından elde edilen ESG haberlerine verdiği

tepkiler olay çalışması yöntemiyle incelenmiştir. Haber günü için olumsuz ESG haberlerinin yalnızca %10'luk bir düzeyinin negatif anormal getirilere neden olduğu gözlemlenmiştir. Diğer yandan, pozitif anormal getirilerin ise olumlu ESG haberlerinden daha çok firmanın gelecekteki performansına yönelik beklentilerden kaynaklandığı görülmüştür. Bunun bir sebebi olarak yazarlar, sürdürülebilirlik ve ESG konularının Türkiye'de gelişmiş ülkelere kıyasla nispeten yeni olmasından kaynaklandığı görüşündedir.

Ciciretti vd. (2023), Refinitiv ve VIGEO-EIRIS veri tabanından alınan ESG puanlarına dayalı SRI portföylerinin performansını ve alfa değerini, bunları uzun-kısa stratejisiyle en iyi %10 ve en kötü %10 olarak ayırarak incelemiştir. Bulgular yüksek ESG puanlarına sahip firmalar daha düşük beklenen getiriler sergilediğini, ESG betalarından ziyade ESG özelliklerinin esas olarak ESG primini yönlendirdiğini ve ESG özelliklerinin beklenen getirilerdeki daha büyük miktardaki değişimi açıkladığını göstermektedir. Araştırmacılar ayrıca daha düşük beklenen getirilerden önce gelen daha yüksek gerçekleşen getirilerin tahmini primi etkilediğini tespit etmiştir.

Buraya kadar elde edilen bulgular genel anlamda sosyal sorumluluk performansının firma karlılığı ve diğer faaliyet oranları arasındaki ilişkide nispeten olumlu bir sonuç vermekte ve varlık fiyatlama literatürü açısından ise hisse senedi getirileri ise sosyal sorumlu yatırımlar arasında çoğunlukla negatif bir etkileşim olduğu belirtilmekte ve bir ESG primi olduğu tespit edilmiş olsa bile hala karışık bulgular bulunmaktadır. Literatür incelemesinin bu aşamasında söz konusu karışık bulguların yatırımcı duyarlılığı ve ulusal kültür faktörleri ile açıklanabilmesine ilişkin araştırma yapılmıştır.

Örneğin Ho vd. (2012), ulusal kültürün ve coğrafi ortamın firmaların sosyal performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Ampirik testler, Kuzey Amerika, Avrupa ve Asya Pasifik bölgelerinde 49 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeden 3.680 firmanın küresel bir kurumsal sosyal performans veri tabanına dayanmaktadır. Ulusal kültürel değerlerin ölçüsü olarak Hofstede'in kültürel boyutları kullanılmıştır. Bulgular, daha yüksek sosyal performansın, yüksek güç mesafesi, daha kolektivist, daha maskülen ve

daha fazla belirsizlikten kaçınma ile karakterize edilen kültürlerle önemli ölçüde ilişkili olduğunu göstermiştir. Araştırmacılar ayrıca kurumsal sosyal performans farklılıklarının coğrafi bölge ve ekonomik kalkınma düzeyi ile bağlantılı olduğunu öne sürmüştür.

Thanetsunthorn (2015) tarafından yapılan çalışmanın sonuçlarına göre çalışan, toplum ve çevre yönleriyle ilgili sosyal konulara daha az ilgi gösterilmesi, yüksek güç mesafesi endeksi, bireysellik ve maskülenlik ile karakterize edilen ulusal kültürle önemli ölçüde ilişkilidir. Buna karşılık, yüksek belirsizlikten kaçınma kültürü olarak kabul edilen ülkelerde sosyal sorumluluk sahibi firmalar, toplum ve çevre üzerinde yüksek performans sergileme eğilimindedir. Ayrıca her bir boyutta (çalışan, topluluk ve çevre) sosyal sorumluluk performansındaki farklılıkların coğrafi bölgeyle bağlantılı olduğu görülmüştür. Avrupa'daki firmaların genel olarak tüm boyutlarda Doğu Asya'daki firmalardan çok daha iyi performans gösterdiği kanıtlanmıştır.

Cheong vd. (2017) tarafından yapılan çalışmada 2007 ve 2014 arası 8 yıllık dönem için 45 ülkeden 3300 firmanın kurumsal sosyal sorumluluk verileri ile piyasa ve firma düzeyinde yatırımcı duyarlılığı arasındaki ilişki incelenmiştir. Kurumsal sosyal sorumluluk temsilcisi RobecoSAM (Sustainability Asset Management) tarafından derlenen derecelendirme verileridir. Çevresel, ekonomik ve sosyal alt derecelendirme verileri de inceleme kapsamına dahil edilmiştir. Piyasa duyarlılığı için Baker, Wurgler ve Yuan (2012) tarafından önerilen prosedür izlenerek ülkeler için duyarlılık endeksleri oluşturulmuştur. Firmaya özgü yatırımcı duyarlılığı ise firmaların 5 günlük çeyreklik öncesi kazanç duyurularının üçlü üstel hareketli ortalaması şeklinde hesaplanmıştır. Bulgular firmaların sosyal sorumluluk faaliyetlerinin piyasa duyarlılığı ve firma düzeyinde yatırımcı duyarlılığı tarafından yönlendirildiğini göstermiştir. Daha açık bir şekilde bir önceki yıldaki olumsuz piyasa ve yatırımcı duyarlılığının, firmaları bir sonraki yıl kurumsal sosyal sorumluluk performanslarını iyileştirmeye motive ettiğini göstermiştir.

Gallén ve Peraita (2018) tarafından yapılan çalışmada Hofstede, Hofstede, & Minkov (2010) tarafından geliştirilen altı ulusal kültür faktörünün ülke düzeyinde

kurumsal sosyal sorumluluk uygulamaları üzerindeki etkisinin incelenmesi amaçlanmıştır. 2007 ve 2012 dönemi için 44 ülkeden 9.869 GRI raporunun dikkate alındığı çalışmada dengeli bir panel veri seti ile uygun genelleştirilmiş en küçük kareler (FGLS- feasible generalized least squares) ve panel-corrected SEs (PCSE) metodu kullanılmıştır. Ayrıca örneklem ülkelerin kişi başı GSYİH oranlarına göre yüksek, orta ve düşük olmak üzere üç ayrı kategoride de incelenmiştir. Elde edilen bulgular, ülkelerin farklı GSYİH oranları dikkate alındığında ülkelerin kültürel faktörlerinin sosyal sorumluluk uygulamaları üzerinde etkili olduğunu göstermiştir. Tüm ülkeler için ve ayrı ayrı alt gruplandırmalar için bir ülkedeki güç mesafesinin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerini olumsuz etkilediği tespit edilmiştir. Orta ve yüksek GSYİH ülkelerinde bireysellik, sosyal sorumluluk açıklamaları üzerinde negatif bir etkiye sahiptir. Tüm örneklem için ve yüksek ve orta GSYİH oranına sahip ülke grupları için bir ülkedeki maskülenliğin kurumsal sosyal sorumluluk açıklarını olumsuz etkilediği görülmektedir. Yüksek ve düşük GSYİH ülke gruplarında, bir ülkedeki belirsizlikten kaçınma düzeyinin sosyal sorumluluk açıklamaları üzerinde pozitif bir etki yarattığı görülmektedir. Uzun vadeli oryantasyon eğiliminin yalnızca tüm örneklemin bir arada incelendiği modelde sosyal sorumluluk açıklamaları üzerinde etkisinin pozitif olduğu görülmüştür. Orta GSYİH ülke grubu için bu etki negatiftir. Son olarak tüm ülke örneklemini ve yüksek GSYİH ülke grubunda tespit edilen serbestlik temsilcisi ve kurumsal sosyal sorumluluk uygulamaları arasında pozitif ilişkinin, orta GSYİH ülke grubunda negatif olduğu görülmüştür.

Keleş ve Çetin (2018) çalışmasında 994 ABD firmalarının ESG verilerini kullanarak 2002 ve 2014 yılları arasında hisse senedi getirilerini yatırımcı duyarlılığı kapsamında incelenmiştir. Yönetişim alt boyutu, kurumsal sosyal sorumluluk tanımına girmediği gerekçesiyle modele dahil edilmemiştir. Çevresel ve sosyal performanslarına göre firmalardan oluşan yüksek, orta ve düşük sosyal sorumluluk yoğunluğuna sahip portföyler oluşturulmuştur. Yüksek ve düşük sorumluluk portföylerinin getirileri arasındaki fark CSR primi olarak adlandırılmıştır. Yatırımcı duyarlılığı olarak doğrudan duyarlılık temsilcilerinden tüketici duyarlılık endeksi ve tüketici güven endeksi, dolaylı duyarlılık endeksi olarak ise Baker ve Wurgler tarafından geliştirilen yatırımcı duyarlılık endeksi kullanılmıştır. Oluşturulan

portföylerin anormal getirilerini hesaplamak için Carhart 4 Faktörlü Model kullanılmış ve faktör verileri Kenneth French Veri Kütüphanesi'nden elde edilmiştir. Bulgulara göre çevresel sorumluluk performansına dayalı CSR primi için doğrudan ve dolaylı yatırımcı duyarlılığı ile sonraki dönem getiriler arasında negatif bir ilişki tespit edilmiştir. Yüksek çevresel sorumluluğa sahip firmaların getirileri yüksek sosyal sorumluluğa sahip firmaların getirilerine göre önceki dönem yatırımcı duyarlılığından daha fazla etkilenmektedir.

Azevedo vd. (2021) kurumsal sosyal sorumluluk ve kurumsal finansal performans ilişkisi üzerine önceki literatürde elde edilen karışık sonuçlara ışık tutmak amacıyla, yüksek kurumsal sosyal sorumluluk/kurumsal çevresel sorumluluk yoğunluğuna sahip firmalarla düşük yoğunluğa sahip firmalardan oluşturulan portföylerin getiri farkını ifade eden sürdürülebilirlik priminin zamana göre değiştiği ve yatırımcı duyarlılığı ile ilişkili olduğu argümanını incelemiştir. Yüksek yoğunluklu sosyal sorumluluk (çevresel sorumluluk) firmalarının, düşük yatırımcı duyarlılığı dönemlerini takiben yüksek duyarlılık dönemlerine kıyasla 0,70 (0,88) daha yüksek aylık artırıya sahip olduğu tespit edilmiştir. Standart fiyatlandırma faktörlerinin, sürdürülebilirlik primi üzerindeki yatırımcı duyarlılığının neden olduğu anormal getirileri tam olarak açıklayamadığı göz önüne alındığında, çevresel ve sosyal değişkenlere göre sıralanan portföylerin ikinci ana bileşeni olarak tahmin edilen ve bu yanlış fiyatlandırmayı düzelteren bir sürdürülebilirlik fiyatlandırma faktörü önerilmiştir.

Wang vd. (2021), farklı ulusal kültürel özelliklere sahip ülkelerde işlem gören hisse senetlerinin yatırımcı duyarlılığından farklı seviyelerde etkileneceğine ilişkin kanıtlar sunmaktadır. Bireysel borsa piyasaları duyarlılık – getiri ilişkisinde heterojenlik ortaya koymaktadır. Bu heterojenlik, bireysel yatırımcı piyasa katılımının derecesinden farklı derecelerde etkilenen kültür ve kurumlardaki çapraz piyasa farklılıkları, zeka ve eğitim ile açıklanabilir. Bireyselleşmenin yüksek olduğu ülkelerde, belirsizlikten kaçınma endeksinin yüksek olduğu ülkelerde ve düşük uzun vadeli yönelime sahip ülkelerde yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi daha güçlü olmaktadır.

Vuong (2022) çalışmasında kurumsal sosyal sorumluluk, yatırımcı duyarlılığı ve finansal performans arasındaki ilişkiyi finansal olmayan, ESG ve muhasebe verilerine ulaşılabilen 367 Japon firması üzerinden araştırmaktadır. 2005 ve 2019 dönemini inceleyen araştırmacı, finansal performans göstergesi olarak muhasebe tabanlı performans göstergesi olan ROA ve piyasa tabanlı performans göstergesi olan Tobin's q oranını kullanmıştır. Yatırımcı duyarlılığı için hem firma düzeyinde yatırımcı duyarlılığı hem de piyasa düzeyinde yatırımcı duyarlılığı dikkate alınmıştır. Firma düzeyinde duyarlılık, şirketlerin önceki altı aylık kümülatif hisse senedi getirileridir. Piyasa duyarlılık oranı ise Tüketici Güven Endeksi (Consumer Confidence Index – CCI), Volatilite Endeksi (Volatility Index – VIX) ve ilerleme/düşüş oranı (ADR- advance/decline ratio) unsurlarından oluşan bir endekstir. ESG verileri, Thomson Reuters veri tabanından elde edilmiştir. Pooled OLS (POLS), sabit etkiler (fixed effect – FE) ve tesadüfi etkiler (random effect – RE) tahmincileri uygulanmıştır. İlk bulgular yatırımcı duyarlılığının finansal performans üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir. Piyasa duyarlılığı firma değerini olumlu yönde etkilerken faaliyet performansını olumsuz yönde etkilemektedir. Sonraki bulgular ise ESG performansının firma değeri üzerinde pozitif fakat faaliyet performansı üzerinde negatif bir etki yarattığını göstermiştir. Son olarak ise ESG ve finansal performans ilişkisinin özellikle piyasaya özgü yatırımcı duyarlılığı tarafından yönlendirildiğine dair kanıtlar sunulmuştur. Piyasa duyarlılığının ESG-FP ilişkisi üzerinde olumsuz bir düzenleyici etkisi bulunmaktadır. Bununla birlikte, firmaya özgü duyarlılığın ılımlılaştırıcı etkisinin zayıf ve önemsiz olduğu tespit edilmiştir.

Shin vd. (2023), farklı ulusal kültürel özelliklerin ESG ve finansal performans ilişkisi üzerindeki rolünü incelemektedir. 48 farklı ülkeden 4.978 firmanın 17 yıllık ESG performans verilerinin kullanıldığı bu çalışmada, ESG'ye katılmanın finansal getirisinin ülkelerin kültürel yönlerine bağlı olarak değiştiğine, çünkü paydaşların bir firmanın ESG performansına ilişkin değerlendirmelerinin ve takdirlerinin ülkeler arasında farklılık gösterdiğine ilişkin kanıtlar yer almaktadır. Özellikle çok uluslu şirketlere ülkeler genelinde heterojen paydaş taleplerini yönetirken önemli çıkarımlar sağlayan çalışmanın bulguları, daha iyi ESG performansı gösteren firmaların yüksek bireysellik veya maskülenliğe sahip bir ülkede ödüllendirildiğini göstermektedir.

Bunun aksine, yüksek güç mesafesi veya belirsizlikten kaçınma kültürüne sahip bir ülkede, firmaların ESG çabalarının finansal performansla ilişkilendirilme olasılığı daha düşüktür.

Yukarıda özetlenen literatür doğrultusunda bu tez çalışmasının temel hareket noktası, sosyal sorumluluk ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin portföy performansı ve yatay – kesit getiriler şeklinde incelenmesi, var olan karışık bulgulara ise yatırımcı duyarlılığı ve ulusal kültür faktörleri ile katkı sağlanmasıdır. Bu bağlamda çalışmanın temel amacı, teorik motivasyonu ve araştırma hipotezleri bir sonraki bölümde detaylıca ele alınmıştır.

4.2. ÇALIŞMANIN AMACI VE HİPOTEZLER

Kurumsal sosyal sorumluluk ve bu kapsamda ESG yatırımlarının önemi son yirmi yılda çarpıcı biçimde artış göstermiştir. Bununla birlikte şirketler, yatırım kararlarında finansal kararların yanı sıra finansal olmayan kararları da dikkate almaya başlamışlardır. Artan ilgiye paralel olarak sürdürülebilirliğe yönelik firma düzeyinde gerçekleştirilen faaliyetlerin firmanın finansal ve faaliyet performansı, hisse senedi getirileri ve sosyal sorumlu yatırımlar açısından portföy performansı konularında araştırmacılara ve yatırımcılara daha belirgin bulgular ve sonuçlar sağlanması gereken yeni araştırma soruları geliştirmeye olanak tanımıştır. Bu tez çalışmasının odaklandığı araştırma sorusu şöyledir:

Araştırma Sorusu: Ulusal kültürel özellikler ve yatırımcı duyarlılığı yatırımcıların ESG tercihlerini nasıl yönlendiriyor?

Önceki çalışmaların çoğu geleneksel teorilere dayanmakla birlikte sosyal sorumluluğun muhasebe tabanlı finansal performans ve faaliyet performansı üzerinde genellikle olumlu veya nötr bir etki yaratırken, hisse senedi getirileri veya riskin ele alınması açısından çoğunlukla negatif bir prim ortaya koyulduğu tespit edilmiştir. Yakın bir zamanda Cicciretti vd. (2023) tarafından yürütülen çalışmada, ESG

faaliyetleri açısından uzun – kısa portföy stratejisinin yatırımcılar için uygulanabilir bir yöntem olduğu belirlenmiştir. Yazarlar, portföy düzeyinde elde ettikleri bulgular ile daha yüksek ESG skoruna sahip firmaların daha düşük getiriler sağladığını ortaya koymaktadır. Daha da ileri giderek ESG skorlarının yatay kesit hisse senedi aşırı getirilerini açıklamada daha yüksek güce sahip olduğunu belirtmişlerdir. Söz konusu bulgular birbiriyle tutarlı olacak şekilde, ESG'nin risk azaltma özelliğini de vurgulamaktadır. Buradan hareketle bu tez çalışmasının ilk aşaması olan global bir örneklem için ESG priminin varlığını kanıtlamak üzere geliştirilen ilk hipotez aşağıda verilmiştir:

Hipotez 1. Firmaların sosyal sorumluluk/ESG faaliyetleri hisse senedi getirileri üzerinde negatif bir etkiye sahiptir (ESG faaliyetlerinin riski azaltması üzerine negatif olması beklenmektedir). Bu ilişki hissedar gözüyle incelenerek yüksek ve düşük ESG skoruna sahip portföylerin artık ve anormal getirileri arasındaki farkın negatif ve anlamlı olması beklenmektedir.

Hipotez 1'in test edilmesinin ardından literatürle bağlantılı olacak şekilde ve bir önceki bulgularımızı desteklemek amaçlı ikinci hipotezimiz firmaların ESG çabalarının risk azaltma özelliğini kanıtlamak ve yatırımcı duyarlılığı etkisinin alt yapısını oluşturmak amacıyla kurulmuştur.

Hipotez 2. Firmaların sosyal sorumluluk/ESG faaliyetleri değerlemeyi kolaylaştırmakta ve arbitrajın maliyetli/riskli halini azaltmaktadır.

Hipotez 2a. Firmaların ESG puanları ile brüt karlılık arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Hipotez 2b. Firmaların ESG puanları ile kendine özgü oynaklık arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Geleneksel teoriler, rasyonel yatırımcıların finansal piyasalara hakim olduğunu ve irrasyonel yatırımcıların etkilerini ortadan kaldırarak fiyatların temel seviyelerine

dönmesini sağladığını varsaymaktadır (Keleş ve Çetin, 2018). Bununla birlikte, davranış bilim adamlarına göre ise arbitraj, riskli ve maliyetli olduğu için sınırlıdır (Shleifer ve Vishny, 1997) ve yatırımcılar duyarlılıktan etkilenmektedir (De Long vd., 1990). Bu nedenle, irrasyonel gürültü tacirleri fiyatların temel değerlerinden sapmasına neden olmaktadır. Bu temelde, yatırımcı duyarlılığı Baker ve Wurgler (2007) tarafından “eldeki gerçeklerle doğrulanmayan gelecekteki nakit akışları ve yatırım riskleri hakkındaki inanç” olarak tanımlanmaktadır. Benzer şekilde Shefrin (2008) yatırımcı duyarlılığını “yatırımcıların toplu hatalarının menkul kıymet fiyatlarında kendini göstermesi” olarak tanımlamıştır.

Duygu ve inançların yatırım kararları üzerindeki etkisi birçok bilim insanının ilgisini çekmiş ve bu nedenle hisse senedi getirilerini tahmin etmek için çeşitli duyarlılık modelleri geliştirilmeye çalışılmıştır. Brown ve Cliff (2005), hisse senedi fiyatları temel değerlerin üstüne (altında) çıkarsa, ortalamaya dönüş özelliği nedeniyle gelecekteki hisse senedi getirilerinin düşük (yüksek) olacağını ve yatırımcı duyarlılığı ile gelecekteki hisse senedi getirileri arasında negatif bir ilişki olduğunu öne sürmektedir. Dolayısıyla duyarlılık çalışmalarının genel anlamda en önemli bulgularından biri, yüksek duyarlılık dönemlerini takiben hisse senedi getirilerinin daha düşük olmasıdır. Duyarlılığın bu olumsuz etkisi, özellikle değerlemesi ve arbitrajı zor olan şirketler için ortaya çıkmaktadır (Baker ve Wurgler, 2006; Lemmon ve Portniaguina, 2006). Duyarlılık yüksek olduğunda, küçük, genç, oldukça değişken, karsız, temettü ödemeyen, aşırı büyüme ve sorunlu hisse senetlerinin gelecek dönem getirileri düşmektedir (Baker ve Wurgler, 2006).

Giderek daha önemli olmasına rağmen, yatırımcı duyarlılığını dikkate alan az sayıda kurumsal sosyal sorumluluk çalışması bulunmaktadır. Orlitzky (2013) makalesinde kurumsal sosyal sorumluluğun iki nedenden dolayı finansal piyasalar üzerinde etkisi olduğunu tartışmaktadır. İlk olarak, çeşitli tanımlarının olması ve finansal piyasalar üzerindeki belirsiz etkisi nedeniyle, kurumsal sosyal sorumluluğun firmanın ekonomik temelleri üzerindeki sistematik etkisini yakalamak kolay değildir. Diğer bir neden ise, yöneticiler ve diğer paydaşlar arasında kurumsal sosyal sorumluluk algısı hakkında bilgi asimetrisi olmasıdır. Her iki nedenle de kurumsal

sosyal sorumluluğu değerlendirmenin zorluğu piyasalarda gürültüye neden olmaktadır. Finansal piyasalarda gürültü ticaretinin daha fazla olması da aşırı piyasa oynaklığına yol açmaktadır.

Diğer yandan firma düzeyinde sosyal sorumluluk faaliyetleri yatırımcılar açısından belirsizliği azaltmaya yönelik katkı sağlayan ve hisse senetlerinin kendine özgü oynaklığını azaltan faaliyetlerdir. Bu sebeple özellikle düşük yatırımcı duyarlılığı dönemlerinde yatırımcıların daha az riskli varlıklara yönelmesi ve bu varlıkların fiyatlarında ani artışa sebep olarak ilgili hisse senetlerinde negatif getiriler sağlanması beklenmektedir. Buradan hareketle ikinci hipotezimiz aşağıdaki gibidir:

Hipotez 3. Yatırımcı duyarlılığının yüksek (düşük) olduğu dönemlerde, daha yoğun CSR/KSS’ye/daha yüksek ESG puanlarına sahip firmalar daha yüksek (daha düşük) getiriler sağlamaktadır (yatırımcı duyarlılığının moderatör etkisi).

Kültür, ortak alanda yaşıyan bireyler tarafından paylaşılan tüm değerleri ve davranışları kapsayan bir olgudur. Ayrıca kültürel değişkenler, bir ülkenin yasal sisteminin ve diğer kurumsal düzenlemelerinin temelini oluşturmaktadır. Stulz ve Williamson’a (2003) göre kültür, finans ile ilgili kararları en az üç açıdan etkilemektedir. Birincisi, bir ülkede hakim olan değerler o ülkenin kültürüne bağlı olmaktadır. Örneğin, faiz almak bir dinde günah olabilirken başka bir dinde günah olmayabilir. İkincisi, kültür kurumları etkilemektedir. Örneğin, hukuk sistemi kültürel değerlerden etkilenmektedir. Üçüncüsü, kültür, bir ekonomideki kaynakların nasıl tahsis edildiğini etkilemektedir. Kiliselere veya silahlara harcamayı teşvik eden dinler, kaynakları üretime yapılan yatırımlardan uzaklaştırmaktadır (Stulz ve Williamson, 2003). Buna paralel olarak Gallén ve Peraita (2018) tarafından yapılan çalışmanın sonuçlarına göre, kültürel boyutlar ile kurumsal sosyal sorumluluk açıklamaları arasındaki ilişkinin ülkeler arasında homojen olmadığı ortaya koyulmuştur.

Liu (2019), ulusal kültürün uluslararası hisse senedi piyasalarının oynaklık seviyelerini açıklamada sezgisel modeller ürettiğini ortaya koymuştur. Yani, belirli bir hisse senedi piyasasındaki oynaklık seviyeleri, bir toplumun hiyerarşisinin yapısına ve

risk tutumuna bağılı olarak değışmektedir. Bu nedenle, piyasa oynaklığı seviyeleri ile ilgili uluslararası finansal çalışmalarda ulusal kültür etkilerinin dikkate alınması önerilmektedir. Ayrıca Wang, W., Su, C., ve Duxbury, D. (2021), farklı kültürel özelliklere sahip toplumlarda yatırımcı duyarlılığının farklı düzeylerde hisse senedi getirilerini etkilediğı görüşünden hareketle, duyarlılığın ESG – hisse senedi getirileri ilişkisinde heterojen etkilere sahip olabileceğı varsayılmaktadır. Buradan hareketle dördüncü hipotezimiz aşağıdaki verilmiştir:

Hipotez 4. Firmaların sosyal sorumluluk/ESG faaliyetleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki ülkelerin ulusal kültürel özelliklerine göre farklılaşmaktadır.

Hipotez 4a. Yüksek güç mesafesine sahip ülkelerde, kurumsal sosyal sorumluluk/ESG faaliyetlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi, düşük güç mesafesine sahip ülkelere göre daha yüksektir.

Hipotez 4b. Kültürel olarak kolektivist ülkelerde, kurumsal sosyal sorumluluk/ESG faaliyetlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi, kültürel olarak bireyci ülkelerde olduğndan daha azdır.

Hipotez 4c. Kültürel olarak maskülenlik özelliğı gösteren ülkelerde, kurumsal sosyal sorumluluk/ESG faaliyetlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi daha yüksektir.

Hipotez 4d. Düşük belirsizlikten kaçınan ülkelerde, sosyal sorumluluğn/ESG'nin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi, yüksek belirsizlikten kaçınan ülkelere göre daha yüksektir.

Hipotez 4e. Uzun vadeli yönelime sahip ülkelerde, kurumsal sosyal sorumluluk/ESG faaliyetlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini, kısa vadeli yönelime sahip ülkelere göre daha düşüktür.

Hipotez 4f. Kısıtlayıcı kültür özelliğine sahip ülkelerde, kurumsal sosyal sorumluluk/ESG faaliyetlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi, hoşgörölü özelliğe sahip ülkelere göre daha düşüktür.

Sosyal sorumluluk sahibi şirketler, tüm paydaşlar arasında dengeli bir değer dağılımı yoluyla her paydaşın beklentilerini karşılamaya çalışmaktadır. Değer dağılımına ilişkin bu demokratik yaklaşım, güç mesafesinin düşük olduğu kültürlerde, yüksek güç mesafesine sahip olanlardan daha değerli olabilir. Bu nedenle, kurumsal sosyal sorumluluğun düşük güç mesafesine sahip ülkelerde, yüksek güç mesafesine sahip ülkelere kıyasla daha yüksek düzeyde uygulanıyor olması muhtemeldir. Böylece, zaten daha fazla ESG farkındalığına ve uygulamasına sahip olan güç mesafesinin düşük olduğu piyasalarda yatırımcılar tarafından bu tarz faaliyetler daha fazla teşvik edilmemektedir, yani tercih farkı bulunmamaktadır çünkü çoğu firma ESG faaliyetlerine gereken önemi vermektedir. Kolektivizmin yüksek derecede olduğu ülkelerde, toplumda güçlü bir aidiyet duygusu vardır. Bireyler bağılı oldukları gruba güven duymaktadır ve gruba sadıktır (Hofstede, 2001) ve insanlar bir bütün olarak toplumu destekleyen hedeflere değer vermektedirler. Yüksek kurumsal sosyal sorumluluk performansı, şirketin tüm paydaşların çıkarlarını dikkate aldığı anlamına geldiği için, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri kolektivist kültürlerde daha ön plandadır ve bireyciliğin hakim olduğu ülkelerle kıyaslandığında bu tür kültürlerde ESG faaliyetleri yatırımcılar tarafından daha fazla teşvik edilmemektedir. Kültürel açıdan feminen ülkelerde, paydaşların sosyal sorumluluğu kültürel açıdan eril ülkelere daha fazla değerli bulmaları öngörülmektedir. Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri, bir firmanın paydaşlarla olan ilişkilerini güçlendirmekte ve onların şirkete olan güvenini artırmaktadır. Dolayısıyla bu faaliyetler şirket ve paydaşları arasındaki belirsizliği azaltmaktadır. Böylece maskülen özelliklere sahip olan piyasalarda ESG faaliyetlerinin yatırımcılar tarafından daha fazla teşvik gördüğü varsayılmaktadır. Benzer şekilde kısa vadeli yönelimin hakim olduğu toplumlarda, belirsizlikten kaçınmanın düşük olduğu toplumlarda ve hoşgörölü özellik gösteren toplumlarda ESG faaliyetlerinin hisse senedi fiyatları açısından daha fazla teşvik mekanizması oluşturduğu beklenmektedir.

Özetle, düşünöldüğü gibi kurumsal sosyal sorumluluk/ESG faaliyetleri hisse senetlerinin oynaklığına azaltıyorsa, daha düşük duyarlılık dönemlerinin ardından daha yüksek ESG performansına sahip portföylerin daha düşük getiriler sağlaması beklenmektedir (ve tam tersi). Buradan hareketle araştırmanın temel motivasyonu “daha yüksek ESG puanına sahip hisse senetleri düşük duyarlılık dönemlerinin ardından daha düşük ESG puanına sahip hisse senetlerine göre daha düşük getiriler sağlamaktadır” şeklindedir. Gerçekleşmesi beklenen bu etki üzerinde ulusal kültür faktörlerinden kaynaklı ölkeler arası farklılıklar gözlemlenmesi muhtemeldir.

Bu çalışmanın önemi kurumsal sosyal sorumluluk ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye dayalı olarak negatif ESG priminin hem portföy hem de yatay kesit bulgularla desteklenmesi ve yatırımcı duyarlılığı ve ulusal kültür farklılıkları kapsamında incelenmesidir. Çalışmada, yatırımcı duyarlılığına bağılı olarak değışen ESG priminin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin farklı kültürel özelliklere sahip piyasalarda yatırım yapan yatırımcılar için etkileri test edilmektedir.

Buradan hareketle, bu tez çalışmasının literatüre aşğıdaki gibi katkılar sunacağı beklenmektedir:

- i) Kurumsal sosyal sorumluluk/ESG ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişki uzun – kısa yatırım stratejisine dayalı olarak portföy tabanlı ve yatay kesit analizlerle incelenerek söz konusu ilişki hakkında detaylı bir bakış açısı kazanmamızı sağlamaktadır. Dahası, buraya kadar olan bulgular kurumsal sosyal sorumluluk ve firma karakteristikleri arasındaki ilişki ile desteklenerek kapsamlı sonuçlar elde edilmektedir.
- ii) ESG primi, davranışsal finans kapsamında yatırımcı duyarlılığı bakış açısıyla ele alınarak karmaşık olan sosyal sorumluluk literatürüne katkı sağlanmaktadır.
- iii) Son olarak ESG primi, ulusal kültür boyutlarıyla incelenerek detaylı ve karşılaştırmalı kanıtlar sunulmaktadır.

4.3. VERİ SETİNE İLİŞKİN AÇIKLAMALAR

Bu bölümde, tez çalışmasında kullanılan veri setine dair açıklamalar sunulmaktadır. İlk olarak, örnekleme süreci detaylandırılmıştır ve veri setinin hangi kriterlere göre seçildiği, kapsadığı zaman aralığı ve örneklem büyüklüğü gibi bilgiler verilmiştir. Ardından, kullanılan değişkenlerin tanımları yapılmıştır ve her bir değişkenin ölçüm birimi ile nasıl oluşturulduğu açıklanmıştır. Son olarak, tanımlayıcı istatistikler bölümünde, veri setindeki temel istatistiksel özellikler (ortalama, standart sapma, minimum, maksimum değerler) sunulmuştur ve verinin genel yapısı hakkında bilgi verilmiştir.

4.3.1. Örnekleme İlişkin Açıklamalar

Bu çalışmada küresel bir örneklem kullanılmıştır ve analiz edilen veri seti, Fama ve French (2012; 2017) tarafından önerilen dört spesifik yatırım alanını ve gelişmekte olan ülkeleri kapsamaktadır. Önerilen dört spesifik yatırım alanı şu şekildedir: Asya Bölgesi (Japonya hariç), Kuzey Amerika, Avrupa ve Japonya. Bu bölgeler ve gelişmekte olan ülkeler, küresel finansal piyasaların farklı dinamiklerini ve bölgesel çeşitliliği yansıtarak, ESG faktörleri ile beklenen getiriler arasındaki ilişkinin derinlemesine incelenmesine olanak tanımaktadır. Her bir bölge, ekonomik, düzenleyici ve kültürel farklılıkları nedeniyle yatırımcılar açısından kendine özgü fırsatlar ve riskler sunmaktadır.

Örneğin, Asya Bölgesi (Japonya hariç), hızla büyüyen gelişmekte olan piyasalara ev sahipliği yapmasıyla dikkat çekerken, Kuzey Amerika bölgesi, gelişmiş sermaye piyasaları ve güçlü kurumsal yapıların etkisiyle dünya ekonomisinin merkezlerinden biri olarak öne çıkmaktadır. Avrupa Bölgesi, heterojen ekonomik yapısı, farklı ülke düzenlemeleri ve güçlü çevresel sürdürülebilirlik politikalarıyla yatırımcılar için hem fırsatlar hem de karmaşık bir risk yönetimi süreci sunmaktadır. Öte yandan Japonya, ESG politikaları konusundaki son gelişmeleriyle küresel sürdürülebilirlik gündeminde önemli bir konuma sahiptir.

Bu çalışmada finansal sektör ve kamu hizmetleri alanında faaliyet gösteren firmalar örneklem dışı bırakılmıştır. Bunun temel nedeni, bu sektörlerin işleyiş ve risk profillerinin diğer sektörlerle kıyasla önemli ölçüde farklılık göstermesidir. Finansal sektör, genellikle varlık yapıları ve düzenleyici ortamları nedeniyle benzersiz risk – getiri özelliklerine sahiptir. Benzer şekilde, kamu hizmetleri sektörü, düzenlenmiş fiyatlandırma yapıları ve sabit gelirli iş modelleriyle diğer endüstrilere göre farklı dinamiklere sahiptir. Bu iki sektörün hariç tutulması, analiz edilen ESG faktörlerinin diğer sektörler üzerindeki etkisinin daha doğru bir şekilde ölçülmesine imkan tanımaktadır.

Fama ve French’in kapsamlı metodolojisi çerçevesinde, Asya (Japonya hariç), Kuzey Amerika, Avrupa, Japonya bölgelerini ve gelişmekte olan ülkeleri içeren bu örneklem, ESG faktörlerinin dünya genelinde farklı ekonomik ve kültürel bağlamlarda beklenen getiriler üzerindeki etkisini anlamak için eşsiz bir fırsat sunmaktadır. Bu geniş kapsam, yatırımcıların bölgesel ESG stratejileri oluşturmalarına ve bölgesel piyasaların sürdürülebilirlik performanslarını karşılaştırmasına yönelik önemli bulgular sağlamaktadır.

Tablo 4.1’de örnekleme ilişkin frekans dağılımı verilmektedir. Bu tablo, çalışmada kullanılan örneklemin ülkelere göre dağılımını ve aylık getiri verilerinin frekans, yüzdesel oran ve kümülatif yüzde olarak dağılımını göstermektedir.

Tablo 4.1’de yer alan bilgileri detaylı bir şekilde inceleyecek olursak:

- i) Örnekleme en fazla gözlem sayısına sahip olan ülke, 164.663 gözlemle ABD’dir ve toplam örneklemin %29,09’unu oluşturmaktadır. ABD’nin veri setindeki baskın ağırlığı, bu ülkenin küresel finansal piyasalardaki lider konumunu ve sermaye piyasası büyüklüğünü yansıtmaktadır. ABD’yi, 64.464 gözlemle Japonya (%11,39) takip etmektedir. Japonya’nın da büyük bir paya sahip olması, hem gelişmiş ekonomiler arasında yer alması hem de aktif ve iyi düzenlenmiş bir sermaye piyasasına sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Üçüncü sırada Birleşik Krallık (%6,65 /

37.614 gözlem), dördüncü sırada Çin (%6,33 / 35.844) ve Çin'in ardından Avustralya (%5,30 / 29.996 gözlem) gelmektedir. Bu ülkeler hem bölgesel ekonomilerdeki rollerini hem de iyi gelişmiş sermaye piyasalarını temsil etmektedir.

- ii) Tablo 4.1, kümülatif yüzdelik değerlerle toplam veri setinin hangi ülkeler tarafından nasıl oluşturulduğunu göstermektedir. İlk beş ülke (ABD, Japonya, Birleşik Krallık, Çin ve Avustralya), toplam veri setinin yaklaşık %58,76'sını oluşturmaktadır. Bu, örneklemdaki verilerin büyük bir kısmının gelişmiş ve büyük ekonomilere ait olduğunu ortaya koymaktadır. Geriye kalan %41,24'lük bölüm ise diğer 37 ülke arasında dağılmaktadır.
- iii) Veri seti, yalnızca gelişmiş ekonomilere değil, aynı zamanda gelişmekte olan piyasalara da yer vermektedir. Örneğin, Brezilya (%1,23), Güney Afrika (%1,72), Hindistan (%1,79) ve Endonezya (%0,67) gibi ülkeler, gelişmekte olan piyasalara ilişkin verilerin temsiliyetini artırmaktadır. Bu çeşitlilik, ESG ile beklenen getiriler arasındaki ilişkiyi hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalarda inceleme fırsatı sunmaktadır.

Özetle Tablo 4.1, örneklem veri setinin kapsamlı bir ülkesel dağılımını sunmaktadır. Veri setinin zenginliğini gözler önüne sermekte ve çalışmanın küresel düzeyde geniş bir perspektif sunduğunu ortaya koymaktadır.

Tablo 4. 1: Ülkeler ve Aylık Getiri Gözlemleri Açısından Örneklem Dağılımı

Ülke	Frekans	Yüzde (%)	Kümülatif (%)
ABD	164.663	29,09	29,09
Japonya	64.464	11,39	40,48
Birleşik Krallık	37.614	6,65	47,13
Çin	35.844	6,33	53,46
Avustralya	29.996	5,30	58,76
Kanada	28.697	5,07	63,83
Almanya	15.864	2,80	66,63
Tayvan	15.564	2,75	69,38

Fransa	14.724	2,60	71,98
Güney Kore	13.779	2,43	74,42
İsveç	12.516	2,21	76,63
İsviçre	10.964	1,94	78,56
Hong Kong	10.843	1,92	80,48
Hindistan	10.124	1,79	82,27
Güney Afrika	9.726	1,72	83,99
Brezilya	6.990	1,23	85,22
Hollanda	6.024	1,06	86,29
Malezya	5.694	1,01	87,29
Singapur	5.520	0,98	88,27
Finlandiya	5.184	0,92	89,18
İspanya	5.069	0,90	90,08
İrlanda	4.836	0,85	90,93
İtalya	4.650	0,82	91,76
Danimarka	4.572	0,81	92,56
Norveç	4.330	0,76	93,33
Tayland	4.278	0,76	94,08
Meksika	4.074	0,72	94,80
Endonezya	3.789	0,67	95,47
Belçika	3.762	0,66	96,14
Türkiye	3.522	0,62	96,76
Yeni Zelanda	3.522	0,62	97,38
Avusturya	2.430	0,43	97,81
Şili	2.334	0,41	98,22
Yunanistan	2.004	0,35	98,58
Filipinler	1.722	0,30	98,88
Polonya	1.668	0,29	99,18
Peru	1.272	0,22	99,40
Portekiz	1.200	0,21	99,61
Kolombiya	839	0,15	99,76
Birleşik Arap Emirlikleri	690	0,12	99,88
Macaristan	576	0,10	99,99
Çek Cumhuriyeti	84	0,01	100,00
Toplam	566.017	100,00	

Not: Ülkeler, örneklemdeki yüzdelik payına göre sıralanmıştır.

Çalışmada kullanılan örneklem periyodu Temmuz 2005'te başlayıp Haziran 2023'te sona ermektedir. Bu süreçte, 7.070 eşsiz firma ve toplamda 566.017 firma-aylık getiri gözlemi içeren dengesiz bir panel veri seti kullanılmıştır.

4.3.2. Değişkenlere İlişkin Açıklamalar

Bu tez çalışmasına ilişkin veriler, bulguların sağlamlığını ve güvenilirliğini sağlamak amacıyla birçok güvenilir ve kapsamlı veri kaynağına dayanmaktadır. Çalışmamızın ana bağımsız değişkeni olan yıllık firma düzeyindeki ESG puanı, Refinitiv³ veri tabanından elde edilmiştir. Refinitiv, 2002 yılından bu yana dünya genelindeki yatırım yapılabilir piyasanın %85’inden fazlasını kapsamakta ve 630’dan fazla farklı ESG ölçütünü içermektedir. Akademik literatürde yaygın olarak kullanılan ve güvenilirliği kanıtlanmış bir kaynak olan Refinitiv, birçok çalışmaya ESG kapsamında veri sağlamıştır (örneğin, Avramov vd., 2022; Aydoğmuş vd., 2022; Ciciretti vd., 2023; Gibson Brandon vd., 2021; Halbritter ve Dorfleitner, 2015; Henriksson vd., 2019; Serafeim ve Yoon, 2023; Yen vd., 2019). Refinitiv, firmaların sürdürülebilirlik performansını değerlendirmek için toplam ESG puanlarını, çevresel (EN – environmental), sosyal (SO – social) ve yönetim (CG – corporate governance) boyutlarına ilişkin alt puanları ve daha fazlasını sağlamaktadır. ⁴

“Getiri Endeksi” verileri (Return Index – RI) Refinitiv Datastream’den temin edilmiş olup hisse senedi getirilerinin hesaplanmasında kullanılmıştır. Getiri endeksi, bir menkul kıymetin fiyat endeksi verilerine dayalı olarak belirli bir dönem içinde değerindeki artışı göstermektedir ve temettülerin, temettü ex-tarihi üzerindeki kapanış fiyatıyla ek hisse senedi alımına yeniden yatırıldığını varsaymaktadır. Fiyat endeksi ve dolayısıyla getiri endeksi belirlenirken her zaman düzeltilmiş kapanış fiyatları kullanılmaktadır. Getiri endeksi gibi veriler, temettülerin yeniden yatırılması ve fiyat artışı ile menkul kıymetin toplam getirisini göstermektedir. Bu nedenle, büyüme oranlarını hesaplamak, menkul kıymetin performansını değerlendirmek için önemli bir adım olmaktadır.

Denklem 4.1, hisse senedi getirilerine ilişkin hesaplama yöntemini vermektedir:

³ Daha önce ismi Asset4 idi.

⁴ Çevresel, sosyal ve yönetim boyutlarına ilişkin alt puanlar ve ESG metodoloji için bakınız: <https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores>

$$r_{i,t} = \frac{RI_{i,t} - RI_{i,t-1}}{RI_{i,t-1}} \times 100 \quad (4.1)$$

Denklemden yer alan;

$r_{i,t}$: i hisse senedinin t anındaki getirisi,

$RI_{i,t}$: i hisse senedinin t anındaki getiri endeksi değeri,

$RI_{i,t-1}$: i hisse senedinin $t - 1$ anındaki getiri endeksi değerini ifade etmektedir.

Denklemler 4.1’den elde edilen getiri verileri, ABD Hazine bonosu faiz oranından (T – bill rate) arındırılarak ABD doları bazlı hisse senedi artırı getirisi (R^e) olarak tanımlanmıştır. ABD Hazine bonosu faiz oranı verileri, Kenneth R. French Veri Kütüphanesi’nden elde edilmiştir.

Ek olarak, çalışmamızda kullanılan yıllık firma düzeyindeki finansal verilerin hesaplanmasına ilişkin ön veriler Refinitiv Datastream’den elde edilmiştir. Hesaplanan finansal veriler arasında, kendine özgü oynaklık (idiosyncratic volatility - *IVOLA*), piyasa büyüklüğünün doğal logaritması ($\ln(Size)$), piyasa değeri – defter değeri oranının doğal logaritması ($\ln(B/M)$), brüt karlılık (*Pro*), yatırım büyümesi (*Inv*), önceki 6 aylık getirilerin ortalaması (*Ret6*) ve sermaye harcamaları (*CapEx*) yer almaktadır.

Çalışmada kullanılan değişkenlerin detaylı açıklamaları ve hesaplama yöntemleri Tablo 4.2’de sunulmuştur. Çalışmada, Fama ve French’in (2015) metodolojisi takip edilerek, piyasa büyüklüğünün doğal logaritması ($\ln(Size)$), piyasa değeri – defter değeri oranı ($\ln(B/M)$), brüt kârlılık (*Pro*), yatırım büyümesi (*Inv*), önceki 6 aylık ortalama getiriler (*Ret6*) değişkenleri kontrol değişkenleri olarak

kullanılmıştır ve ESG faktörleri ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkileri daha iyi anlaşılması hedeflenmiştir.

Bu çalışmada kullanılan faktör yüklemeleri (tahmin edilen betalar), standart varlık fiyatlama modellerinden CAPM, F&F3, Carhart 4 Faktörlü Model ve Fama – French 5 Faktör (F&F5) Modeline ve ESG tabanlı oluşturulan portföylerden en kötü ESG puanına sahip portföy ile en iyi ESG puanına sahip portföylerin getiri farkı olarak tanımlanan *WMB* (worst minus best) faktörüne dayanmaktadır. Piyasa risk primini ifade risksiz faiz oranını aşan piyasa getirisi – $Mkt - Rf$ (market risk premium), büyüklük faktörü – *SMB* (small minus big), değer faktörü – *HML* (high minus low), karlılık faktörü – *RMW* (robust minus weak), yatırım faktörü – *CMA* (conservative minus aggressive) ve momentum faktörü – *WML* (winners minus losers) gibi küresel faktör verileri Kenneth R. French Veri Kütüphanesi’nden aylık frekansta elde edilmiştir.⁵ Bu faktörler için yıllık beta değerleri, önceki 60 aylık getiriler ve faktör verileri kullanılarak kayan pencere (rolling window) regresyon yöntemiyle Denklem 4.2 aracılığıyla tahmin edilmiştir. Bunu yapmak için en az 24 aylık veriye ihtiyaç duyulmuştur.

$$\begin{aligned} R_{i,t}^e = & \beta_{0,i} + \beta'_{mk,i}(Mkt_t - Rf_t) + \beta'_{s,i}(SMB_t) + \beta'_{h,i}(HML_t) \\ & + \beta'_{r,i}(RMW_t) + \beta'_{c,i}(CMA_t) + \beta'_{w,i}(WML_t) \\ & + \beta'_{ESG,i}(WMB_t) + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (4.2)$$

Denklemden yer alan;

$R_{i,t}^e$: i hisse senedinin t anındaki artık getirisi,

Mkt : t anındaki piyasa getirisi,

⁵ Kenneth R. French Veri Kütüphanesi, tüm getirileri ABD doları cinsinden ele alır ve risksiz oran olarak ABD bir aylık hazine bonosu ($t - bill$) oranını kullanır. Piyasa getirisini (Mkt) hesaplamak için bölgesel değer ağırlıklı piyasa portföy getirilerini kullanır.

Rf_t : t anındaki ABD doları risksiz faiz oranını ifade etmektedir.

Diğer değişkenler yukarıda ve Tablo 4.2.’de detaylıca açıklanan F&F3 ve F&F5 modellerine ilişkin risk faktörleri, momentum ve ESG tabanlı portföylerden oluşturulan WMB faktörüdür.

Piyasa duyarlılığına ilişkin veriler için kullanılan temsilci Baker ve Wurgler (2006; 2007) tarafından geliştirilen “Yatırımcı Duyarlılık Endeksi” verileridir. Bu veriler, Jeffrey Wurgler’in web sitesinden aylık frekansta elde edilmiştir. Stambaugh vd.’nin (2012) yaklaşımını takip ederek, örneklem dönemi boyunca aylık duyarlılık verilerinin medyan değerine göre yüksek ve düşük duyarlılık dönemleri tanımlanmıştır. Sağlamlık testlerinde kullanılmak üzere örneklem kapsamındaki ülkeler için Tüketici Güven Endeksi verileri Datastream’den temin edilmiştir.

Son olarak, piyasalardaki kültürel farklılıkları ele almak amacıyla Hofstede’nin (1980; 1984; 2001; 2011) çalışmaları temel alınmıştır. Hofstede’nin ulusal kültürel faktörlere ilişkin geliştirdiği altı kültürel boyut⁶ genellikle 0 ile 100 arasında bir ölçekte ifade edilmektedir. Bu veriler, Hofstede’nin resmi web sitesinden temin edilmiştir.⁷ Ulusal kültürel faktörlere ilişkin veriler için de küresel örneklemin medyan değerine göre kategorik ayırım yapılmıştır.

Tablo 4. 2: Araştırmada Kullanılan Verilere İlişkin Açıklamalar

Değişken	Tanım
ESG, EN, SO , ve CG	Refinitiv tarafından derecelendirilen yıllık firma düzeyindeki toplam ESG puanı ve alt puanlarıdır.
R^e	ABD doları cinsinden hisse senedi getirisi eksi bir aylık ABD hazine bonosu oranı. Hisse senedi getirisi hesaplaması için Datastream’den alınan getiri endeks

⁶ Bu boyutlar sırasıyla şöyledir: “Güç Mesafesi”, “Bireyselci – Kolektivist Toplum”, “Maskülen – Feminen Toplum”, “Belirsizlikten Kaçınma”, “Uzun Vadeli – Kısa Vadeli Oryantasyon” ve “Serbestliğe Karşı Sınırlama”. Detaylı bilgi için bu çalışmanın üçüncü bölümünü ziyaret ediniz.

⁷ Hofstede tarafından geliştirilen bazı kültürel endekslerde eksikler olması nedeniyle Mısır, Katar, Kuveyt ve Suudi Arabistan örneklemden hariç tutulmuştur.

	verileri kullanılmıştır. ABD hazine bonosu oranı verileri Kenneth R. French Veri Kütüphanesi'nden temin edilmiştir.
$ln(Size)$	ABD doları cinsinden piyasa değerinin doğal logaritması. Piyasa değeri, Datastream'den WC08001 kodu ile temin edilmiştir.
$ln(B/M)$	Defter değeri – piyasa değeri oranının doğal logaritması. Öz sermayenin defter değerinin piyasa değerine bölünmesi ile hesaplanmıştır. Defter değeri verileri WC03501 kodu ile Datastream'den temin edilmiştir.
<i>Pro</i>	Brüt karlılık. Gelirler eksi satılan malların maliyetinin toplam varlıklara bölünmesiyle hesaplanmıştır. Gelirler (WC01001), satılan malların maliyeti (WC01051) ve toplam varlıklar (WC02999) Datastream'den temin edilmiştir.
<i>Inv</i>	Yatırım büyümesi. Toplam varlıklardaki büyüme olarak hesaplanmıştır.
<i>Ret6</i>	Önceki 6 aylık getirilerin ortalamasıdır.
<i>CapEx</i>	Toplam varlıklara göre ölçeklendirilen sermaye harcamaları. Sermaye harcamaları Datastream'den WC04601 kodu ile temin edilmiştir.
<i>IVOLA</i>	Kendine özgü oynaklık, bir eksi hazine bonosu oranının üzerindeki hisse senedi getirilerinin bir aylık F&F5 ve Carhart 4 Faktör modelindeki regresyonundan elde edilen R karesi olarak tahmin edilmiştir. Önceki 60 aylık getiri kullanılarak aylık olarak tahmin edilmiştir.
$\hat{\beta}_{mk}, \hat{\beta}_s, \hat{\beta}_h, \hat{\beta}_r, \hat{\beta}_c, \hat{\beta}_w, \hat{\beta}_{ESG}$	$\hat{\beta}_{mk}, \hat{\beta}_s, \hat{\beta}_h, \hat{\beta}_r, \hat{\beta}_c$ ve $\hat{\beta}_w$, F&F5 ve Carhart 4 Faktörü ve WMB Faktörü (Worst minus Best) kullanılarak MKT, SMB, HML, RMW, CMA, WML ve WMB faktör yüklemeleridir. MKT, SMB, HML, RMW, CMA, WML Faktör verileri K.R. French Veri Kütüphanesinden elde

	edilmiştir. WMB faktörü, ESG tabanlı en kötü portföy ile en iyi portföy arasındaki farklı ifade etmektedir. Betalar aylık getiri ve faktör verileri kullanılarak tahmin edilmiştir.
<i>Duyarlılık</i>	i) Baker ve Wurgler tarafından geliştirilen Yatırımcı Duyarlılık Endeksi verilerine dayanmaktadır. Jeffrey Wurgler'in web sitesinden elde edilmiştir: https://pages.stern.nyu.edu/~jwurgler/ ii) Tüketici Güven Endeksi (Consumer Confidence Index – CCI) verileri Datastream'den temin edilmiştir.
<i>Ulusal Kültür</i>	Hofstede tarafından geliştirilen altı ulusal kültürel boyut Hofstede'in web sitesinden elde edilmiştir: https://geerthofstede.com/culture-geert-hofstede-gert-jan-hofstede/6d-model-of-national-culture/

4.3.3. Tanımlayıcı İstatistikler

Çalışmada kullanılan firma düzeyinde ESG puanları, temel finansal değişkenler ve tahmin edilen betalarla ilgili tanımlayıcı istatistikler Tablo 4.3'te sunulmaktadır. Tüm oran verileri yüzde cinsinden verilmiştir. İlk olarak, $\ln(Size)$ değişkeninin ortalaması 15,001, standart sapması ise 1,617'dir. Yüzdelik dilimler incelendiğinde, ilgili değişkenin %10'luk dilimde ortalama değeri 12,907, %25'lik dilimde ortalama değeri 14,035, medyan değeri (%50'lik dilim) ise 15,058'dir. Yüksek değerler %75'lik dilimde 16,027 ve %90'lık dilimde 17,031'e kadar çıkmaktadır. Bu sonuç, piyasa değeri büyüklüğünün geniş bir dağılım gösterdiğini ve çoğu firmanın ortalama büyüklükte olduğunu işaret etmektedir.

Defter değeri – piyasa değeri oranı $\ln(B/M)$ ise negatif bir ortalamaya sahiptir (-84,789), bu da firmaların defter değerlerinin piyasa değerlerine kıyasla düşük olduğunu göstermektedir. Standart sapması oldukça yüksek (89,381) olup, yüzdelik dilimlerine bakıldığında %10'luk dilimde -201,585, %90'lık dilimde ise 22,743 gibi

geniş bir aralık gözlemlenmektedir. Bu durum, firmaların defter değeri – piyasa değeri oranlarında büyük değişkenlikler olduğunu ve farklı sektörel durumların etkisiyle büyük varyasyonlar yaşandığını ortaya koymaktadır.

Brüt karlılık (*Pro*) değişkeninin ortalaması 29,787 ve standart sapması ise 20,861’dir. Yatırım büyümesi (*Inv*) değişkeninin ortalaması 10,644 ve standart sapması 28,768 olup, %10’luk dilimde –11,397 ve %90’lık dilimde ise 33,441 gibi büyük bir yayılım söz konusudur. Bu da şirketlerin yatırım düzeylerinin önemli ölçüde değişkenlik gösterdiğini ifade etmektedir.

Tablo 4. 3: Firma Düzeyinde Değişkenlere ve Tahmin Edilen Betalara İlişkin Tanımsal İstatistikler

	Ort.	St.Sp.	10%	25%	50%	75%	90%
$\ln(Size)$	15,001	1,617	12,907	14,035	15,058	16,027	17,031
$\ln(B/M)$	–84,79	89,381	–201,585	–138,963	–78,539	–22,624	22,743
<i>Pro</i>	29,787	20,861	8,567	15,483	25,355	39,06	56,853
<i>Inv</i>	10,644	28,768	–11,397	–2,996	5,134	15,809	33,441
<i>Ret6</i>	0,757	4,882	–4,906	–1,912	0,715	3,317	6,301
<i>ESG</i>	44,963	20,811	17,68	28,14	44,15	61,16	73,87
$\hat{\beta}_{mk}$	1,083	0,873	0,173	0,602	1,029	1,507	2,089
$\hat{\beta}_s$	0,534	1,227	–0,741	–0,209	0,378	1,11	2,06
$\hat{\beta}_h$	–0,041	1,371	–1,614	–0,755	–0,026	0,7	1,516
$\hat{\beta}_r$	0,085	1,653	–1,833	–0,753	0,118	0,982	1,959
$\hat{\beta}_c$	0,029	1,769	–1,985	–0,887	0,049	0,948	2,004
$\hat{\beta}_w$	–0,106	0,786	–0,997	–0,491	–0,084	0,284	0,742
$\hat{\beta}_{ESG}$	0,033	3,213	–3,42	–1,587	–0,022	1,584	3,627

Not: Bu tablo değişkenlerin ortalama ve standart sapma değerlerini bildirmektedir. $\ln(Size)$, piyasa kapitalizasyonunun logaritmasıdır. $\ln(B/M)$, defter değeri/piyasa değeri oranının logaritmasıdır. *Pro*, brüt karlılıktır. *Inv*, varlık büyümesidir. *Ret6*, önceki altı aylık getirinin ortalamasıdır. *ESG*, toplam ESG puanıdır. Tahmini betalar, Denklem 4.2’de verilen model için faktör betalarıdır. Tüm finansal değişkenler yüzde olarak gösterilmiş ve olası aykırı değerleri ortadan kaldırmak için 0,01 (%99) olarak winsorize edilmiştir. Örneklem 7.070 küresel firmadan oluşmaktadır. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındır.

Önceki 6 aylık getirilere ilişkin ($Ret6$) ortalama değeri 0,757 olup büyük bir değişkenlik gözlemlenmektedir (standart sapma 4,882). %10'luk dilimde -4,906, %90'luk dilimde ise 6,301 gibi bir farklılık söz konusudur, bu da firma getirilerinin oldukça dalgalandığını ve piyasa koşullarına bağlı olarak değişkenlik gösterdiğini göstermektedir.

Firma düzeyinde ESG puanına ilişkin (ESG) değişkeninin ortalaması 44,963, standart sapması ise 20,811'dir. ESG puanlarının %10'luk dilimde 17,68, %90'luk dilimde ise 73,87 olduğu görülmektedir. Bu sonuç, çevresel, sosyal ve yönetim performanslarının bazı firmalar için daha güçlü olduğunu ancak geniş bir dağılım gösterdiğini ortaya koymaktadır.

Tahmin edilen betalar firmaların piyasa, büyüklük, değer ve dikkate alınan diğer faktörlere duyarlılıklarını temsil etmektedir. $\hat{\beta}_{mk}$ değişkeninin ortalaması 1,083'tür ve bu da firmaların genel olarak piyasa ile uyumlu hareket ettiğini göstermektedir. Ek olarak, %90'luk dilimde $\hat{\beta}_{mk}$ değeri 2,09'dır ve bazı firmaların piyasaya karşı daha duyarlı olduğunu göstermektedir. Bu durum, örneklemdeki bazı hisse senetlerinin ortalama olarak piyasanın genel hareketlerinden daha volatil ve riskli hareket ettiğini göstermektedir.

Tablo 4.4, değişkenler arasındaki korelasyonları göstermektedir. Ciciretti vd. (2023) gibi, büyüklük, yatırım, ESG faktör yüklemeleri ve bu faktörlerle ilgili firma özellikleri arasındaki negatif korelasyon, daha büyük firmaların, daha düşük yatırım büyümesine sahip firmaların ve daha yüksek ESG puanına sahip firmaların piyasa tarafından daha az riskli olarak görüldüğüne dair ön kanıt sağlamaktadır. Ek olarak, Albuquerque vd. (2019) ve Ciciretti vd. (2023) tarafından gösterildiği gibi, toplam ESG puanı piyasa betasıyla negatif, karlılıkla pozitif korelasyona sahiptir ve bu da artan ESG puanının karlılığı artırırken aynı anda piyasa riskine maruziyeti azalttığını göstermektedir. Dahası, $ESG \ln(Size)$ ile pozitif korelasyona sahiptir ve bu da daha büyük firmaların daha küçük firmalara göre daha yüksek toplam ESG puanlarına sahip olduğunu göstermektedir.

Tablo 4. 4: Firma Düzeyinde Değişkenlere ve Tahmin Edilen Betalara İlişkin Korelasyon Matrisi

Değişkenler	$\ln(Size)$	$\ln(B/M)$	Pro	Inv	$Ret6$	ESG	$\hat{\beta}_{mk}$	$\hat{\beta}_s$	$\hat{\beta}_h$	$\hat{\beta}_r$	$\hat{\beta}_c$	$\hat{\beta}_w$	$\hat{\beta}_{ESG}$
$\ln(Size)$	1,000												
$\ln(B/M)$	-0,309	1,000											
Pro	0,107	-0,396	1,000										
Inv	0,067	-0,207	-0,029	1,000									
$Ret6$	0,024	-0,035	0,024	0,004	1,000								
ESG	0,469	-0,008	0,066	-0,109	0,008	1,000							
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,080	0,022	-0,037	0,037	0,004	-0,054	1,000						
$\hat{\beta}_s$	-0,280	0,030	-0,024	0,039	0,004	-0,151	-0,154	1,000					
$\hat{\beta}_h$	-0,064	0,224	-0,061	-0,092	0,008	0,023	-0,015	0,009	1,000				
$\hat{\beta}_r$	0,038	0,019	0,082	-0,037	0,002	0,021	0,093	0,163	0,316	1,000			
$\hat{\beta}_c$	0,010	-0,012	0,018	-0,042	0,006	0,040	0,189	0,027	-0,470	0,033	1,000		
$\hat{\beta}_w$	0,059	-0,107	0,059	0,071	0,043	-0,016	-0,072	-0,021	0,159	-0,010	-0,063	1,000	
$\hat{\beta}_{ESG}$	-0,022	-0,036	0,022	0,030	-0,011	-0,082	0,746	-0,258	-0,017	0,122	0,110	-0,103	1,000

Not: Bu tablo değişkenlerin korelasyonlarını bildirmektedir. $\ln(Size)$, piyasa kapitalizasyonunun logaritmasıdır. $\ln(B/M)$, defter değeri/piyasa değeri oranının logaritmasıdır. Pro , brüt karlılıktır. Inv , varlık büyümesidir. $Ret6$, önceki altı aylık getirinin ortalamasıdır. ESG , toplam ESG puanıdır. Tahmini betalar, Denklem 4.2’de verilen model için faktör betalarıdır. Tüm finansal değişkenler yüzde olarak gösterilmiş ve olası aykırı değerleri ortadan kaldırmak için 0,01 (%99) olarak winsorize edilmiştir. Örneklem 7.070 küresel firmadan oluşmaktadır. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındır.

Tablo 4.5 ise, her bir değişkene ilişkin varyans yükleme faktörünü (VIF) göstermektedir. VIF değeri yüksek olan değişkenler, çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity) sorunu yaratabilmekte ve bu da modelin güvenilirliğini etkileyebilmektedir. Genel olarak, $VIF > 5$ veya $VIF > 10$ olarak kabul edilen değerler, modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olabileceğine işaret etmektedir. Elde edilen ortalama VIF değeri (1,49), eşik değerinde altında olup, modelin çoklu doğrusal bağlantı karşısında büyük ölçüde güvenilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 4. 5: Varyans Yükleme Faktörü (Variance Inflation Factor – VIF)

	VIF	1/VIF
$\ln(Size)$	1,61	0,623
$\ln(B/M)$	1,49	0,671
<i>Pro</i>	1,23	0,813
<i>Inv</i>	1,10	0,913
<i>Ret6</i>	1,00	0,996
<i>ESG</i>	1,37	0,730
$\hat{\beta}_{mk}$	2,38	0,420
$\hat{\beta}_s$	1,27	0,789
$\hat{\beta}_h$	1,70	0,589
$\hat{\beta}_r$	1,28	0,784
$\hat{\beta}_c$	1,45	0,692
$\hat{\beta}_w$	1,08	0,926
$\hat{\beta}_{ESG}$	2,49	0,402
Ortalama VIF	1,49	

Not: Bu tablo değişkenlerin VIF değerlerini bildirmektedir. $\ln(Size)$, piyasa kapitalizasyonunun logaritmasıdır. $\ln(B/M)$, defter değeri/piyasa değeri oranının logaritmasıdır. *Pro*, brüt karlılıktır. *Inv*, varlık büyümesidir. *Ret6*, önceki altı aylık getirinin ortalamasıdır. *ESG*, toplam ESG puanıdır. Tahmini betalar, Denklem 4.2’de verilen model için faktör betalarıdır. Tüm finansal değişkenler yüzde olarak gösterilmiş ve olası aykırı değerleri ortadan kaldırmak için 0,01 (%99) olarak winsorize edilmiştir. Örneklem 7.070 küresel firmadan oluşmaktadır. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındır.

4.4. ESG TEMELLİ PORTFÖY DÜZEYİNDE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ VE FİYATLANDIRMA HATALARININ İNCELENMESİ

4.4.1. ESG Yoğunluğuna İlişkin Portföylerin Oluşturulması

Finansal araştırmaların önemli bir konusu haline gelmiş olan ESG puanları ile artık ve anormal getiriler arasındaki ilişkiyi incelemek için literatürde en yaygın olarak kullanılan yöntemlerden biri, ESG portföylerinin oluşturulmasıdır. ESG portföyleri oluşturulurken, firmaların ESG puanları dikkate alınarak portföyler belirli desillere göre gruplandırılmaktadır.

Bu tez çalışmasının ilk aşamasında, ESG ve artık getiri arasındaki ilişkiyi incelemek için literatür takip edilerek öncelikle portföy yaklaşımı benimsenmektedir. Özellikle, Kempf ve Osthoff (2007)⁸, Halbritter ve Dorfleitner (2015)⁹ ve Ciciretti vd. (2023)¹⁰ gibi önemli çalışmalarda izlenen metodolojik yaklaşımlar ile paralel bir yöntem takip edilmektedir. Bu çalışmalar, ESG faktörlerinin hisse senedi performansı üzerindeki etkilerini incelemek için benzer portföy oluşturma tekniklerini kullanmaktadır.

ESG tabanlı portföy oluşturma sürecinin ilk adımında, tüm firmalar her yıl açıklanan ESG puanlarına göre sıralanmaktadır. Sonrasında en düşük ve en yüksek ESG puanlarına sahip olan hisse senetlerine göre %10 ile %90 arasındaki desil dilimlerinde portföyler oluşturulmaktadır. Bu işlem, ESG puanlarına dayalı olarak portföyleri kategorize etmenin bir yoludur.

⁸ Kempf ve Osthoff (2007), 1992-2004 döneminde her sektördeki en iyi %10'luk SRI hissesine yatırım yaparak ve en kötü %10'luk kısmı açığa satarak, KLD veri tabanından alınan SRI hisse senetlerinden oluşan bir örneklem temelinde bir ABD portföyü için uzun-kısa stratejisini araştırmıştır.

⁹ Halbritter ve Dorfleitner (2015), ASSET4, KLD ve Bloomberg veri tabanlarından elde edilen ESG verilerine dayanarak %20 en iyi (en kötü) portföyü oluşturmuş ve yüksek-düşük (uzun-kısa) stratejisini araştırmıştır.

¹⁰ Ciciretti vd. (2023), Refinitiv ve VIGEO-EIRIS veri tabanlarından elde edilen ESG puanlarına dayalı SRI portföylerinin performansını ve alfasını, uzun-kısa strateji ile en iyi %10 ve en kötü %10 olmak üzere kategorize ederek incelemiştir.

Portföylerin oluşturulmasının ardından, her portföy için değer ağırlıklı aşırı getiri (excess return) tahmin edilmiştir. Bu aşamada, t yılı Temmuz ayından, t+1 yılı Haziran ayına kadar olan dönemde her portföyün performansı ölçülmektedir. Bu hesaplama, portföyün her bir bileşeninin piyasa değerine göre ağırlıklı katkısı göz önünde bulundurularak yapılmaktadır.

Son olarak, ESG puanı en yüksek olan portföy ile en düşük olan portföylerin performanslarını karşılaştırmak için bir uzun – kısa stratejisi uygulanmıştır. Bu stratejide, en yüksek ESG puanına sahip portföy uzun (long) tutulurken, en düşük ESG puanına sahip portföy kısa (short) tutulmaktadır. Uzun – kısa stratejisi, yatırımcının yüksek ESG performansına sahip şirketlerde pozitif getiri elde etmeyi ve düşük ESG performansına sahip şirketlerde negatif getiri elde etmeyi hedeflediği bir yaklaşımdır. Bu sayede, ESG faktörlerinin artık getiri üzerindeki etkileri daha net bir şekilde gözlemlenebilmektedir.

ESG portföylerinin artık ve anormal getirilerine yönelik performansını değerlendirme işlemi Haziran 2023 sonuna kadar tekrarlanmaktadır. Bu süre zarfında, her yıl güncellenen ESG puanlarına göre portföylerin performansı izlenmekte ve analiz edilmektedir. Bu analiz, ESG faktörlerinin yatırım getirileri üzerindeki potansiyel etkisini anlamamıza yardımcı olmaktadır.

4.4.2. Portföylere İlişkin Artık ve Anormal Getirilerin Hesaplanması

Oluşturulan ESG tabanlı portföylerin öncelikle artık getirisi, standart sapması, Sharpe Oranı ve ortalama ESG puanları hesaplanmıştır. Sharpe Oranı, aşağıdaki Denklem 4.3 yardımıyla hesaplanmıştır:

$$ShR_p = \frac{\mu_p}{\sigma_p} \quad (4.3)$$

Denkleimde yer alan:

μ_p : portföyün aylık ortalama artık getirisini,

σ_p : portföyün artık getirilerinin standart sapmasını ifade etmektedir.

Araştırma, bir ESG priminin varlığını belirleyerek başlamaktadır. Bunu yapmak için Kempf ve Osthoff (2007), Halbritter & Dorfleitner (2015) ve Ciciretti vd. (2023) takip edilmiştir ve ESG puanlarına göre en kötüden en iyiye doğru sıralanmış on değer ağırlıklı desil portföyü oluşturulmuştur. Portföyler, duyurulan ESG puanlarına göre yıllık olarak güncellenmiştir ve bu süreç Temmuz 2005'te başlayıp Haziran 2023'e kadar sürdürülmüştür. *Diff* portföyü, en iyi ESG puanına sahip portföy ile en kötü ESG puanına sahip portföy arasındaki getiri farkını temsil etmektedir.

Tablo 4.6, ESG portföylerinin ortalama aylık artık getirilerini, standart sapmalarını, Sharpe oranını ve ortalama ESG puanlarını göstermektedir. Literatürdeki önceki çalışmalarla uyumlu olarak, en iyi ESG puanına sahip olan *Best* portföyünün, en kötü ESG puanına sahip *Worst* portföyünden önemli ölçüde daha az getiri sağladığı görülmektedir. *Worst* portföyünden *Best* portföyüne doğru ilerledikçe azalan getiri eğilimini daha net görebilmek için, uzun – kısa (yüksek – düşük) stratejisine göre *Best* ve *Worst* desil portföyleri arasındaki aylık getiri farkı olarak tanımlanan *Diff* portföyünün ortalama getirisi incelenmektedir. *Diff* portföyünün ortalama aylık artık getirisinin $-0,367$ olduğunu ve hesaplanan t istatistiğine göre istatistiksel olarak anlamlı olduğunu bildirmekteyiz ($-2,573$). *Worst* portföyünden *Best* portföyüne doğru hareket ettikçe, azalan getiri modeli standart sapma ve Sharpe oranı için de geçerli görünmektedir.

Tablo 4. 6 : ESG Puanlarına Göre Sıralanmış Portföylerin Tanımsal İstatistikleri

	(1)	(2)	(3)	(4)
Tanımsal Özellikler				
	$\bar{R}_p^e$	σ_p	ShR_p	$\overline{ESG}_p$
<i>Worst</i>	1,452	3,766	0,352	11,996
2	1,289	4,089	0,259	20,708
3	1,790	4,223	0,352	27,110
4	1,266	3,791	0,278	33,189
5	1,221	3,815	0,269	39,233
6	1,209	3,953	0,333	45,702
7	1,257	3,710	0,343	52,044
8	1,236	3,683	0,296	59,028
9	1,110	3,359	0,370	67,073
<i>Best</i>	1,085	3,606	0,278	78,670
<i>Diff</i>	-0,367*** [-2,573]			

Not: Bu tablo, ESG puanlarına göre desillere ayrılmış ESG portföylerinin tüm örneklem dönemi için ortalama aylık artı getirisini (yüzde), standart sapmasını (σ_p), Sharpe Oranı'nı (ShR_p) ve ortalama ESG puanını ($\overline{ESG}_p$) göstermektedir. *Worst*, en düşük ESG puanına sahip firmalardan oluşan portföydür. *Best*, en yüksek ESG puanına sahip firmalardan oluşan portföydür ve *Diff*, *Best* ve *Worst* desil portföyü arasındaki aylık getiri farkı olarak tanımlanan uzun-kısa portföydür. Örneklem 7.070 küresel firmadan oluşmaktadır. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. t istatistikleri parantez içinde bildirilmiştir. * $p<0,10$, ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Ardından, Ciciretti vd. (2023)'i takip ederek söz konusu portföylerin her bir desil ve *Diff* portföyü için varlık fiyatlandırma hatalarına maruz kalıp kalmadığı, standart varlık fiyatlandırma faktörlerine eklenen ESG risk primiyle (*WMB*) test edilmiştir. Varlık fiyatlama modellerine ilişkin portföy alfa'ları, aşağıda verilen Denklem 4.4 aracılığıyla tahmin edilmiştir:

$$P_{i,t}^e = \beta_{0,i} + \beta_i' F_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4.4)$$

Denklemden yer alan;

$P_{i,t}^e$: i portföyünün t zamanında artık getirisini,

$\beta_{0,i}$: sabit terim (alfa),

β'_i : faktör betalarını ve

$\varepsilon_{i,t}$: hata terimini ifade etmektedir.

Sırasıyla 2 – faktörlü model *Mkt* ve *WMB*'dir, 4 – faktörlü model *Mkt*, *SMB*, *HML* ve *WMB*'dir, 6 – faktörlü model *Mkt*, *SMB*, *HML*, *RMW*, *CMA* ve *WMB*'dir ve 7 – faktörlü model *Mkt*, *SMB*, *HML*, *RMW*, *CMA*, *WML* ve *WMB*'dir. Standart hatalar Newey ve West (1987) prosedürü kullanılarak hesaplanmıştır. Uzun – kısa stratejisi açısından alfa, yüksek ESG portföyleri ile düşük ESG portföyleri arasındaki getiri farkını ifade etmektedir.

Tablo 4.7'ye göre varlık fiyatlandırma modellerinin, standart varlık fiyatlandırma faktörlerine ESG risk priminin eklenmesiyle test edildiği üzere, portföy getirilerindeki değişimi tam olarak yakalamadığını göstermektedir. Fama ve French (1993) metodolojisine dayanarak, Becchetti vd. (2018) ve Ciciretti vd.'yi (2023) takip ederek ESG risk faktörü olarak *Worst – minus – Best* faktörünü temsil eden *WMB* olarak oluşturulmuştur. CAPM, F&F3, F&F5 ve Carhart Momentum Faktörü destekli altı faktörlü model örneğini ele alarak her modele ESG risk faktörü (*WMB*) eklenmiştir (Becchetti vd., 2018; Carhart, 1997; Fama ve French, 2012; 2017). Alfaları tahmin etmek için Denklem 4.4 kullanılmıştır. Tüm spesifikasyonlar için, tahmini alfalardaki azalan eğilim, *Wort* portföyünden *Best* portföyüne geçildiğinde devam etmektedir. Spesifikasyonlardan bağımsız olarak, *Diff* portföyünün alfaları negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. GRS (Gibbons vd., 1989) test sonuçları ayrıca varlık fiyatlandırma modellerinin portföylerdeki fiyatlandırma hatalarını %1 düzeyinde tam olarak yakalayamadığını göstermektedir. Buraya kadar elde edilen bulgular H_1 hipotezinin geçerliliğini doğrulamaktadır.

Tablo 4. 7 : ESG Puanına Göre Sıralanmış Portföylerin Anormal Getirileri

	(1)	(2)	(3)	(4)
Çok faktörlü zaman serisi regresyonundan elde edilen alfa'lar				
	<i>CAPM + WMB</i>	<i>FF3 + WMB</i>	<i>FF5 + WMB</i>	<i>FF5 + MOM + WMB</i>
<i>Worst</i>	0,931*** [4,64]	0,989*** [5,05]	1,117*** [5,53]	1,167*** [5,39]
2	0,892*** [4,20]	0,795*** [4,02]	0,934*** [4,70]	0,904*** [4,48]
3	1,410*** [6,62]	1,415*** [6,66]	1,498*** [7,05]	1,512*** [6,96]
4	0,666*** [3,56]	0,735*** [4,14]	0,746*** [4,34]	0,798*** [4,29]
5	0,548*** [3,20]	0,551*** [3,21]	0,623*** [3,65]	0,648*** [3,68]
6	0,478*** [2,83]	0,484*** [3,04]	0,512*** [3,20]	0,549*** [3,05]
7	0,761*** [4,91]	0,705*** [4,78]	0,717*** [4,76]	0,765*** [4,85]
8	0,671*** [5,52]	0,689*** [5,81]	0,734*** [6,08]	0,761*** [5,89]
9	0,549*** [4,61]	0,501*** [4,55]	0,556*** [4,98]	0,525*** [4,53]
<i>Best</i>	0,405*** [3,53]	0,440*** [3,93]	0,500*** [4,31]	0,521*** [4,40]
<i>Diff</i>	-0,526*** [-3,35]	-0,549*** [-3,55]	-0,617*** [-3,95]	-0,646*** [-3,85]
<i>GRS</i>	[11,570]	[13,195]	[13,701]	[13,954]

Not: Bu tablo, Denklem 4.4'teki faktör modelinin farklı versiyonlarını kullanarak desil portföyleri ve fark portföyü (*Diff*) için tahmin edilen yüzdelik fiyatlandırma hatalarını (alfaları) bildirmektedir. *Worst*, en düşük ESG puanına sahip firmalardan oluşan portföydür. *Best*, en yüksek ESG puanına sahip firmalardan oluşan portföydür ve *Diff*, *Best* ve *Worst* desil portföyü arasındaki aylık getiri farkı olarak tanımlanan uzun-kısa portföydür. Örneklem 7.070 küresel firmadan oluşmaktadır. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. *t* istatistikleri parantez içinde bildirilmiştir. * p<0,10, ** p<0,05, *** p<0,01

4.5. ESG VE FİRMA KARAKTERİSTİKLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİNİN BELİRLENMESİ

Çalışmanın bu aşamasında portföy düzeyinde elde edilen sonuçların firma karakteristikleri ile desteklenmesi amaçlanmıştır. ESG tabanlı portföylerden elde edilen bulgular, daha yüksek ESG puanına sahip firmaların hisse senetlerinden oluşan portföyün daha düşük ESG puanına sahip firmaların hisse senetlerinden oluşan portföyden anlamlı ölçüde daha düşük getiriler elde ettiğini göstermektedir. ESG yoğun hisse senetleri için meydana gelen ani talep fiyat artışını destekleyerek kısa vadede negatif getiriler elde edilmesine sebep olabilmektedir. Ayrıca varlık fiyatlama faktörlerinden elde edilen alfa'lara göre, *Worst* portföyünden *Best* portföyüne doğru ilerledikçe fiyatlama hatalarının azaldığı görülmektedir. Tüm bunlara paralel olarak firma düzeyindeki ESG faaliyetlerinin özellikle brüt karlılığa pozitif katkıda bulunurken kendine özgü oynaklığı azaltması ve arbitrajörler için arbitrajın riskli haline azaltmaya yönelik etki yaratması beklenmektedir. Aşağıdaki alt bölümlerde öncelikle ESG'nin brüt karlılık üzerindeki etkisi incelenmiş ve ardından hisse senetlerinin kendine özgü oynaklığı üzerindeki etkisi belirlenmiştir.

4.5.1. Brüt Karlılık ve ESG İlişkisinin İncelenmesi

Gregory, Tharyan ve Whittaker'ın (2014) çalışmasına göre yüksek ESG puanına sahip firmalar rakiplerine kıyasla daha yüksek rekabet avantajına sahiptirler ve bu da nihayetinde daha yüksek karlılığa yol açmaktadır.

Ayrıca, yatırımcı duyarlılığının özellikle arbitrajı zor ve daha maliyetli/riskli olan hisse senetlerinin üzerinde daha büyük etkiye sahip olduğu görüşünden yola çıkarak, ESG'nin brüt karlılığı arttırdığı ve böylece değerlemeyi ve arbitrajı kolaylaştırdığını savunmaktayız. Giese vd.'nin (2019) belirttiği gibi, yüksek ESG derecelendirmesine sahip şirketlerin rekabet avantajı kolayca gözlenemeyeceğinden dolayı ampirik analizimiz, daha yüksek karlılığa odaklanmaktadır. Aşağıda verilen

Denklem 4.5, firmaların ESG puanlarının brüt karlılık üzerindeki etkisini test etmektedir.

$$Pro_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1' ESG_{i,t-1} + \gamma_2' X_{i,t-1} + \mu_t + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4.5)$$

Denklemde yer alan;

$Pro_{i,t}$: i firmasının t anındaki gelirleri eksi satılan malların maliyetinin toplam varlıklara bölünmesi elde edilen brüt karlılığı (Novy-Marx, 2013),

$ESG_{i,t-1}$: i firmasının $t - 1$ anındaki ESG puanını,

$X_{i,t-1}$: i firmasının $t - 1$ anındaki sırasıyla önceki 6 aylık getirilerinin ortalaması ($Ret6$), piyasa değerinin doğal logaritması $\ln(Size)$, defter değeri – piyasa değerinin doğal logaritmasını $\ln(B/M)$, toplam varlıklara göre ölçeklendirilen sermaye harcamalarını ($CapEx$) ifade etmektedir.

Tablo 4.8, Denklem 4.5'in firma düzeyinde gözlemlerin havuzlanmış OLS yöntemiyle tahmin edilmesi sonucu elde edilen bulguları vermektedir. Regresyon modelleri firma ve yıl sabit etkilerini içermektedir.

Standart hatalar Global Industry Classification Standard (GICS) kapsamında kümelenmiştir. Beklenildiği üzere firma düzeyindeki ESG puanının firmaların brüt karlılığı üzerinde pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir etkisi bulunmaktadır (0,015 / Sütun 2).

Tablo 4. 8 : Brüt Karlılık ve ESG Puanı Arasındaki İlişki

	(1)	(2)
	<i>Pro</i>	<i>Pro</i>
<i>ESG</i>	0,004 [0,007]	0,015** [0,007]
<i>Ret6</i>		0,004 [0,014]
<i>ln(Size)</i>		-1,435*** [0,485]
<i>ln(B/M)</i>		-0,051*** [0,005]
<i>CapEx</i>		0,368*** [0,102]
Yıl S.E.	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet
adj. R^2	0,853	0,863
<i>N</i>	566.017	564.955

Not: Bu tablo, Denklem 4.5'teki modelin havuzlanmış OLS tahmininden elde edilen katsayıları göstermektedir. Bağımlı değişken, firmaların brüt karlılığıdır (*Pro*). Tüm regresyonlar firma ve yıl sabit etkilerini içerir. Standart hatalar GICS'e göre sektör düzeyinde kümelenmiştir. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. Robust standart hatalar parantez içinde bildirilmiştir. * $p<0,10$, ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

4.5.2. Kendine Özgü Oynaklık ve ESG İlişkisinin İncelenmesi

Sistematik risk, tüm piyasayı veya ekonomi genelini etkileyen ve dolayısıyla her yatırımcıyı ve şirketi aynı düzeyde etkileyen risk türüdür. Bu tür risk, çeşitlendirme (diversification) yoluyla azaltılamaz çünkü tüm yatırımcılar, tüm piyasa üzerinde etkisi olan faktörlere maruz kalmaktadır.

Diğer yandan kendine özgü oynaklık (idiosyncratic volatility) veya firmaya özgü oynaklık, bir şirketin veya varlığın fiyatındaki dalgalanmaların, o şirketin özel koşullarından kaynaklanan riskleri ifade etmektedir. Bu tür oynaklık, yalnızca belirli

bir şirketle ilgili olan ve genellikle şirketin iç dinamiklerinden veya sektörel faktörlerden kaynaklanan risklere bağlı olmaktadır. Sistemik riskten farklı olarak, kendine özgü oynaklık sadece bir şirketi veya sektörü etkilemekte ve diğer piyasa veya ekonomik faktörlerden bağımsız olmaktadır. Dolayısıyla çeşitlendirmeye ortadan kaldırılabilmesi mümkündür. Bu nedenle, hissedarların maruz kaldıkları riske karşılık olarak talep ettikleri getiri oranını belirleyen tek şey sistemik risk bileşenidir (Giese vd., 2019).

Giese vd. (2019) tarafından yapılan çalışmanın sonuçlarına göre yüksek ESG puanına sahip firmalar genellikle daha düşük kendine özgü kuyruk riski göstermiştir. Bu durumun ekonomik gerekçesi de Godfrey, Merrill ve Hansen (2009); Jo ve Na (2012); ve Oikonomou, Brooks ve Pavelin (2012) tarafından yapılan araştırmalarda şöyle açıklanmıştır: Güçlü ESG özelliklerine sahip şirketler, genellikle şirket içindeki ve tedarik zincirindeki risk kontrolü ve uyum standartları açısından ortalamanın üzerinde performans göstermektedir. Bu nedenle, yüksek ESG puanlı şirketler, dolandırıcılık, zimmet veya yolsuzluk gibi ciddi olaylardan daha az etkilenmektedir ve bu durum şirket değerini korumaktadır. Daha az kendine özgü risk durumu, şirketin hisse fiyatındaki aşağı yönlü riskleri azaltmaktadır.

Çalışmanın bu bölümünde de ESG'nin hisse senedi kendine özgü oynaklığını azalttığına ilişkin hipotez test edilmiştir. Bunun için denklem 4.6'da yer alan regresyon modeli tahmin edilmiştir:

$$IVOLA_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1' ESG_{i,t-1} + \gamma_2' X_{i,t-1} + \mu_t + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4.6)$$

Denklemden yer alan;

$IVOLA_{i,t}$: i firmasının t anındaki kendine özgü oynaklığı, bir eksi F&F5 ve Carhart Momentum Faktörü ile elde edilen R^2 değeri ile hesaplanmıştır,

$ESG_{i,t-1}$: i firmasının $t - 1$ anındaki ESG puanını,

$X_{i,t-1}$: i firmasının $t - 1$ anındaki sırasıyla önceki 6 aylık getirilerinin ortalaması ($Ret6$), piyasa değerinin doğal logaritması $ln(Size)$, defter değeri – piyasa değerinin doğal logaritmasını $ln(B/M)$, toplam varlıklara göre ölçeklendirilen sermaye harcamalarını ($CapEx$) ifade etmektedir.

Tablo 4. 9: Kendine Özgü Oynaklık ve ESG Puanı Arasındaki İlişki

	(1) <i>IVOLA</i>	(2) <i>IVOLA</i>
<i>ESG</i>	−0,039*** [0,009]	−0,024** [0,009]
<i>Ret6</i>		0,013 [0,008]
<i>ln(Size)</i>		−2,605*** [0,292]
<i>ln(B/M)</i>		−0,009** [0,003]
<i>CapEx</i>		0,011 [0,032]
Yıl S.E.	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet
adj. R^2	0,689	0,693
N	566.017	564.955

Not: Bu tablo, Denklem 4.6'daki modelin havuzlanmış OLS tahmininden elde edilen katsayıları göstermektedir. Bağımlı değişken, firmaların kendine özgü oynaklığıdır (*IVOLA*). Tüm regresyonlar firma ve yıl sabit etkilerini içerir. Standart hatalar GICS'e göre sektör düzeyinde kümelenmiştir. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. Robust standart hatalar parantez içinde bildirilmiştir. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Tablo 4.9, ESG ve hisse senedi kendine özgü oynaklığı arasındaki ilişkinin sonuçlarını vermektedir. Literatürle tutarlı olarak ESG, hisse senetlerinin kendine özgü oynaklığını azaltmaktadır. Güçlü ESG uygulamaları, şirketin yönetim süreçlerini şeffaf ve etkili hale getirerek, riskleri proaktif şekilde yönetmektedir ve olumsuz durumlar karşısında daha az belirsizlik yaratmaktadır. Ayrıca, ESG odaklı şirketler

güçlü bir itibar kazanmakta, bu da pazar paylarını koruyarak hisse senedi fiyatlarındaki oynaklıkları azaltmaktadır.

4.6. ESG VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİNE İLİŞKİN FİRMA DÜZEYİNDE İLİŞKİNİN BELİRLENMESİ

Tez çalışmasının bu aşamasında firma düzeyindeki ESG puanları kesitsel hisse senedi getirileriyle ilişkilendirilmiştir. İlk olarak, havuzlanmış OLS yöntemi kullanılarak Denklem 4.7’de verilen yatay – kesit regresyon modeli tahmin edilmiştir:

$$R_{i,t}^e = \gamma_0 + \gamma_1' ESG_{i,t-1} + \gamma_2' X_{i,t-1} + \mu_t + \lambda_i + \varepsilon_{i,t} \quad (4.7)$$

Denklemde yer alan;

$R_{i,t}^e$: i hisse senedinin t anındaki artık getirisini,

ESG : i hisse senedinin $t - 1$ anındaki ESG puanını,

$X_{i,t-1}$: kontrol vektörünü ifade etmektedir. Kontrol değişkenleri olarak $\ln(Size)$, $\ln(B/M)$, Pro , Inv , $Ret6$ ve tahmin edilen faktör betaları yer almaktadır.

Önceki modellerde olduğu gibi regresyon modelleri firma ve yıl sabit etkilerini içermektedir. Standart hatalar Global Industry Classification Standard (GICS) kapsamında kümelenmiştir. İlgili katsayımız ise γ_1' 'dir.

Desil portföylerden elde edilen sonuçlara dayanarak, negatif ESG priminin firma düzeyinde kesitsel regresyonlarla incelenmesi amaçlanmaktadır. ESG'nin ve tüm kontrol değişkenlerin bir önceki yıl verileri ($t - 1$) kullanılmıştır. Ek olarak, beta katsayıları 7 faktörlü modelden (F&F5 + Momentum + WMB) elde edilmiştir. Betalar, hisse senetlerinin risk primine olan duyarlılıklarını kontrol etmek için ve desil

portföylerden elde edilen sonuçların yansıttığı negatif ESG priminin bir risk primini yoksa yanlış fiyatlandırmaya dayalı yatırımcı tercihi mi olduğunu belirlemek için modele dahil edilmiştir.

Tablo 4. 10: Getiriler ve ESG Puanına İlişkin Sonuçlar

	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e	(5) R^e
<i>ESG</i>	-0,015*** [0,002]	-0,004* [0,002]	-0,004* [0,002]	-0,004* [0,002]	-0,004* [0,002]
<i>ln(Size)</i>		-2,211*** [0,120]	-2,224*** [0,118]	-2,228*** [0,114]	-2,247*** [0,116]
<i>ln(B/M)</i>		-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]
<i>Pro</i>		0,010** [0,004]	0,010** [0,004]	0,010** [0,004]	0,008* [0,004]
<i>Inv</i>		0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]
<i>Ret6</i>		-0,082*** [0,015]	-0,082*** [0,015]	-0,081*** [0,015]	-0,084*** [0,015]
$\hat{\beta}_{mk}$		-0,012 [0,062]	-0,013 [0,059]	-0,026 [0,060]	-0,058 [0,064]
$\hat{\beta}_s$			-0,059* [0,033]	-0,069* [0,033]	-0,052* [0,029]
$\hat{\beta}_h$			-0,020 [0,029]	-0,024 [0,044]	-0,084 [0,051]
$\hat{\beta}_r$				0,028 [0,023]	0,050* [0,026]
$\hat{\beta}_c$				0,013 [0,042]	0,001 [0,045]
$\hat{\beta}_w$					0,462*** [0,046]
$\hat{\beta}_{ESG}$		-0,014 [0,019]	-0,020 [0,019]	-0,021 [0,018]	-0,006 [0,018]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
<i>N</i>	566.017	566.017	566.017	566.017	566.017
adj. R^2	0,021	0,030	0,030	0,030	0,030

Not: Bu tablo, Denklem 4.7'deki modelin havuzlanmış OLS tahmininden elde edilen katsayıları göstermektedir. Bağımlı değişken, firma düzeyindeki artık getirilerdir (R^e). Tüm regresyonlar firma ve

yıl sabit etkilerini içerir. Standart hatalar GICS'e göre sektör düzeyinde kümelenmiştir. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. Robust standart hatalar parantez içinde bildirilmiştir. * $p<0,10$, ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Tablo 4.10, Denklem 4.7'ye ilişkin tahmin sonuçlarını göstermektedir. Sonuçlara göre, toplam ESG puanının getiriler üzerindeki negatif etkisi her bir spesifikasyon için kesitsel olarak devam etmektedir ve istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 4.10'un Sütun (5)'ine göre ESG puanındaki bir standart sapmalık artış, artık getiriyi ekonomik olarak yılda yaklaşık %1,00 ($-0,004 \times 20,811 \times 12$) oranında azaltmaktadır. Ek olarak, ESG risk faktörü için beta katsayısı $\hat{\beta}_{ESG}$, tüm spesifikasyonlarda anlamsızdır. İstatistiksel olarak anlamsız olan $\hat{\beta}_{ESG}$ katsayısı, negatif ESG priminin, ESG'nin sistematik bir risk faktörü olmasından ziyade yanlış fiyatlandırmadan kaynaklandığına ve yatırımcı tercihleri tarafından yönlendirildiğine dair kanıtlar sunmaktadır.

4.7. YATIRIMCI DUYARLILIĞININ ESG VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ İLİŞKİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN BELİRLENMESİ

Cheong vd. (2017), şirketlerin sosyal sorumluluk davranışlarının ardındaki nedenin çoğunlukla yatırımcıların şirketlerin sosyal ve çevresel olarak sorumlu bir şekilde davranmalarını yönündeki talebi olduğunu gösteren kanıtlar sunmaktadır. Paydaş teorisi ve meşruiyet teorisi, literatürde sosyal sorumluluk davranışı için sıklıkla atıfta bulunulurken, Cheong vd. (2017), şirketlerin sosyal sorumluluk davranışı için belirlenen hedefleri takip ederken olması gerektiği kadar fedakarlık içgüdülerinden etkilenmediğini belirtmektedir. Piyasalar özellikle kötümser olduğunda şirketlerin sosyal sorumluluk davranışında iyileşmeye yönelik tutumlar sergilediği belirtilmektedir. Ayrıca, Naughton vd. (2019), şirketlerin sosyal sorumluluk performanslarını yatırımcı duyarlılığına bağlı olarak artırdığını ve dolayısıyla yatırımcı duyarlılığının şirketlerin sosyal sorumluluğa olan bağlılığında rol oynadığını göstermektedir.

Piyasalardaki yatırımcı duyarlılığı arttığında, yani piyasa daha iyimser olduğunda, piyasalardaki belirsizliğin azalması nedeniyle yatırımcılar düşük riskli varlıklardan çıkıp nispeten daha riskli varlıklara yatırım yapma eğilimi sergileyebilmektedir ve böylece kesitsel negatif ESG priminin etkisi kaybolabilir. Başka bir ifadeyle, H₃'ü test etmek amacıyla tez çalışmasının bu bölümü, önceki analizlerde kanıtlanan kesitsel düzeyde negatif bir ESG priminin değişen yatırımcı duyarlılığı seviyelerinde kalıcı olup olmadığına yönelik testleri kapsamaktadır. Piyasalardaki yatırımcı duyarlılığını temsil etmek için Baker ve Wurgler (2006; 2007) tarafından önerilen Yatırımcı Duyarlılık Endeksi kullanılmıştır. Yatırımcı duyarlılığının medyan değeri dikkate alınarak düşük ve yüksek duyarlılık dönemlerini temsil etmek üzere medyanın üstündeki dönemlerde 1 değerini alan *High_Sent* kukla değişkeni tanımlanmıştır. Böylece, yüksek ve düşük yatırımcı duyarlılığı dönemlerinde ESG priminin sonuçlarını göstermek amacıyla Denklem 4.8'de verilen kesitsel regresyon modeli tahmin edilmiştir:

$$R_{i,t}^e = \gamma_0 + \gamma_1' ESG_{i,t-1} + \gamma_2' High_Sent_{t-1} + \gamma_3' ESG_{i,t-1} * High_Sent_{t-1} \quad (4.8) \\ + \gamma_4' X_{i,t-1} + \mu_t + \lambda_i + \varepsilon_{i,t}$$

Denklemde yer alan;

High_Sent_{t-1} : zaman içinde değişen yatırımcı duyarlılığının medyan değerine göre, medyanın üstündeki dönemlerde 1, medyanın altındaki dönemlerde 0 değerini alan bir kukla değişkendir.

Regresyon modellerine yıl ve firma sabit etkileri dahil edilmiştir ve standart hatalar GICS'a göre kümelenmiştir. İlgili katsayılarımız ise γ_1' , γ_2' ve γ_3' 'tür.

Tablo 4.11 getiriler, ESG puanı ve yatırımcı duyarlılığına ilişkin regresyon sonuçlarını vermektedir.

Tablo 4. 11: Getiriler, ESG Puanı ve Yatırımcı Duyarlılığına İlişkin Sonuçlar

	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e
<i>ESG</i>	-0,004* [0,002]		-0,004* [0,002]	-0,006** [0,003]
<i>High_Sent</i>		-1,631*** [0,151]	-1,631*** [0,151]	-1,915*** [0,350]
<i>ESG * High_Sent</i>				0,006 [0,005]
<i>ln(Size)</i>	-2,247*** [0,116]	-2,245*** [0,115]	-2,234*** [0,115]	-2,235*** [0,115]
<i>ln(B/M)</i>	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]
<i>Pro</i>	0,008* [0,004]	0,008* [0,004]	0,008* [0,004]	0,008* [0,004]
<i>Inv</i>	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]
<i>Ret6</i>	-0,084*** [0,015]	-0,076*** [0,015]	-0,076*** [0,015]	-0,076*** [0,015]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,058 [0,064]	-0,059 [0,064]	-0,058 [0,063]	-0,059 [0,063]
$\hat{\beta}_s$	-0,052* [0,029]	-0,051* [0,029]	-0,052* [0,029]	-0,053* [0,029]
$\hat{\beta}_h$	-0,084 [0,051]	-0,083 [0,051]	-0,084 [0,051]	-0,084 [0,051]
$\hat{\beta}_r$	0,050* [0,026]	0,049* [0,025]	0,050* [0,025]	0,050* [0,025]
$\hat{\beta}_c$	0,001 [0,045]	0,002 [0,045]	0,001 [0,045]	0,002 [0,045]
$\hat{\beta}_w$	0,462*** [0,046]	0,459*** [0,046]	0,459*** [0,046]	0,461*** [0,047]
$\hat{\beta}_{ESG}$	-0,006 [0,018]	-0,005 [0,018]	-0,006 [0,018]	-0,006 [0,018]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,030	0,032	0,032	0,032
<i>N</i>	566.017	566.017	566.017	566.017

Not: Bu tablo, Denklem 4.8'deki modelin havuzlanmış OLS tahmininden elde edilen katsayıları göstermektedir. Bağımlı değişken, firma düzeyindeki artık getirilerdir (R^e). *High_Sent*, Baker ve Wurgler tarafından geliştirilen yatırımcı duyarlılık endeksi kullanılarak hesaplanan medyan değerine

göre medyanın üzerinde değerlere sahip dönemlere 1, diğerlerine 0 değeri veren bir kukla değişkendir. Tüm regresyonlar firma ve yıl sabit etkilerini içerir. Standart hatalar GICS'e göre sektör düzeyinde kümelenmiştir. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. Robust standart hatalar parantez içinde bildirilmiştir. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

Tablo 4.11'de sunulan havuzlanmış OLS regresyon sonuçlarına göre, ESG priminin artık getiriler üzerindeki etkisinin yüksek ve düşük duyarlılık dönemlerinde değiştiği istatistiksel olarak kanıtlanmıştır. Sütun (1)'deki bulgulara göre, duyarlılıkla ilgili dönemler dikkate alınmaksızın ESG priminin etkisi negatif ve anlamlıdır. Baker ve Wurgler (2006; 2007) tarafından belirtildiği ve literatürde birçok kez incelendiği üzere, Sütun (2)'de yüksek duyarlılık dönemlerini takiben negatif artık getirilerin elde edildiği istatistiksel olarak kanıtlanmaktadır. Sütun (4)'e dayalı sonuçlar, ESG priminin negatif etkisinin düşük duyarlılık dönemlerinde sabit kalırken, yüksek duyarlılık dönemlerinde pozitif döndüğünü fakat istatistiksel anlamlılığını yitirdiğini göstermektedir. Ekonomik açıdan, düşük duyarlılık dönemlerinde ESG puanında bir standart sapmalı bir artış, beklenen getiriyi yılda yaklaşık %1,50 oranında azaltmaktadır ($-0,006 \times 20,811 \times 12$ / Sütun (4)). Yüksek duyarlılık dönemlerini izleyen ortalama artık getiriler, %1 anlamlılık düzeyinde düşük duyarlılık dönemlerinden önemli ölçüde daha düşüktür. Bu ekonomik olarak anlamlıdır çünkü ortalama artık getirinin %3,49'una karşılık gelmektedir ($-1,915 / 0,548 = -3,49$).

Bulgularımız şu ana kadar Cheong vd. (2017) ile tutarlı görünmektedir. Piyasaların daha iyimser olduğu dönemlerde firmalar, piyasaların kötümser olduğu dönemlerdeki kadar sosyal sorumluluk sahibi olmayabilirler. Ancak daha da önemlisi, piyasa duyarlılığı arttıkça yatırımcıların daha riskli varlıklara yönelme olasılıklarının daha yüksek olduğuna dair bulgulardır. ESG yatırımları genellikle daha az riskli ve daha istikrarlı varlıklar olarak algılanmaktadır. Yatırımcılar bu tür hisse senetlerini daha öngörülebilir getiriler ve uzun vadeli sürdürülebilirlik için tercih etmektedir. Düşük riskli varlıklar, teoride, daha düşük beklenen getiriler sunmaktadır. Bu, ESG'nin getiriler üzerindeki azaltıcı etkisini açıklamaktadır. Yüksek duyarlılık dönemlerinde, yatırımcılar genellikle aşırı iyimser olmakta ve daha fazla risk almayı tercih etmektedir. Bu tür dönemlerde yatırımcılar düşük riskli ESG hisse senetlerini elden çıkarabilmekte ve yatırımlarını daha riskli varlıklara kaydırabilmektedir. ESG

hisse senetleri satış baskısı nedeniyle fiyatta düşüş yaşayabilmekte ve bu düşüş kısa vadede daha yüksek getirilere yol açabilmektedir.

4.8. YATIRIMCI DUYARLILIĞINA BAĞLI OLARAK ULUSAL KÜLTÜR FAKTÖRLERİNİN ESG VE HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ İLİŞKİSİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN BELİRLENMESİ

Tez çalışmasının bu bölümünde ise, önceki bölümlerde kanıtlanan yatırımcı duyarlılığı düzeyine bağlı olarak firma düzeyinde gözlemlenen negatif ESG priminin, ulusal kültür faktörleri tarafından yönlendirildiğine dair bulgular sunulmaktadır. H4 kapsamında Hofstede tarafından geliştirilen altı ulusal kültür boyutu dikkate alınarak, yatırımcı duyarlılığının ESG ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiye olan etkisi derinlemesine analiz edilmektedir. Bu bağlamda, kültürel değerlerin yatırım kararları üzerinde nasıl bir şekillendirici rol oynadığı, özellikle ESG bilincinin ve ilkelerinin yerel kültürel değerlerle olan etkileşimi üzerinden tartışılmaktadır.

4.8.1. Düşük ve Yüksek Güç Mesafesi Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi

Tsai vd. (2020), çevresel yönetim becerileri ile finansal performans ilişkisinin düşük güç mesafesine sahip kültürlerle göre yüksek güç mesafesine sahip kültürlerde daha güçlü olduğunu göstermektedir. Shin vd.'ye (2023) göre ise, düşük güç mesafesi olan toplumlardaki paydaşlar, firmaların ESG uygulamalarını yalnızca sınırlı teşvikler ve fırsatlar sunan sosyal normlar olarak değerlendirebilmektedirler. Buna karşın, yüksek güç mesafesi bulunan bir toplumda ise paydaşlar, aralarındaki güç dengesizliklerine ve eşitsizliklere daha fazla hoşgörüyle yaklaşma eğilimindedirler (Ringov ve Zollo, 2007; Thanetsunthorn, 2015).

Yüksek güç mesafesine sahip toplumlarda, yolsuzluk ve gelir dağılımındaki eşitsizlikler daha belirgindir ve güç kullanımının meşruiyeti genellikle

sorgulanmamaktadır (Hofstede, 2011). Bu tür toplumlarda, paydaşlar bir şirketin kararlarını ve uygulamalarını genellikle daha az denetlemektedirler (Ho vd., 2012). Bu bağlamda, yüksek güç mesafesi olan bir ülkede ESG uygulamalarına katılım, bir firmanın topluma karşı yerine getirmesi gereken bir zorunluluk olarak görülmeyebilir, çünkü bu tür uygulamalar şirketin hayatta kalması için kritik bir faktör oluşturmamaktadır. Ancak, ESG'yi aktif olarak benimseyen firmalar, bu konuda daha fazla ödüllendirilmektedir. Paydaşlar, firmaların toplumda resmi bir yükümlülükleri olmasa bile, sosyal eşitsizlikleri azaltmaya yönelik çabalarını takdir etmektedirler.

Çalışmanın bu bölümünde, negatif ESG karakteristiği priminin, ulusların güç mesafesi seviyeleri kapsamında piyasalardaki değişen duyarlılık koşullarına göre değiştiği hipotezi test edilmektedir.

Güç mesafesi endeksi, farklı piyasalar için genellikle 0 ile 100 arasında değişen değerler almaktadır ve Hofstede'nin web sitesinden elde edilmiştir. Belirli bir piyasa için, her kültürel boyut zaman içinde değişmezdir. Bu nedenle, Wang vd. (2021) gibi güç mesafesi endeksi boyutunu test etmek için bu değişkeni doğrudan Denklem 4.8'e eklemek yerine, piyasalar azalan sırada puana göre sıralanmıştır ve bunlar üst (medyanın üstünde) ve alt (medyanın altında) katmanlara ayrılmıştır. Daha sonra, farklı güç mesafesi boyutlarına sahip piyasalarda yatırımcı duyarlılığının etkisini test etmek için Denklem 4.8'de verilen regresyon modeli her iki katman için de tahmin edilmiştir.

Tablo 4.12, sırasıyla yüksek güç mesafesi ve düşük güç mesafesi olarak kategorize edilen ülkelere göre, yatırımcı duyarlılığı kontrolü altında ESG priminin sonuçlarını göstermektedir. ESG'nin artık getiriler üzerindeki negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi düşük güç mesafesine sahip ülkelerde devam etmektedir (Sütun (5) – (8)). Düşük güç mesafesine sahip toplumlarda, piyasalarda karamsarlık hakim olduğunda, ESG puanında bir standart sapmalı artış beklenen getiriye yılda yaklaşık %2,25 oranında azaltır ($-0,009 \times 20,811 \times 12$) (Sütun (8)). İyimser yatırımcı duyarlılığını hesaba kattığımızda bu etki pozitif olmaktadır (Sütun (8)). Literatürün aksine düşük güç mesafesine sahip toplumlarda, kötümser piyasa koşulları altında

ESG'nin negatif prim etkisi bakidir. Bunun bir sebebi olarak güç mesafesinin yüksek olduğu toplumlarda hükümet tarafından belirlenen sürdürülebilirlik düzenlemelerine ilişkin uygulamaların firmalar tarafından zorunlu olduğunu varsaymaktayız ve buna göre sürdürülebilirlik faaliyetleri bu toplumlarda zaten bir sosyal yükümlülüktür ve yatırımcılar tarafından daha fazla teşvik edilmemektedir. Aksine düşük güç mesafesi toplumlarında hiyerarşi daha yumuşaktır ve böylece sürdürülebilirliğe yönelik yaptırımların da daha yumuşak olabileceği düşünülmektedir. Hal böyleyken daha özgür olan şirketler kendi sorumluluk içgüduları doğrultusunda sürdürülebilirliğe yöneldikçe yatırımcılar tarafından ödüllendirilmektedirler. Ek olarak piyasalardaki yatırımcı duyarlılığı tüm spesifikasyonlarda artık getiriler üzerindeki olumsuz etkisini korumaktadır ve literatürle paralel olacak şekilde düşük güç mesafesine sahip toplumlarda etkisini daha çok göstermektedir (Sütun (4) ve (8)).

Tablo 4. 12: Yüksek ve Düşük Güç Mesafesi Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi

	Yüksek Güç Mesafesi				Düşük Güç Mesafesi			
	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e	(5) R^e	(6) R^e	(7) R^e	(8) R^e
<i>ESG</i>	-0,003 [0,002]		-0,003 [0,002]	-0,005 [0,003]	-0,007* [0,004]		-0,007* [0,004]	-0,009*** [0,003]
<i>High_Sent</i>		-1,649*** [0,185]	-1,649*** [0,185]	-1,900*** [0,415]		-1,579*** [0,137]	-1,579*** [0,137]	-1,907*** [0,258]
<i>ESG * High_Sent</i>				0,006 [0,006]				0,007* [0,004]
<i>ln(Size)</i>	-2,388*** [0,166]	-2,380*** [0,166]	-2,373*** [0,165]	-2,370*** [0,163]	-1,942*** [0,132]	-1,956*** [0,130]	-1,932*** [0,131]	-1,941*** [0,132]
<i>ln(B/M)</i>	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	0,000 [0,001]	0,000 [0,001]	0,000 [0,001]	0,000 [0,001]
<i>Pro</i>	0,007 [0,006]	0,007 [0,006]	0,007 [0,006]	0,007 [0,006]	0,013*** [0,004]	0,013*** [0,004]	0,013*** [0,004]	0,013*** [0,004]
<i>Inv</i>	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,000 [0,002]	0,001 [0,002]	0,000 [0,002]	0,000 [0,002]
<i>Ret6</i>	-0,084*** [0,014]	-0,075*** [0,014]	-0,075*** [0,014]	-0,075*** [0,014]	-0,090*** [0,021]	-0,083*** [0,021]	-0,083*** [0,021]	-0,083*** [0,021]
$\hat{\beta}_{mk}$	0,002 [0,076]	0,001 [0,075]	0,001 [0,075]	-0,000 [0,075]	-0,170* [0,098]	-0,169 [0,099]	-0,169* [0,097]	-0,166 [0,097]
$\hat{\beta}_s$	-0,024 [0,023]	-0,024 [0,023]	-0,024 [0,023]	-0,026 [0,023]	-0,081 [0,071]	-0,079 [0,070]	-0,081 [0,071]	-0,078 [0,071]
$\hat{\beta}_h$	-0,097* [0,047]	-0,096* [0,046]	-0,097* [0,046]	-0,097** [0,046]	-0,089 [0,077]	-0,087 [0,077]	-0,088 [0,077]	-0,089 [0,077]
$\hat{\beta}_r$	0,041 [0,036]	0,040 [0,036]	0,041 [0,036]	0,042 [0,037]	0,063** [0,025]	0,063** [0,025]	0,063** [0,025]	0,063** [0,025]
$\hat{\beta}_c$	-0,032 [0,035]	-0,032 [0,034]	-0,032 [0,035]	-0,032 [0,035]	0,040 [0,047]	0,040 [0,047]	0,040 [0,047]	0,041 [0,047]
$\hat{\beta}_w$	0,509*** [0,066]	0,506*** [0,066]	0,505*** [0,066]	0,505*** [0,066]	0,360*** [0,041]	0,358*** [0,041]	0,358*** [0,041]	0,366*** [0,041]
$\hat{\beta}_{ESG}$	-0,002 [0,020]	-0,002 [0,020]	-0,002 [0,020]	-0,002 [0,020]	-0,006 [0,026]	-0,006 [0,026]	-0,006 [0,026]	-0,007 [0,027]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,028	0,029	0,029	0,029	0,037	0,039	0,039	0,039
<i>N</i>	399.468	399.468	399.468	399.468	166.549	166.549	166.549	166.549

4.8.2. Bireyci ve Kolektivist Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi

Bireyci davranış biçimi toplumun faydalarından ziyade bireysel özgürlüğe odaklanmaktadır (Hofstede, 2001). Dolayısıyla bireyselci toplumlar liberal piyasa ekonomilerini yansıtırken öncelikle ekonomik kazançla yönlendirilmektedirler. Bu bağlamda, daha fazla bireysellik barındıran bir toplumda ESG uygulamalarının toplumsal bir norm haline gelmesi daha zorlu bir süreç olabilmektedir, bu nedenle ESG'ye katılım genellikle daha fazla teşvik gerektirmektedir. Diğer yandan, kolektivist bir toplumda, sosyal sorumluluk ve toplumun çıkarları ön planda olduğundan (Handley ve Angst, 2015), ESG uygulamaları genellikle toplumun bir gerekliliği olarak görülmektedir. Dolayısıyla, kolektivist toplumlarda ESG uygulamaları, fazladan teşvikler gerektirmeyebilir çünkü toplumsal yükümlülük olarak kabul edilebilmektedir (Shin vd., 2023).

Araştırmalar, yüksek bireysellik kültürlerindeki bireylerin aşırı özgüvene sahip olma ve bilişsel önyargılar sergileme eğiliminde olduklarını göstermektedir. Örneğin Chui vd. (2010), bireycilik ile momentum karları arasında pozitif bir ilişki bulmuş ve hisse senedi fiyatlarındaki tersine dönmelerin de bireycilik ile ilişkili olduğunu belirtmiştir, bu da yatırımcı duyarlılığının yüksek bireysellik ile güçlü bir bağlantısı olduğunu ima etmektedir. Öte yandan, kolektivizm kültürlerinde yatırımcılar daha uyumlu bir şekilde işlem yapma ve aşırı tepki verme eğilimindedir (Markus ve Kitayama, 1991). Bu nedenle, bireycilik ve kolektivizm kültürlerinin yatırımcı duyarlılığı ve hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi arasında net bir ayrım yapmak zor görünmektedir.

Tablo 4.13, sırasıyla bireyci ve kolektivist olarak kategorize edilen ülkelere göre yatırımcı duyarlılığı kontrolü altında ESG priminin sonuçlarını göstermektedir. İlk olarak literatürle paralel olacak şekilde bireyci özelliklere sahip toplumlarda yatırımcı duyarlılığının etkisi daha güçlüdür ve bu da aşırı kendine güvenme davranışının yaygın olduğuna ilişkin kanıtlar ortaya koymaktadır (Sütun (1)-(4)).

Tablo 4. 13: Bireyci ve Kolektivist Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi

	Bireyci				Kolektivist			
	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e	(5) R^e	(6) R^e	(7) R^e	(8) R^e
<i>ESG</i>	0,004 [0,003]		0,004 [0,003]	-0,004 [0,004]	-0,010*** [0,003]		-0,010*** [0,003]	-0,008** [0,003]
<i>High_Sent</i>		-2,019*** [0,252]	-2,019*** [0,252]	-2,732*** [0,529]		-1,221*** [0,073]	-1,221*** [0,073]	-1,006*** [0,143]
<i>ESG * High_Sent</i>				0,017** [0,007]				-0,005* [0,002]
<i>ln(Size)</i>	-2,313*** [0,121]	-2,286*** [0,116]	-2,297*** [0,120]	-2,294*** [0,120]	-2,184*** [0,175]	-2,201*** [0,173]	-2,174*** [0,174]	-2,171*** [0,174]
<i>ln(B/M)</i>	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]	0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]	0,000 [0,001]	0,000 [0,001]
<i>Pro</i>	0,005 [0,005]	0,005 [0,005]	0,005 [0,005]	0,005 [0,005]	0,017*** [0,004]	0,017*** [0,004]	0,017*** [0,004]	0,017*** [0,004]
<i>Inv</i>	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]
<i>Ret6</i>	-0,063*** [0,018]	-0,053*** [0,018]	-0,053*** [0,018]	-0,053*** [0,018]	-0,117*** [0,011]	-0,110*** [0,011]	-0,111*** [0,011]	-0,111*** [0,011]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,109 [0,088]	-0,110 [0,087]	-0,109 [0,087]	-0,106 [0,085]	0,002 [0,056]	0,000 [0,055]	0,002 [0,055]	0,002 [0,055]
$\hat{\beta}_s$	-0,070 [0,056]	-0,070 [0,055]	-0,070 [0,055]	-0,066 [0,056]	-0,082* [0,039]	-0,078* [0,038]	-0,082* [0,039]	-0,080* [0,040]
$\hat{\beta}_h$	-0,131 [0,084]	-0,129 [0,083]	-0,130 [0,083]	-0,131 [0,086]	-0,053 [0,036]	-0,047 [0,036]	-0,053 [0,036]	-0,053 [0,036]
$\hat{\beta}_r$	0,114*** [0,037]	0,114*** [0,037]	0,114*** [0,037]	0,111*** [0,036]	-0,019 [0,027]	-0,022 [0,026]	-0,018 [0,027]	-0,019 [0,027]
$\hat{\beta}_c$	-0,017 [0,062]	-0,017 [0,061]	-0,017 [0,061]	-0,016 [0,062]	-0,011 [0,046]	-0,009 [0,046]	-0,011 [0,046]	-0,012 [0,046]
$\hat{\beta}_w$	0,571*** [0,077]	0,567*** [0,077]	0,567*** [0,077]	0,577*** [0,082]	0,303*** [0,057]	0,301*** [0,057]	0,300*** [0,056]	0,302*** [0,056]
$\hat{\beta}_{ESG}$	0,022 [0,033]	0,022 [0,032]	0,022 [0,032]	0,022 [0,033]	-0,037* [0,018]	-0,035* [0,019]	-0,037* [0,018]	-0,037* [0,018]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,032	0,035	0,035	0,035	0,028	0,029	0,029	0,030
<i>N</i>	284.076	284.076	284.076	284.076	281.941	281.941	281.941	281.941

Literatürün aksine ESG priminin negatif etkisi kolektivist toplumlarda istatistiksel olarak anlamlıdır. Kolektivist toplumlarda gerek kötümserlik gerekse de iyimserlik dönemlerinde ESG negatif prim etkisini sürdürmektedir. Piyasaların kötümserlik dönemlerinde kolektivist toplumlarda ESG puanında bir standart sapmalık artış beklenen getiriyi yılda yaklaşık %1,99 oranında azaltır ($-0,008 \times 20,811 \times 12$) / (Sütun (8)). Diğer yandan bireyci toplumlarda piyasalarda iyimserlik hakim olduğunda ESG priminin hisse senedi artık getirileri üzerindeki etkisi pozitif seyretmektedir (Sütun (4) / (0,017)).

4.8.3. Maskülen ve Feminen Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi

Literatürde yer alan çalışmalara göre maskülen özelliklere sahip toplumlarda her şeyden önce maddi başarı gelirken feminen toplumlar sosyal uyumu temsil etmektedir. Buna göre maskülen toplumlarda kar maksimizasyonu amacı sosyal bir norm olarak görülebilmektedir (Hofstede vd., 2010; Vitolla vd., 2021). Yapılan bir dizi deneysel araştırma kadınların erkeklerden daha güçlü sosyal davranışlar sergilediğini göstermiştir (Beutel ve Marini, 1995; Glynn ve Sen, 2015). Eğer ESG faaliyetlerini firmalara rekabet avantajı kazandırıyorlarsa, maskülen toplumlar rekabet avantajı elde edilmek adına ESG'ye gereken önemi vermiş durumda olmalıdırlar. Dolayısıyla ESG faaliyetlerinin feminen toplumlarda daha fazla teşvik mekanizması oluşturması gerektiğini savunmaktayız. Ayrıca Wang vd. (2021), yüksek toplumsal feminen özelliklerin yatırımcı duyarlılığından daha çok etkilenebileceğini belirtirken, Lundeberg vd. (1994) ise maskülen özellik sergileyen toplumlarda hisse senedi alım – satım işlemlerinde kendine aşırı güvenme ve irrasyonelliğin daha belirgin olduğunu belirtmektedir.

Tablo 4.14'te verilen bulgulara göre feminen özelliklere sahip toplumların maskülen toplumlarla kıyaslandığında daha çok yatırımcı duyarlılığı etkisi altında kaldığı görülmektedir (Sütun (5)-(8)). Ayrıca feminen toplumlarda kötümserlik durumlarında ESG'nin hisse senedi getirileri üzerinde negatif etkisi kanıtlanmıştır (Sütun (8) / (-0,006)).

Tablo 4. 14: Maskülen ve Feminen Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi

	Maskülen				Feminen			
	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e	(5) R^e	(6) R^e	(7) R^e	(8) R^e
<i>ESG</i>	-0,001 [0,002]		-0,001 [0,002]	-0,005 [0,004]	-0,006 [0,004]		-0,006 [0,004]	-0,006* [0,003]
<i>High_Sent</i>		-1,467*** [0,226]	-1,467*** [0,226]	-1,824*** [0,512]		-1,900*** [0,095]	-1,900*** [0,095]	-1,976*** [0,139]
<i>ESG * High_Sent</i>				0,008 [0,007]				0,002 [0,002]
<i>ln(Size)</i>	-2,484*** [0,148]	-2,474*** [0,146]	-2,471*** [0,147]	-2,466*** [0,144]	-1,899*** [0,151]	-1,906*** [0,153]	-1,886*** [0,150]	-1,888*** [0,150]
<i>ln(B/M)</i>	-0,002 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	0,002 [0,001]	0,002 [0,001]	0,002 [0,001]	0,002 [0,001]
<i>Pro</i>	0,001 [0,005]	0,001 [0,005]	0,001 [0,005]	0,001 [0,005]	0,020*** [0,004]	0,019*** [0,004]	0,019*** [0,004]	0,019*** [0,004]
<i>Inv</i>	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,002]	0,001 [0,002]	0,001 [0,002]	0,001 [0,002]
<i>Ret6</i>	-0,088*** [0,015]	-0,081*** [0,015]	-0,081*** [0,015]	-0,081*** [0,015]	-0,087*** [0,018]	-0,077*** [0,017]	-0,077*** [0,017]	-0,077*** [0,017]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,088 [0,079]	-0,089 [0,079]	-0,088 [0,078]	-0,088 [0,079]	-0,008 [0,072]	-0,008 [0,072]	-0,009 [0,072]	-0,009 [0,072]
$\hat{\beta}_s$	-0,134*** [0,035]	-0,134*** [0,034]	-0,134*** [0,034]	-0,136*** [0,034]	0,051 [0,046]	0,052 [0,046]	0,049 [0,046]	0,050 [0,046]
$\hat{\beta}_h$	-0,167*** [0,044]	-0,166*** [0,044]	-0,166*** [0,044]	-0,166*** [0,044]	0,011 [0,062]	0,012 [0,062]	0,010 [0,062]	0,010 [0,062]
$\hat{\beta}_r$	0,140*** [0,030]	0,140*** [0,030]	0,140*** [0,030]	0,139*** [0,029]	-0,066** [0,031]	-0,067** [0,030]	-0,065** [0,031]	-0,065** [0,031]
$\hat{\beta}_c$	-0,052 [0,035]	-0,052 [0,034]	-0,052 [0,034]	-0,051 [0,035]	0,045 [0,059]	0,046 [0,058]	0,044 [0,059]	0,044 [0,059]
$\hat{\beta}_w$	0,557*** [0,068]	0,554*** [0,067]	0,554*** [0,067]	0,553*** [0,069]	0,327*** [0,043]	0,326*** [0,043]	0,324*** [0,043]	0,325*** [0,043]
$\hat{\beta}_{ESG}$	-0,008 [0,020]	-0,008 [0,020]	-0,008 [0,020]	-0,008 [0,020]	-0,009 [0,022]	-0,008 [0,023]	-0,009 [0,022]	-0,009 [0,022]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,032	0,033	0,033	0,033	0,030	0,032	0,032	0,032
<i>N</i>	359.934	359.934	359.934	359.934	206.083	206.083	206.083	206.083

4.8.4. Belirsizlikten Kaçınan ve Toleranslı Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi

Hofstede'in belirsizlikten kaçınma endeksi, bir toplumdaki bireylerin belirsiz durumlardan ne kadar tehdit altında hissettiğini ölçmektedir (Hofstede, 1980). Yüksek belirsizlikten kaçınma düşük risk toleransını göstermektedir ve bu nedenle yüksek belirsizlikten kaçınan kültürlerdeki bireyler genellikle belirsiz koşullara daha az rasyonel tepki vermektedir, (Hofstede, 2001) bu da yatırımcı duygusu üzerinde daha güçlü bir etkiye sahiptir. Buna karşılık, düşük belirsizlikten kaçınma piyasalarındaki yatırımcılar, beklenmedik piyasa değişiklikleriyle daha rahat olma eğilimindedir (Wang vd., 2021).

Godfrey, Merrill ve Hansen'e (2009) göre, ESG kapsamında daha az sosyal ve çevresel sorumluluğa sahip olan ve güvenilir şeffaflığa ulaşamamış firmalar, olası muhasebe sorunları nedeniyle hissedarlarını daha fazla belirsizliğe ve riske maruz bırakmaktadır. Öte yandan, daha fazla sorumluluk sahibi olan firmalar daha az belirsizliğe neden olmakta ve daha az risk maruziyeti yaratmaktadır. Shin vd. (2023), belirsizlikten kaçınmanın yüksek olduğu toplumlarda, firmaların sergilediği sosyal sorumluluk uygulamalarının daha az teşvikle sonuçlanacağını ve bunun tersine, belirsizlikten toleransına sahip toplumlarda, sosyal sorumluluk uygulamalarının firmalar arasında yaygın olmasa da daha fazla teşvik alacağını belirterek bu fikri desteklemektedir.

Çalışmanın bu bölümünde, ulusların belirsizlikten kaçınma düzeyleri kapsamında piyasalardaki değişen duyarlılık durumuna göre ESG priminin kesitsel etkisi test edilmektedir. Diğer kültürel faktörlerde de olduğu gibi belirsizlikten kaçınma endeksi için, medyanın alt ve üst değerlerine göre örneklem katmanlara ayrılmıştır.

Tablo 4.15, belirsizlikten kaçınan ve belirsizlik toleransına sahip olarak kategorize edilen ülkelere göre yatırımcı duyarlılığının kontrolü altında ESG priminin sonuçlarını göstermektedir. Beklenildiği gibi, yüksek belirsizlik toleransına sahip

ülkelerde, ESG'nin artık getiriler üzerindeki negatif etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır. Belirsizliğe toleranslı toplumlarda, piyasalarda karamsarlık hakim olduğunda, ESG puanındaki bir standart sapmalık artış beklenen getiriye yılda yaklaşık %3,50 oranında azaltmaktadır $(-0,014 \times 20,811 \times 12) / (\text{Sütun (8)})$. Belirsizlik toleransına sahip toplumlarda ESG'nin olumsuz etkisinden bahsederken -ki bu örneklemimizin 1/4'ünden biraz daha azdır- yüksek yatırımcı duyarlılığını hesaba kattığımızda bu etki önemsiz hale gelmektedir. Gerçekten de literatürde daha sosyal ve çevresel olarak sorumlu ülkeler olarak tanımlanan belirsizlikten kaçınan ülkelerde ESG aşırı getiriler üzerinde negatif bir prim oluşturmamakta veya artık teşvik edilmemektedir. Piyasa duyarlılığı, tüm spesifikasyonlarda artık getiriler üzerindeki olumsuz etkisini korumaktadır.

Özetle, belirsizlik toleransına sahip ülkelerde iyimserlik piyasalara hakim olmaya başladıkça yatırımcıların sosyal olarak sorumlu varlıklardan ziyade daha riskli varlıklara ilgi duyduğu söylenebilmektedir. Bu ülkelerde ESG'nin olumsuz etkisi oldukça güçlüdür. Bu olumsuz etki yüksek duyarlılık sırasında önemsiz hale gelse de yine de olumsuzdur. Belirsizlikten kaçınan toplumlarda ise yatırımcıların belirsizliğe yönelik bakış açıları daha şüphecidir ve potansiyel belirsizliklerden daha fazla tehdit hissederler. Bu nedenle, kararların rasyonaliteden sapma olasılığı artar ve yatırımcı duyarlılığı etkisini daha güçlü bir şekilde göstermektedir. Gerçekten de Tablo 4.15'teki bulgular, kaçınma toplumlarındaki *High_Sent* katsayısının hoşgörülü toplumlara kıyasla daha yüksek olduğu kanıtlanmıştır. Bu aynı zamanda ekonomik olarak da önemlidir çünkü ortalama aşırı getirilerin %4,08'ine karşılık gelmektedir $(-2,235 / 0,548 = -4,08)$.

Son olarak, belirsizlikten kaçınma düzeyi ve yatırımcı duygusu birlikte ele alındığında, $\hat{\beta}_{ESG}$ istatistiksel olarak anlamlı olmasına rağmen, ESG özellikleri ESG priminin ana itici gücü olmaya devam etmektedir.

Tablo 4. 15: Belirsizlikten Kaçınan ve Belirsizlik Toleransına Sahip Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi

	Belirsizlikten Kaçınan				Belirsizlik Toleransına Sahip			
	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e	(5) R^e	(6) R^e	(7) R^e	(8) R^e
<i>ESG</i>	-0,000 [0,002]		-0,000 [0,002]	-0,004 [0,003]	-0,015*** [0,004]		-0,015*** [0,004]	-0,014*** [0,004]
<i>High_Sent</i>		-1,877*** [0,166]	-1,877*** [0,166]	-2,235*** [0,378]		-0,752*** [0,145]	-0,751*** [0,144]	-0,714* [0,347]
<i>ESG * High_Sent</i>				0,008 [0,005]				-0,001 [0,005]
<i>ln(Size)</i>	-2,272*** [0,119]	-2,256*** [0,117]	-2,255*** [0,118]	-2,255*** [0,118]	-2,064*** [0,180]	-2,090*** [0,183]	-2,059*** [0,180]	-2,059*** [0,181]
<i>ln(B/M)</i>	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	0,003** [0,001]	0,003* [0,001]	0,003** [0,001]	0,003** [0,001]
<i>Pro</i>	0,006 [0,005]	0,006 [0,005]	0,006 [0,005]	0,006 [0,005]	0,021*** [0,004]	0,021*** [0,004]	0,021*** [0,004]	0,021*** [0,004]
<i>Inv</i>	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,003 [0,002]	0,003 [0,002]	0,003 [0,002]	0,003 [0,002]
<i>Ret6</i>	-0,071*** [0,016]	-0,061*** [0,016]	-0,061*** [0,016]	-0,061*** [0,016]	-0,141*** [0,015]	-0,138*** [0,015]	-0,138*** [0,015]	-0,138*** [0,015]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,054 [0,069]	-0,055 [0,068]	-0,055 [0,069]	-0,056 [0,068]	-0,031 [0,137]	-0,042 [0,140]	-0,031 [0,136]	-0,031 [0,136]
$\hat{\beta}_s$	-0,016 [0,039]	-0,017 [0,039]	-0,017 [0,039]	-0,017 [0,039]	-0,158** [0,061]	-0,150** [0,063]	-0,159** [0,061]	-0,158** [0,060]
$\hat{\beta}_h$	-0,092 [0,057]	-0,092 [0,056]	-0,092 [0,056]	-0,092 [0,057]	-0,035 [0,048]	-0,028 [0,048]	-0,035 [0,047]	-0,035 [0,047]
$\hat{\beta}_r$	0,067* [0,034]	0,067* [0,033]	0,067* [0,033]	0,067* [0,033]	-0,010 [0,049]	-0,012 [0,049]	-0,010 [0,049]	-0,010 [0,049]
$\hat{\beta}_c$	-0,004 [0,050]	-0,004 [0,050]	-0,004 [0,050]	-0,004 [0,050]	0,044 [0,047]	0,046 [0,048]	0,044 [0,047]	0,044 [0,047]
$\hat{\beta}_w$	0,480*** [0,055]	0,476*** [0,055]	0,476*** [0,055]	0,479*** [0,056]	0,349*** [0,080]	0,349*** [0,081]	0,348*** [0,080]	0,348*** [0,080]
$\hat{\beta}_{ESG}$	0,014 [0,021]	0,014 [0,021]	0,014 [0,021]	0,014 [0,021]	-0,065** [0,029]	-0,062* [0,030]	-0,065** [0,029]	-0,065** [0,029]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,029	0,031	0,031	0,031	0,037	0,038	0,038	0,038
<i>N</i>	436.732	436.732	436.732	436.732	129.285	129.285	129.285	129.285

4.8.5. Uzun ve Kısa Vadeli Oryantasyona Sahip Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi

Hofstede vd.'ye (2010) göre, uzun vadeli yönelime sahip toplumlardaki yatırımcılar, aile işletmeleri ve gayrimenkul yatırımlarını tercih ederken, kısa vadeli yönelime sahip toplumlardaki yatırımcılar hisse senedi piyasalarına ve yatırım fonlarına yönelmektedirler. Davranışsal finans yaklaşımlarına göre bireysel yatırımcıların irrasyonel hareket edebileceği, gürültü tüccarı özellikleri sergileyebileceği ve aşırı tepki gösterme eğiliminde olabileceği görüşünden hareketle (Lee ve Swaminathan, 2000; Grinblatt ve Keloharju, 2000), Wang vd.'ye (2021) göre kısa vadeli yönelime sahip piyasalardaki hisse senedi getirileri, bireysel yatırımcıların daha yüksek katılımı nedeniyle yatırımcı duyarlılığından daha fazla etkilenebilmektedir.

Diğer yandan Bearden vd.'ye (2006) göre uzun vadeli yönelim, toplumdaki bireylerin etik değerleri ve satın alma davranışları üzerinde etkili olması sebebiyle bireylerin tüketimleri mevcut ihtiyaçlardan ziyade gelecekte meydana gelebilecek ihtiyaçlara odaklı olacaktır. Bu fikirden hareketle uzun vadeli yönelime sahip toplumlarda gelecekteki değeri güvence altına almak amacıyla firmaların ESG faaliyetlerini korumak kritik bir rol oynamaktadır. Aksine kısa vadeli yönelime sahip toplumlarda ESG sosyal bir norm olarak algılanmayacağından ve kısa vadeli getirilerin kritik bir öneme sahip olmasından dolayı, ESG uygulamalarının uzun vadeli yönelime sahip toplumlarla kıyaslandığında daha fazla teşvik edilmesi beklenmektedir (Shin vd., 2023).

Tablo 4.16, yatırımcı duyarlılığının değişen seviyelerinde uzun ve kısa vadeli yönelime sahip toplumlarda ESG ve getiri ilişkisine yönelik regresyon sonuçlarını vermektedir.

Wang vd.'nin (2021) aksine uzun vadeli oryantasyona sahip ülkelerdeki yatırımcıların daha çok hisse senedine yatırım yapmaya meyilli olduklarını

savunmaktayız. Böyle olunca uzun vadeli yönelime sahip piyasalarda yatırımcı duyarlılığının hisse senedi getirileri üzerindeki negatif etkisi daha güçlü olmaktadır.

Diğer yandan literatürle uygun olacak şekilde sonuçlar kısa vadeli yönelime sahip piyasalarda ESG'nin negatif prim etkisinin uzun vadeli yönelime sahip piyasalardan daha güçlü olduğunu göstermektedir. Diğer bir deyişle, uzun vadeye yönelen toplumlarda zaten sosyal sorumluluk ve kurumsal yönetim konularına gereken önem verildiği için artık daha fazla teşvik edilmemektedir. Tablo 4.16'nın Sütun (4)'ünde görüleceği üzere kısa vadeye yönelen piyasalarda kötümserlik hakim olduğunda ESG'nin hisse senedi getirileri üzerindeki negatif etkisi devam etmektedir ($-0,007$). Uzun vadeli oryantasyona sahip toplumlarda ise iyimserlik hakimken ESG getiriler üzerinde pozitif bir etki yaratmaktadır (Sütun (8)).

Özetle, uzun vadeli yönelime sahip toplumların hisse senedi yatırımlarına daha çok önem verdiği tespit edilmiştir. Böylece, rasyonaliteden sapan kararların olasılığı artmakta ve yatırımcı duyarlılığı etkisini daha güçlü göstermektedir. Gerçekten de uzun vadeye yönelen toplumlardaki *High_Sent* katsayısının diğer toplumlara kıyasla daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu aynı zamanda ekonomik olarak da önemlidir çünkü ortalama aşırı getirinin %5,25'ine karşılık gelmektedir ($-2,878 / 0,548 = -5,25$) (Sütun (8)). ESG, kötümser piyasa koşullarında uzun vadeli oryantasyona sahip ülkelerdeki yatırımcılardan ziyade kısa vadeli oryantasyona sahip ülkelerdeki yatırımcılar tarafından daha fazla teşvik edilmektedir. Kısa vadeli oryantasyona sahip ülkelerde, negatif ESG priminin etkisi oldukça güçlüdür. Son olarak tüm spesifikasyonlarda $\hat{\beta}_{ESG}$ katsayısı anlamsızdır. Dolayısıyla negatif ESG priminin yatırımcı tercihlerinden kaynaklandığına ilişkin önceki bulgular desteklenmektedir.

Tablo 4. 16: Kısa Vadeli ve Uzun Vadeli Oryantasyona Sahip Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi

	Kısa Vadeli Oryantasyon				Uzun Vadeli Oryantasyon			
	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e	(5) R^e	(6) R^e	(7) R^e	(8) R^e
<i>ESG</i>	-0,008** [0,003]		-0,008** [0,003]	-0,007** [0,003]	0,001 [0,003]		0,001 [0,003]	-0,005 [0,005]
<i>High_Sent</i>		-0,957*** [0,075]	-0,957*** [0,075]	-0,807*** [0,175]		-2,271*** [0,242]	-2,271*** [0,242]	-2,878*** [0,518]
<i>ESG * High_Sent</i>				-0,003 [0,003]				0,015* [0,008]
<i>ln(Size)</i>	-2,153*** [0,128]	-2,165*** [0,128]	-2,146*** [0,127]	-2,145*** [0,127]	-2,303*** [0,134]	-2,279*** [0,133]	-2,282*** [0,133]	-2,283*** [0,134]
<i>ln(B/M)</i>	0,001 [0,001]	0,000 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]
<i>Pro</i>	0,017*** [0,004]	0,017*** [0,004]	0,017*** [0,004]	0,017*** [0,004]	0,005 [0,005]	0,005 [0,005]	0,005 [0,005]	0,005 [0,005]
<i>Inv</i>	0,002 [0,002]	0,002 [0,002]	0,002 [0,002]	0,002 [0,002]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]
<i>Ret6</i>	-0,126*** [0,012]	-0,122*** [0,012]	-0,122*** [0,012]	-0,122*** [0,012]	-0,057*** [0,018]	-0,045** [0,017]	-0,045** [0,017]	-0,045** [0,017]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,059 [0,088]	-0,062 [0,088]	-0,059 [0,087]	-0,058 [0,087]	-0,048 [0,092]	-0,050 [0,090]	-0,050 [0,090]	-0,050 [0,088]
$\hat{\beta}_s$	-0,138*** [0,033]	-0,135*** [0,032]	-0,138*** [0,033]	-0,137*** [0,033]	0,004 [0,049]	0,002 [0,048]	0,003 [0,049]	0,005 [0,049]
$\hat{\beta}_h$	-0,048 [0,044]	-0,044 [0,044]	-0,048 [0,044]	-0,048 [0,044]	-0,119 [0,079]	-0,118 [0,078]	-0,118 [0,078]	-0,118 [0,081]
$\hat{\beta}_r$	0,011 [0,027]	0,009 [0,027]	0,011 [0,027]	0,010 [0,027]	0,087** [0,034]	0,087** [0,033]	0,087** [0,034]	0,085** [0,033]
$\hat{\beta}_c$	-0,005 [0,048]	-0,003 [0,048]	-0,005 [0,048]	-0,005 [0,048]	-0,003 [0,061]	-0,004 [0,060]	-0,004 [0,060]	-0,002 [0,061]
$\hat{\beta}_w$	0,352*** [0,049]	0,349*** [0,049]	0,350*** [0,049]	0,350*** [0,049]	0,522*** [0,073]	0,517*** [0,073]	0,517*** [0,073]	0,521*** [0,076]
$\hat{\beta}_{ESG}$	-0,026 [0,019]	-0,025 [0,019]	-0,026 [0,019]	-0,026 [0,019]	0,019 [0,030]	0,019 [0,030]	0,019 [0,030]	0,019 [0,030]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,032	0,032	0,032	0,032	0,030	0,033	0,033	0,033
<i>N</i>	286.720	286.720	286.720	286.720	279.297	279.297	279.297	279.297

4.8.6. Hoşgörü ve Kısıtlama Eğilimine Sahip Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Hisse Senedi Getirileri İlişkisi

Hofstede'nin (2010) hoşgörü ve kısıtlama sınıflandırmasından yola çıkarak Shin vd. (2023), kısıtlama eğilimine sahip toplumların sosyal normlar konusunda daha katı davranışlar sergilediklerini belirtmektedir. Böylece firmalar tarafından benimsenen ESG davranışların etik olmayan skandalların önüne geçebilecek ve toplumun istikrarına katkıda bulunacak bir güç olarak görülmektedir. Dolayısıyla bu toplumlarda ESG faaliyetlerinin benimsenmesine yönelik yatırımcı teşvik mekanizması hoşgörü eğilimine sahip toplumlarla kıyaslandığında daha az işleyecektir.

Minkov (2011) tarafından, kısıtlama eğilimine sahip toplumların hoşgörü eğilimine sahip toplumlarla kıyaslandığında sadece ihtiyaç duydukları malları satın almaya meyilli olması belirtilmektedir. Böylece hoşgörü özellikleri taşıyan toplumlarda yatırımcılar hisse senedi ticareti yapmak için daha elverişlidir ve bu toplumlarda yatırımcı duyarlılığı etkisi daha yüksek gözlemlenebilmektedir (Wang vd., 2021).

Hoşgörü ve kısıtlayıcı özelliklere sahip toplumlarda ESG primine ilişkin sonuçlar Tablo 4.17'de verilmektedir. Literatürle uyumlu bir şekilde hoşgörü özelliği gösteren ülkelerde kısıtlama özelliği gösteren ülkelerle kıyaslayınca duyarlılığın hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi daha güçlüdür. Beklenenin aksine, ESG'nin artık getiriler üzerindeki negatif ve istatistiksel olarak anlamlı etkisi sadece kısıtlamaya sahip ülkelerde devam etmektedir (Sütun (8)). Söz konusu toplumlarda, piyasalarda karamsarlık hakim olduğunda, ESG puanındaki bir standart sapmalık artış beklenen getiriyi yılda yaklaşık %2,00 oranında azaltmaktadır $(-0,008 \times 20,811 \times 12)$ / (Sütun (8)). İyimser yatırımcı duyarlılığını dikkate aldığımızda negatif etki devam etmektedir. Piyasa duyarlılığı, tüm spesifikasyonlarda aşırı getiriler üzerindeki olumsuz etkisini korumaktadır. Yüksek duyarlılık dönemlerinde hoşgörüyü sahip uluslarda ESG'nin artık getiriler üzerindeki pozitif etkisi istatistiksel olarak anlamlıdır (Sütun (4)).

Tablo 4. 17: Hoşgörü ve Kısıtlama Eğilimine Sahip Toplum Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığı Seviyelerine İlişkin ESG ve Getiri İlişkisi

	Hoşgörülü				Kısıtlayıcı			
	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e	(5) R^e	(6) R^e	(7) R^e	(8) R^e
<i>ESG</i>	0,003 [0,003]		0,003 [0,003]	-0,004 [0,004]	-0,010*** [0,003]		-0,010*** [0,003]	-0,008** [0,003]
<i>High_Sent</i>		-2,028*** [0,253]	-2,028*** [0,253]	-2,697*** [0,537]		-1,189*** [0,077]	-1,188*** [0,077]	-0,991*** [0,140]
<i>ESG * High_Sent</i>				0,016* [0,008]				-0,004* [0,002]
<i>ln(Size)</i>	-2,320*** [0,120]	-2,294*** [0,116]	-2,303*** [0,119]	-2,303*** [0,120]	-2,161*** [0,180]	-2,180*** [0,178]	-2,151*** [0,179]	-2,149*** [0,178]
<i>ln(B/M)</i>	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]	0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]	0,000 [0,001]	0,000 [0,001]
<i>Pro</i>	0,005 [0,005]	0,005 [0,005]	0,005 [0,005]	0,005 [0,005]	0,016*** [0,005]	0,016*** [0,005]	0,016*** [0,005]	0,016*** [0,005]
<i>Inv</i>	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]
<i>Ret6</i>	-0,067*** [0,019]	-0,056*** [0,019]	-0,056*** [0,019]	-0,056*** [0,019]	-0,115*** [0,011]	-0,108*** [0,011]	-0,109*** [0,011]	-0,109*** [0,011]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,095 [0,086]	-0,097 [0,084]	-0,096 [0,085]	-0,093 [0,083]	-0,004 [0,056]	-0,007 [0,056]	-0,004 [0,056]	-0,004 [0,056]
$\hat{\beta}_s$	-0,075 [0,052]	-0,075 [0,052]	-0,075 [0,052]	-0,071 [0,053]	-0,068 [0,040]	-0,065 [0,039]	-0,068* [0,039]	-0,066 [0,040]
$\hat{\beta}_h$	-0,125 [0,080]	-0,124 [0,079]	-0,125 [0,079]	-0,126 [0,081]	-0,056 [0,038]	-0,050 [0,038]	-0,056 [0,038]	-0,056 [0,038]
$\hat{\beta}_r$	0,097** [0,034]	0,097** [0,034]	0,097** [0,034]	0,094** [0,034]	-0,009 [0,028]	-0,012 [0,028]	-0,009 [0,028]	-0,009 [0,028]
$\hat{\beta}_c$	-0,012 [0,060]	-0,011 [0,059]	-0,012 [0,059]	-0,011 [0,060]	-0,017 [0,046]	-0,015 [0,046]	-0,017 [0,046]	-0,017 [0,046]
$\hat{\beta}_w$	0,544*** [0,081]	0,540*** [0,081]	0,540*** [0,081]	0,547*** [0,085]	0,321*** [0,054]	0,318*** [0,054]	0,319*** [0,054]	0,320*** [0,054]
$\hat{\beta}_{ESG}$	0,014 [0,036]	0,014 [0,036]	0,014 [0,036]	0,014 [0,036]	-0,029 [0,018]	-0,027 [0,018]	-0,029 [0,018]	-0,029 [0,018]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,034	0,036	0,036	0,036	0,026	0,027	0,027	0,027
<i>N</i>	292.517	292.517	292.517	292.517	273.500	273.500	273.500	273.500

4.9. SAĞLAMLIK TESTLERİ

Tez çalışmasının bu bölümü kesitsel olarak çeşitli alternatif sağlamlık testleri sunmaktadır. İlk olarak, kültürel etkiye geçişin nedenini açıklamak için ESG ile belirli yatırım alanlarındaki artık getiriler arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. İkinci olarak, ulusal kültür açısından ESG perspektiflerindeki olası değişiklikler ve özellikle 2010'dan önceki sınırlı ESG verilerinden kaynaklanan olası önyargılar test edilmiştir. Üçüncü sağlamlık testinde, Baker ve Wurgler (2006; 2007) tarafından geliştirilen yatırımcı duyarlılık endeksinin küresel örneklemedeki değişiklikleri açıklamadaki yetersizliğinden kaynaklanabilecek endişeler, duyarlılık endeksi vekili olarak tüketici güven endeksinin kullanılmasıyla ortadan kaldırılmıştır. Son olarak, yatırımcı duyarlılığı ve ulusal kültür kapsamında ESG alt puanları incelenmiştir.

4.9.1. Spesifik Yatırım Alanlarının Dikkate Alınması

Kesitsel ESG priminin kültürel faktörlerle ilişkili olduğuna dair kanıtları desteklemek amacıyla, ESG priminin ülkeler arasındaki bölgesel düzenleme farklılıklardan kaynaklanabileceği şüphesine odaklanılmıştır. Bu amaçla, Fama – French tarafından belirlenen spesifik alanları dikkate alınmıştır.

Cicchello vd. (2023), ABD ve AB için karşılaştırmalı analizler yürütmüştür ve ESG düzenlemelerinin ESG stratejilerinin benimsenmesi için bir teşvik mekanizması oluşturduğunu belirtmiştir. Bu bulguya göre, dünya çapındaki ESG uygulamaları bölgesel düzenlemelere bağlı olarak büyük ölçüde değişebilir. Özellikle AB, ABD, gelişmekte olan ülkeler ve Asya – Pasifik bölgesindeki uygulamalar bu farklılıkların açık örneklerini sunmaktadır. AB, katı ESG düzenlemelerine sahip olmasıyla (örneğin, Avrupa Yeşil Mutabakatı ve Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlama Direktifi) ve bu alanda dünya çapında lider konumda olmasıyla bilinirken, ABD, ESG düzenlemelerinde gönüllü bir sistem benimsemektedir. Gelişmekte olan ülkeler ve Asya – Pasifik bölgesi dikkate alındığında, ESG'nin Çin ve Hindistan gibi büyük ülkelerde giderek daha önemli bir rol oynamaya başladığı görülmektedir (Shen vd.,

2023). Bu farklı uygulamaları küresel bir örneklemede bir arada incelemek, bölgesel etkileri kültürel farklılıklarla karıştırma riskini taşımaktadır.

Tablo 4. 18: Spesifik Yatırım Alanları İçin Yatırımcı Duyarlılığının ESG ve Getiri İlişkisine Etkisi

	(NA) R^e	(AP w/J) R^e	(EUR) R^e	(EM) R^e
<i>ESG</i>	-0,000 [0,005]	-0,016** [0,006]	-0,005 [0,005]	-0,005 [0,005]
<i>High_Sent</i>	-3,177*** [0,653]	-1,299*** [0,213]	-0,999*** [0,247]	-1,090*** [0,259]
<i>ESG * High_Sent</i>	0,020** [0,009]	0,003 [0,002]	0,001 [0,004]	-0,009** [0,004]
<i>ln(Size)</i>	-2,497*** [0,136]	-2,246*** [0,197]	-1,656*** [0,146]	-2,574*** [0,214]
<i>ln(B/M)</i>	0,000 [0,001]	-0,003 [0,002]	0,001 [0,001]	0,001 [0,002]
<i>Pro</i>	0,003 [0,008]	0,012** [0,005]	0,011** [0,005]	0,027*** [0,006]
<i>Inv</i>	0,002 [0,001]	0,002 [0,003]	0,000 [0,001]	0,000 [0,003]
<i>Ret6</i>	-0,040 [0,024]	-0,117*** [0,011]	-0,098*** [0,018]	-0,122*** [0,011]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,153 [0,093]	0,083 [0,087]	-0,488*** [0,164]	0,399*** [0,124]
$\hat{\beta}_s$	-0,058 [0,054]	-0,083 [0,056]	-0,142* [0,080]	-0,128** [0,057]
$\hat{\beta}_h$	-0,299*** [0,058]	0,218 [0,138]	-0,199*** [0,053]	0,045 [0,052]
$\hat{\beta}_r$	0,168** [0,059]	-0,084 [0,058]	0,132*** [0,038]	-0,111* [0,053]
$\hat{\beta}_c$	-0,094 [0,060]	0,026 [0,107]	0,050 [0,052]	-0,000 [0,043]
$\hat{\beta}_w$	0,655*** [0,111]	0,313** [0,115]	0,478*** [0,094]	0,232*** [0,078]
$\hat{\beta}_{ESG}$	0,058 [0,055]	0,021 [0,029]	0,014 [0,028]	-0,125*** [0,024]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,037	0,026	0,044	0,026
<i>N</i>	193.360	114.345	130.907	127.405

Not: Bu tablo, Denklem 4.8'deki modelin havuzlanmış OLS tahmininden elde edilen katsayıları göstermektedir. NA: Kuzey Amerika, AP w/J: Asya Pasifik + Japonya, EUR: Avrupa ve EM: Gelişmekte Olan Ülkelerdir. Bağımlı değişken, firma düzeyindeki artık getirilerdir (R^e). *High_Sent*,

Baker ve Wurgler tarafından geliştirilen yatırımcı duyarlılık endeksi kullanılarak hesaplanan medyan değerine göre medyanın üzerinde değerlere sahip dönemlere 1, diğerlerine 0 değeri veren bir kukla değişkendir. Tüm regresyonlar firma ve yıl sabit etkilerini içerir. Standart hatalar GICS'e göre sektör düzeyinde kümelenmiştir. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. Robust standart hatalar parantez içinde bildirilmiştir. * $p<0,10$, ** $p<0,05$, *** $p<0,01$

Bölgesel düzenleyicilerden kaynaklanacak farklılıkları görmezden gelme önyargısından kaçınmak ve kültürel farklılıklara odaklanmanın geçerliliğini test etmek amacıyla, her bir yatırım alanı için Denklem 4.8 ayrı ayrı tahmin edilmiştir. Tablo 4.18'deki sonuçlar, negatif ESG primi etkisinin kötümser piyasa koşullarında hala devam ettiğini, ancak yalnızca Japonya ile Asya – Pasifik bölgesinde istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlar, bölgesel ayrımın Kuzey Amerika, Avrupa ve Gelişmekte olan piyasa ülkeleri için bir fark ortaya koymadığını göstermektedir. Negatif katsayıların anlamlılığının ortadan kalkması, gözlemlerin kaybolmasından da kaynaklanabileceği gibi bölgesel bir ayrımın negatif ESG etkisini açıklayamaması, analizlerin kültürel düzeyde incelenmesine olanak tanımaktadır.

4.9.2. 2010 Öncesi ve Sonrası Alt Örneklem

Örneklem dönemini 2010 öncesi ve 2010 sonrası olarak ayırmak, iki kritik yorum açısından önemli bir fark yaratmaktadır. İlk yorum, ESG verilerinin ve yatırımcı farkındalığının 2010 öncesinde ülkeler arasında önemli ölçüde farklılık gösterdiğini vurgulamaktadır. Bu, erken verilerin sınırlı kullanılabilirliği nedeniyle analiz sonuçlarının yanıltıcı olabileceği anlamına gelmektedir. 2010'dan sonra ESG verilerinin artan kullanılabilirliği ve konu hakkında yatırımcı farkındalığının artması daha tutarlı ve güvenilir sonuçlar sağlamaktadır.

İkinci yorum, kültürel tutumların zamanla değişebileceğini ve ülkelerin kültürel faktörlerinin zaman içinde sabit olduğunu varsaymanın potansiyel bir sınırlama olabileceğini öne sürmektedir. 2005'ten 2023'e kadar, ülkeler özellikle 2015 Paris İklim Anlaşması gibi küresel çevre anlaşmalarının etkisi nedeniyle ESG'ye yönelik tutumlarında önemli değişiklikler yaşamış olabilmektedirler. Bu nedenle,

örnekleme dönemini ayırarak yapılan analiz, kültürel tutumların ve risk algılarının evrimini hesaba katarak daha sağlam ve geçerli sonuçlar sağlamaktadır.

Bu olası önyargı sorunlarını test etmek için, örnekleme dönemi iki kategoriye ayrılmıştır: 2010 öncesi ve sonrası dönem. Her iki alt dönem için de Denklem 4.8 tahmin edilmiştir ve sonuçlar Tablo 4.19’da bildirilmiştir.

Sonuçlar, 2010 öncesi ve sonrası dönemlerde hala kesitsel negatif ESG primi olduğunu göstermektedir. 2010 öncesi dönemde daha güçlü olmasına rağmen, negatif ESG primi her iki alt dönemde de istatistiksel olarak anlamlıdır ve bu prim hala firmaya özgü ESG karakteristikleri ve yatırımcı tercihleri tarafından yönlendirilmektedir.

Tablo 4. 19: 2010 Öncesi/Sonrası Dönemde Yatırımcı Duyarlılığının ESG ve Getiri İlişkisine Etkisi

	(pre-2010) R^e	(post-2010) R^e
<i>ESG</i>	-0,016** [0,007]	-0,007** [0,003]
<i>High_Sent</i>	3,718*** [0,548]	-2,237*** [0,369]
<i>ESG * High_Sent</i>	0,006* [0,003]	0,007 [0,005]
<i>ln(Size)</i>	-4,076*** [0,238]	-2,451*** [0,117]
<i>ln(B/M)</i>	0,009*** [0,002]	-0,000 [0,001]
<i>Pro</i>	0,005 [0,010]	0,010** [0,005]
<i>Inv</i>	-0,000 [0,002]	0,001 [0,001]
<i>Ret6</i>	-0,203*** [0,014]	-0,076*** [0,015]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,292* [0,155]	-0,057 [0,074]
$\hat{\beta}_s$	-0,164 [0,116]	-0,061** [0,028]
$\hat{\beta}_h$	-0,277*** [0,088]	-0,051 [0,071]
$\hat{\beta}_r$	0,260*** [0,081]	0,026 [0,034]
$\hat{\beta}_c$	-0,111 [0,089]	0,033 [0,056]
$\hat{\beta}_w$	0,011 [0,137]	0,492*** [0,054]
$\hat{\beta}_{ESG}$	0,027 [0,036]	-0,012 [0,023]
Yıl S.E.	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet
adj. R^2	0,084	0,029
<i>N</i>	54.168	511.849

Not: Bu tablo, 2010 öncesi/sonrası alt dönem için Denklem 4.8'deki modelin havuzlanmış OLS tahmininden elde edilen katsayıları göstermektedir. Bağımlı değişken, firma düzeyindeki artık getirilerdir (R^e). *High_Sent*, Baker ve Wurgler tarafından geliştirilen yatırımcı duyarlılık endeksi kullanılarak hesaplanan medyan değerine göre medyanın üzerinde değerlere sahip dönemlere 1, diğerlerine 0 değeri veren bir kukla değişkendir. Tüm regresyonlar firma ve yıl sabit etkilerini içerir. Standart hatalar GICS'e göre sektör düzeyinde kümelenmiştir. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. Robust standart hatalar parantez içinde bildirilmiştir. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

4.9.3. Tüketici Güven Endeksi (Consumer Confidence Index – CCI)

Baker ve Wurgler (2006; 2007) tarafından geliştirilen yatırımcı duyarlılık endeksi ABD piyasaları için tasarlanmıştır, ancak yazarlar uluslararası bir duyarlılık endeksi geliştirme girişimlerinde ABD için tasarlanan duyarlılık endeksinin küresel duyarlılık seviyelerini de yansıttığını belirtmektedir (Baker vd., 2012). Örneklemin çoğunluğu ABD firmalarından oluşmaktadır, ancak olası temsilci önyargısını ortadan kaldırmak için Wang vd.'yi (2021) takip ederek sağlamlık testi için yatırımcı duyarlılığının vekili olarak ülkelerin Tüketici Güven Endeksi (CCI) kullanılmıştır. Aylık CCI'lar, ulusal otoriteler ve araştırma kuruluşları tarafından sunulan verileri derleyen Datastream'den elde edilmiştir.¹¹ Baker ve Wurgler'in (2006; 2007) yatırımcı güven endeksinde olduğu gibi, her ülke için medyan değerine göre CCI verileri yüksek ve düşük olmak üzere iki kategoriye ayrılmıştır.

Tablo 4.20, CCI'nın değişen seviyelerine göre ESG ile artık getiri arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Öncelikle CCI'nın dikkate alındığı her spesifikasyonda yüksek CCI dönemlerini takiben düşük beklenen getiriler elde edilmektedir. Bu sonuç, CCI'nın yatırımcı duyarlılığını temsil etmek üzere kullanılmasını haklı çıkarmaktadır. Dahası, düşük güven periyodunda, negatif ESG karakteristiği primi kalıcı olmaktadır, güven yüksek olduğunda ise bu etki pozitif dönmeğe dönüşmektedir (Sütun (4)). Önceki bulgular desteklenerek, yatırımcılar genellikle piyasanın karamsar olduğu dönemlerde ESG'yi tercih etme eğilimi göstermektedirler.

¹¹ Kanada, Norveç ve Güney Afrika gibi üç aylık CCI'lar için, Baker ve Wurgler (2006) ve Wang vd. (2021) takip edilmiştir ve verisi olmayan aylar için son mevcut değerleri uygulayarak üç aylık CCI'lar aylık CCI'lara dönüştürülmüştür. CCI verilerine erişim sağlanamadığı için örneklemden Peru, Singapur ve Birleşik Arap Emirlikleri hariç tutulmuştur. Wang vd. (2021) takip edilerek, farklı değer aralıklarına sahip olmaları sebebiyle her pazar için CCI'lar sıfır beklenti ve birim varyansı ile standartlaştırılmıştır.

Tablo 4. 20: Getiriler, ESG Puanı ve Tüketici Güven Endeksine İlişkin Sonuçlar

	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e
<i>ESG</i>	-0,003 [0,002]		-0,002 [0,002]	-0,010** [0,004]
<i>High_CCI</i>		-1,257*** [0,257]	-1,256*** [0,257]	-2,099*** [0,567]
<i>ESG * High_CCI</i>				0,018** [0,007]
<i>ln(Size)</i>	-2,254*** [0,116]	-2,197*** [0,114]	-2,192*** [0,115]	-2,189*** [0,116]
<i>ln(B/M)</i>	-0,000 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,000 [0,001]
<i>Pro</i>	0,008* [0,004]	0,008* [0,004]	0,008* [0,004]	0,008* [0,004]
<i>Inv</i>	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]
<i>Ret6</i>	-0,085*** [0,015]	-0,079*** [0,015]	-0,079*** [0,015]	-0,080*** [0,015]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,066 [0,063]	-0,067 [0,064]	-0,067 [0,064]	-0,066 [0,064]
$\hat{\beta}_s$	-0,054* [0,029]	-0,050 [0,033]	-0,050 [0,034]	-0,050 [0,034]
$\hat{\beta}_h$	-0,085 [0,051]	-0,098* [0,053]	-0,098* [0,053]	-0,095* [0,053]
$\hat{\beta}_r$	0,049* [0,026]	0,040 [0,026]	0,040 [0,026]	0,040 [0,026]
$\hat{\beta}_c$	0,001 [0,046]	-0,010 [0,047]	-0,010 [0,047]	-0,011 [0,047]
$\hat{\beta}_w$	0,465*** [0,045]	0,496*** [0,050]	0,496*** [0,050]	0,495*** [0,051]
$\hat{\beta}_{ESG}$	-0,003 [0,018]	-0,002 [0,018]	-0,003 [0,017]	-0,003 [0,018]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,030	0,032	0,032	0,032
<i>N</i>	558.133	558.133	558.133	558.133

Not: Bu tablo, Denklem 4.8'deki modelin havuzlanmış OLS tahmininden elde edilen katsayıları göstermektedir. Bağımlı değişken, firma düzeyindeki artık getirilerdir (R^e). *High_CCI*, her ülke için CCI kullanılarak hesaplanan medyan değerine göre medyanın üzerinde değerlere sahip dönemlere 1, diğerlerine 0 değeri veren bir kukla değişkendir. Tüm regresyonlar firma ve yıl sabit etkilerini içerir. Standart hatalar GICS'e göre sektör düzeyinde kümelenmiştir. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. Robust standart hatalar parantez içinde bildirilmiştir. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

4.9.4. ESG Alt Boyutlarının Dikkate Alınması

Sağlamlık testleri, Ni ve Sun (2023) tarafından yapıldığı gibi ESG alt puanları göz önünde bulundurularak ilerletilmiştir. Galema vd.'nin (2008), alt puanlar arasındaki olası ters ilişki nedeniyle toplam sosyal sorumluluk puanının önemsiz hale gelebileceği görüşü ve Gonenc ve Scholtens'ın (2017) sorumluluk puanının alt boyutlarının daha yüksek açıklayıcı güce sahip olabileceği görüşü benimsenmiştir.

EK 1 ve EK 2, sırasıyla çevresel alt puanı ve sosyal alt puanı için yatırımcı duyarlılığı kapsamında ESG primine ilişkin sonuçları sunmaktadır. Toplam ESG puanında olduğu gibi EN ve SO alt puanları için bulgular sağlamdır. Piyasaların kötümserlik durumlarında yatırımcılar EN ve SO yoğun hisseleri tercih ederken EN ve SO primi negatif görünmektedir. İyimserlik hakim olduğunda ise riskli varlıklara kayma eğilimi görülmektedir. EK 3 ise kurumsal yönetim alt puanına ilişkin sonuçları bildirmektedir. CG alt puanına ilişkin karakteristik primi hala negatiftir fakat istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Özetle, buradan elde ettiğimiz sonuçlar, alt puanlarla ilgilenen yatırımcıların tercihlerinin, piyasalardaki değişen duyarlılık seviyelerine göre şekillendiğini göstermektedir.

4.10. AMPİRİK BULGULARIN YORUMLANMASI

Bu tez çalışması ESG ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla literatürde sıklıkla kullanılan iki ayrı ampirik metodolojiyi benimsemektedir.

Öncelikle Hipotez 1'in test edilmesi amacıyla ESG tabanlı portföyler oluşturulmuş ve ilgili portföylerin artık ve anormal getirileri, Sharpe oranı ve ortalama ESG puanlarını hesaplanmıştır. Buradan elde edilen bulgular “firmaların sosyal sorumluluk/ESG faaliyetleri hisse senedi getirileri üzerinde negatif bir etkiye sahiptir (ESG faaliyetlerinin riski azaltması üzerine negatif olması beklenmektedir). Bu ilişki

hissedar gözüyle incelenerek yüksek ve düşük ESG skoruna sahip portföylerin artık ve anormal getirileri arasındaki farkın negatif ve anlamlı olması beklenmektedir” şeklinde belirtilen Hipotez 1’i desteklemektedir. En kötü ESG puanına sahip olan ve *Worst* şeklinde tanımlanan portföyden en iyi ESG puanına sahip olan *Best* şeklinde tanımlanan portföye doğru ilerledikçe azalan artık getiri dizilimi bulunmaktadır. Ayrıca uzun – kısa portföy stratejisini test etmek amacıyla *Best* portföyü ile *Worst* portföyü arasındaki getiri farkı hesaplanmıştır. *Best minus Worst* portföyünden elde edilen negatif artık getiri hesaplanan *t* istatistiğine göre de istatistiksek olarak anlamlıdır. Buraya kadar elde edilen bulgular Kempf ve Osthoff (2007), Becchetti ve Ciciretti (2009), Ciciretti vd. (2023) ile paraleldir.

Hipotez 2, portföy düzeyinde analizlerden elde edilen bulguları firma karakteristikleri ile desteklemek ve ESG yoğun firmaların arbitrajı maliyetli/riskli hale getirmediğini kanıtlamak için kurulmuş ve yatay kesit analizlerle test edilmiştir. Havuzlanmış OLS tahmincisinden elde edilen bulgular ESG’ye yönelmenin firmaların brüt karlılığını artırdığını ve kendine özgü oynaklığı ise azalttığını göstermektedir. Buradan elde edilen bulgular Hipotez 2’yi destekler niteliktedir çünkü ESG faaliyetleri firmaların değerlemesini kolaylaştırmaktadır.

Portföy düzeyinde tespit edilen ESG priminin öncelikle piyasalardaki değişen yatırımcı duyarlılığı seviyelerine göre değiştiği düşünülmektedir. Çünkü literatür, ESG ile yatırımcı duyarlılığı arasında bir ilişki tespit etmiştir (Cheong vd., 2017; Naughton vd., 2019). Ayrıca bu çalışmanın Hipotez 1 ve Hipotez 2’den elde edilen bulgularına dayanarak ESG yoğun firmaların düşük yatırımcı duyarlılığını takip eden dönemlerde daha düşük negatif getiriler elde etmesi beklenmektedir. Çünkü yatırımcı duyarlılığı ile getirileri arasında negatif bir ilişki vardır. Yüksek yatırımcı duyarlılığı dönemlerinin ardından beklenen getiriler negatif seyretmektedir. O halde düşük yatırımcı duyarlılığı dönemlerinin ardından gerçekleşmesi muhtemel pozitif beklenen getirinin ESG priminden dolayı negatif olması beklenmektedir. Bu ilişkiyi test etmeye yönelik kurulan Hipotez 3, Baker ve Wurgler (2006; 2007) tarafından geliştirilen yatırımcı duyarlılık endeksi ve ülkelerin tüketici güven endeksi verileri dikkate alınarak incelenmiştir. Elde edilen bulgular gerçekten de düşük yatırımcı duyarlılığı

dönemlerinde (piyasaların kötümserliği) yatırımcıların düşük riskli ESG yatırımlarına yöneldiği göstermektedir. Yüksek yatırımcı duyarlılığı dönemlerinde (piyasaların iyimserliği) yatırımcılar daha yüksek riskli varlıklara yatırım yapma eğilimi sergilemektedirler. Kötümserlik dönemlerinde ESG yoğun hisse senetlerinin ani talep artışı fiyat baskısı oluşturacak, fiyat yükseldikçe yeni alıcı için ileriye dönük beklenen getirinin düşme olasılığı artacak ve negatif getiriler sergilemesine sebep olacaktır. Bulgular Hipotez 3'ü desteklemektedir.

Son olarak yatırımcı duyarlılığının farklı kültürel özelliklere sahip toplumlarda farklı seviyelerde etki gösterdiğine dair bulgulardan (Wang vd., 2021) ve yine farklı kültürlerde ESG uygulamalarının yatırımcılar tarafından farklı derecelerde ödüllendirilebileceğine ilişkin bulgulardan (Shin vd., 2023) hareket ederek kurulan Hipotez 4, Hofstede'in altı kültürel boyutu ile incelenmiştir. Buradan elde edilen bulgular düşük güç mesafesine sahip, kolektivist ve feminen özellikleri baskın olan, belirsizlik toleransı yüksek olan, kısa vadeli eğilime sahip olan ve kısıtlayıcı toplumlarda ESG'nin negatif prim etkisi anlamlı olmaktadır ve böylece Hipotez 4 kabul edilmektedir. Bu tür toplumlarda ESG faaliyetleri yatırımcılar tarafından ödüllendirilmektedir veya teşvik edilmektedir.

Tüm analizler incelendiğinde ESG'nin negatif bir prim yarattığı açıktır. Bu prim Ciciretti vd. (2023) sonuçlarıyla paralel olacak şekilde bir sistematik risk primi olmaktan ziyade yanlış fiyatlandırmadan kaynaklı yatırımcı tercihlerine dayalı bir karakteristik primidir. Sonuçlarımız ESG alt puanları, alt örneklem periyodu analizleri, bölgesel farklılıkların ve tüketici güven endeksinin dikkate alınmasıyla sağlamlaştırılmıştır.

SONUÇ

Şirket düzeyinde sosyal açıdan sorumlu yatırımlar bir ESG primi yaratıyorsa, bu yatırımcı duyarlılığı ve kültürel özelliklere göre değişebilir mi? Gelişen SRI literatürüne katkıda bulunmayı amaçlayan bu çalışma, finans alanında cevaplanmaya çalışılan temel bir soruyu davranışsal bir boyuta taşımaktadır. Uzun – kısa portföy stratejisine dayanarak, öncelikle ESG tabanlı portföy getirileri %10'luk dilimlerde incelenmiştir ve daha yüksek ESG puanlarına sahip portföylerin daha düşük getiri sağladığına dair kanıtlar sunulmuştur. Ayrıca, klasik varlık fiyatlandırma modellerine eklenen ESG primiyle bile ESG tabanlı portföylerin anormal getirilerinin açıklanamayacağı gösterilmiştir ve bu nedenle kesitsel boyuta yönelik analizler gerçekleştirilmiştir.

Önceki dönem ESG puanındaki artışın, firmaya özgü bir dizi değişkenin kontrolü altında bile, sonraki dönem artık getirileri azalttığı tespit edilmiştir. Ayrıca, kesitsel boyutta kanıtlanan negatif ve anlamlı ESG priminin yatırımcı duyarlılığına göre değişebileceği de tespit edilmiştir. Firmalar sosyal sorumluluk davranışlarına önem verse ve bu konuda faaliyetlerini iyileştirmeye çalışsa da asıl hedefleri paydaşların değerini en üst düzeye çıkarmaktır ve bu iki hedefi bütünleştirmeleri gerekmektedir. Bu çalışmayla yatırımcıların ESG yatırım stratejilerini farklı piyasa duyarlılığı seviyelerine göre güncelledikleri kanıtlanmıştır. İyimserliğin hakim olduğu bir piyasada, yatırımcılar daha az riskten kaçınma davranışı sergilemektedir ve daha düşük risk ve belirsizlikle ilişkilendirilen yüksek ESG hisselerini satmaya daha meyilli olmaktadır. Ancak, kötümser duygular hakim olduğunda, tam tersi şekilde davranmaktadırlar ve daha düşük riske sahip ESG hisselerine yatırım yaparak bir koruma stratejisi izlemektedirler.

Ayrıca, yatırımcı duyarlılığının farklı kültürel özelliklere sahip toplumları farklı düzeylerde etkilediği savunularak, toplumlar kültürel özelliklerine göre ayrı ayrı incelenmiştir. Literatürdeki beklentilerle neredeyse benzer şekilde sonuçlar bazı kültürlerde ESG yatırımlarının ödüllendirildiğini bazılarında ise daha fazla teşvik

mekanizması oluşturmadağını göstermektedir. SRI pazarının son on yıldaki muazzam büyümesi göz önüne alındığında, bu çalışma yakın tarihli bir örnek gösterge niteliğindedir. Farklı bakış açılarından kanıt elde etmek amacıyla, bu çalışmada bir ESG portföy stratejisiyle birlikte kesitsel regresyonlar kullanılmıştır. Elde edilen bulgular bir dizi sağlamlık testiyle güçlendirilmiştir. Kesitsel analizdeki 2010 öncesi ve 2010 sonrası alt periyotların ve ESG alt puanlarının sonuçları, toplam ESG ile elde edilen bulguları desteklemektedir. Tüketici güven endeksini kullanmak, her ülkeyi öznel bir şekilde incelemeye olanak sağlamaktadır ve bulgular sağlamdır.

Özetle, Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasında küresel bir örnekleme dayanarak yürütülen bu çalışma, özellikle F&F3, Carhart (1997) momentum faktörü ve F&F5 modeli anlamında, kullanılabilecek bir işlem stratejisiyle artık getiriler ile ESG derecelendirmeleri arasında bir ilişki olup olmadığını güçlü bir şekilde sorgulamaktadır. Daha önce Halbritter ve Dorfleitner (2015), yüksek ve düşük ESG derecelendirmelerine sahip portföyler arasında artık getiride ayırt edilebilir bir fark olmadığını göstermişken, bu çalışmada ESG tabanlı uzun – kısa stratejisinin faydalı olduğu tespit edilmiştir. Ciciretti vd. (2023) tarafından sunulan son kanıtlar, güçlü bir ESG priminin bir risk priminden ziyade bir firma özelliği olarak yatırımcı tercihlerine bağlı olduğunu öne sürmektedir ve benzer şekilde bu çalışmanın bulgularında yatırımcı tercihlerinin bir fonksiyonu olarak önemli bir firmaya özgü ESG karakteristiği primi tespit edilmiştir. Bulgularımız bu nedenle ESG'nin bir risk primi olmaktan çok firma karakteristiğine dayalı bir yanlış fiyatlandırma olduğunu ileri sürmektedir. Bu ayrım, ESG'nin yatırımcı davranışı üzerindeki etkisini anlamak ve teorik çerçeveyi karakteristiğe dayalı yaklaşımlara kaydırmak için önemlidir. Son olarak, ESG priminin kesitsel artık getiriler üzerindeki olumsuz etkisinin zamanla değişen yatırımcı duyarlılığına önemli ölçüde bağlı olduğu ve ulusların kültürel özelliklerine göre şekillendiği kanıtlanmıştır.

Bu çalışmanın birtakım sınırlamaları bulunmaktadır. İlk olarak, ESG puanlarının sağlayıcılar arasında önemli ölçüde değişebileceği düşünüldüğünde sınırlayıcı bir faktör olabilecek yalnızca Refinitiv ESG verileri kullanılmıştır. ESG sağlayıcıları arasındaki farklılıklar, özellikle metodolojileri, ağırlıklandırmaları ve

kategorizasyon yöntemlerinde, elde edilen sonuçların genelleştirilebilirliğini etkileyebilmektedir (Berg vd., 2022). ESG puanlarının farklı sağlayıcılar tarafından nasıl etkilenebileceğine ilişkin önceki çalışmalar (Chatterji vd., 2016; Gibson Brandon vd., 2021) da bu tür varyasyon ve sapmaların yaygın olduğunu göstermektedir. Gibson Brandon vd. (2021), hangi sektörlerin ESG derecelendirme anlaşmazlıklarına daha fazla maruz kaldığını ve finansal ve muhasebe faktörlerinin ESG derecelendirme anlaşmazlıkları üzerindeki etkisini ayrıntılı olarak açıklarken, hisse senedi getirileri ile ESG derecelendirme anlaşmazlıkları arasında pozitif bir ilişki tespit etmiştir. Bu nedenle, ESG puanlarının heterojenliğini anlamak, sonuçların doğruluğu ve güvenilirliği için önemli bir faktördür. Bu tür karşılaştırmaları içeren ve ESG derecelendirme uyumsuzluğunu hesaba katan gelecekteki araştırmalar, ESG bulgularının risk primi ve yatırımcı tercihi açısından sağlamlığını artıracaktır.

İkinci sınırlama ise bu çalışmada önerilen ESG tabanlı uzun – kısa portföy stratejisinin gerçek dünyadaki uygulanabilirliğiyle ilgilidir. Düşük ESG şirketlerini içeren portföylerin kısa bacağında karşılaşılabilecek çeşitli zorluklar bulunmaktadır. Bu şirketler genellikle daha küçük olmakta veya daha düşük likiditeye sahip olmakta, bu da işlem maliyetlerini artırabilmekte, pozisyon kapatma süresini uzatabilmekte veya açığa satış fırsatlarını sınırlayabilmektedir. Pedersen vd. (2021), düşük ESG şirketlerinde açığa satış işlemlerinin hem likidite hem de itibar riskleri nedeniyle yatırımcılar için kısıtlayıcı olabileceğini vurgulamaktadır. Sonuçlarımız brüt getiriler temelinde hesaplanmakta olup, işlem maliyetleri, alış – satış spreadleri ve açığa satış kısıtlamaları dikkate alınmamıştır. Ancak bu sınırlamaların dikkate alınması portföy stratejisinin ekonomik önemini değerlendirmek açısından önemli olmaktadır. Bu bağlamda, Frazzini vd. (2018) tarafından geliştirilen işlem maliyeti tahmin yöntemleri gibi yaklaşımların gelecekteki çalışmalarda kullanılması sonuçların sağlamlığını artıracığı düşünülmektedir.

Bu sonuçların şirket yöneticilerinden ulusal ve uluslararası yatırımcılara kadar herkese fayda sağlayacağı düşünülmektedir. Sonuçlarımız, piyasalarda zaman içinde dalgalanan yatırımcı duyarlılığının ve ulusal kültürel özelliklerin yatırımcıların ESG tercihlerini ve dolayısıyla ESG primini etkilediğini göstermektedir.

Bu tez çalışmasında, ilk olarak firma düzeyinde yatırımcı tercihlerinden kaynaklanan bir ESG priminin varlığı tespit edilmiştir. Böylece ESG puanlarının hem firmaya özgü riskleri azaltırken hem de değerlemeye ilişkin önemli bir diğer parametre olan karlılık üzerindeki olumlu etkileri tespit edilerek portföy düzeyindeki analizlerden elde edilen “daha yüksek ESG puanlarına sahip portföylerin daha düşük artık getiriler sağlaması” sonucuna yatay-kesit analiz bulgularıyla dayanak oluşturulmuştur. Ayrıca bu çalışmada, yatırımcı tercihlerinden kaynaklanan ESG karakteristik priminin hisse senedi getirileri üzerinde etkisinin davranışsal finans perspektifinden yatırımcı duyarlılığı seviyelerine ve yatırım yapılan ortamın kültürel özelliklerine bağlı olduğu sonucuna varılmıştır. Zira bulgular, yatırımcıların özellikle duyarlılığın düşük olduğu dönemlerde daha düşük riskle ilişkilendirilen ESG hisselerine yatırım yapma eğilimine sahip olduğunu göstermektedirler. Buradan hareketle, bundan sonraki çalışmalar için yukarıda bahsi geçen kısıtlamalar dikkate alınarak farklı ESG veri tabanlarından elde edilecek bulgularla sonuçların karşılaştırılması önerilmektedir. Ayrıca bu çalışmada kullanılan Hofstede’in ulusal kültür verileri, kültürün zamana göre değişmediği varsayımına dayanmaktadır. Fakat ESG’ye yönelik yatırımcı algısının ve kültürel bakış açısının özellikle 2010/2015 yıllarından sonra hükümetlerin sürdürülebilirliğe yönelik birtakım düzenlemeleri ve anlaşmalarıyla gelişim göstermesi ve evrilmesi muhtemeldir. Bundan sonraki çalışmalarda statik bir kültür verisinden ziyade dinamik tabanlı bir kültür verisi kullanılması söz konusu bulguları ileriye taşıyacak ve değişen kültürel etkilere ilişkin şüpheleri ortadan kaldıracaktır. Ayrıca gelecekte yürütülecek çalışmaların ESG tabanlı yatırım tercihleri için bir yatırım stratejisi önerirken düşük ESG puanına sahip firmaların gerçek yatırım dünyasında açığa satış kısıtlamaları gibi birtakım sorunlarla karşılaşabileceği varsayımı ışık tutması önem arz etmektedir.

KAYNAKÇA

- Adams, C. A., & McNicholas, P. “Making a difference: Sustainability reporting, accountability and organisational change”, **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 20(3), 2007, s. 382-402.
- Adams, C. A., & Whelan, G. “Conceptualising future change in corporate sustainability reporting”, **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 22(1), 2009, s. 118-143.
- Ahmad, Z., Hassan, S., & Mohammad, J. “Determinants of environmental reporting in Malaysia”, **International Journal of Business Studies**, 11(1), 2003, s. 69-90.
- Akyıldırım, E., Coşkun, A., Çelik, İ., & Höl, A. Ö. “Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (ESG) Haberlerinin Firmaların Finansal Performansına Etkisi: Borsa İstanbul’dan Kanıt”, **Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 24(2), 2022, s. 598-621.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. “Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence”, **Management Science**, 65(10), 2019, s. 4451-4469.
- Alexander, G. J., & Buchholz, R. A. “Corporate social responsibility and stock market performance”, **Academy of Management Journal**, 21(3), 1978, s. 479-486.
- Alparslan, A., & Aygün, M. “Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Firma Performansı”, **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 18(1), 2013, s. 435-448.
- Al-Tuwaijri, S. A., Christensen, T. E., & Hughes Li, K. E. “The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach”, **Accounting, Organizations and society**, 29(5-6), 2004, s. 447-471.
- Amran, A., & Keat Ooi, S. “Sustainability reporting: meeting stakeholder demands”, **Strategic Direction**, 30(7), 2014, s. 38-41.

- An, Z., Chen, Z., Li, D., & Xing, L. "Individualism and stock price crash risk", **Journal of International Business Studies**, 49(9), 2018, s. 1208-1236.
- An, Y., Davey, H., & Eggleton, I. R. "Towards a comprehensive theoretical framework for voluntary IC disclosure", **Journal of Intellectual Capital**, 12(4), 2011, s. 571-585.
- Aras, G., Aybars, A., & Kutlu, Ö. "Managing Corporate Performance: Investigating the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Emerging Markets", **International Journal of Productivity and Performance Management**, 59(3), 2010, s. 229-254.
- Arrow, K. J. **Essays in the theory of risk-bearing**. (Vol. 121), 1974.
- Arrow, K. J. "Risk Perception in Psychology and Economics", **Economic Inquiry**, 1982, 1-9.
- Arsoy, A. P., Arabaci, Ö., & Çiftçioğlu, A. "Corporate social responsibility and financial performance relationship: The case of Turkey", **Journal of Accounting & Finance**, 53, 2012, s. 159-176.
- Ashraf, B. N. "Stock markets' reaction to Covid-19: Moderating role of national culture", **Finance Research Letters**, 41, 2021, s. 1-9, 101857.
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. D. "An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability", **Academy of Management Journal**, 28(2), 1985, s. 446-463.
- Avramov, D., Cheng, S., Lioui, A., & Tarelli, A. "Sustainable investing with ESG rating uncertainty", **Journal of Financial Economics**, 145(2), 2022, s. 642-664.
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. "Impact of ESG performance on firm value and profitability", **Borsa Istanbul Review**, 22(2), 2022, s. 119-127.
- Azevedo, V., Kaserer, C., & Campos, L. M. "Investor sentiment and the time-varying sustainability premium", **Journal of Asset Management**, 22(7), 2021, s. 600-621.

- Azzone, G., Brophy, M., Noci, G., Welford, R., & Young, W. "A stakeholders' view of environmental reporting", **Long Range Planning**, 30(5), 1997, s. 699-709.
- Baird, P. L., Geylani, P. C., & Roberts, J. A. "Corporate social and financial performance re-examined: Industry effects in a linear mixed model analysis", **Journal of Business Ethics**, 109(3), 2012, s. 367-388.
- Baker, M., & Wurgler, J. "Investor sentiment and the cross-section of stock returns", **The Journal of Finance**, 61(4), 2006, s. 1645-1680.
- Baker, M., & Wurgler, J. "Investor sentiment in the stock market", **Journal of Economic Perspectives**, 21(2), 2007, s. 129-151.
- Baker, M., Wurgler, J., & Yuan, Y. "Global, local, and contagious investor sentiment", **Journal of Financial Economics**, 104(2), 2012, s. 272-287.
- Bandopadhyaya, A., & Jones, A. L. "Measures of investor sentiment: A comparative analysis put-call ratio vs. volatility index", **Journal of Business & Economics Research**, 6(8), 2008, s. 27-34.
- Bannier, C. E., Bofinger, Y., & Rock, B. "Doing safe by doing good: ESG investing and corporate social responsibility in the US and Europe", **CFS Working Paper Series**, (No. 621), 2019.
- Bansal, P. "Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development", **Strategic Management Journal**, 26, 2005, s. 197-218.
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. "A model of investor sentiment", **Journal of Financial Economics**, 49(3), 1998, s. 307-343.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. "Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance", **Strategic Management Journal**, 33(11), 2012, s. 1304-1320.
- Bearden, W. O., Money, R. B., & Nevins, J. L. "A measure of long-term orientation: Development and validation", **Journal of the Academy of Marketing Science**, 34(3), 2006, s. 456-467.

- Becchetti, L., & Ciciretti, R. "Corporate social responsibility and stock market performance", **Applied Financial Economics**, 19(16), 2009, s. 1283-1293.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Dalò, A. "Fishing the corporate social responsibility risk factors", **Journal of Financial Stability**, 37, 2018, s. 25-48.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. "Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility", **Journal of Corporate Finance**, 35, 2015, s. 297–309.
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. "Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings", **Review of Finance**, 26(6), 2022, s. 1315-1344
- Bergman, N. K., & Roychowdhury, S. "Investor Sentiment and Corporate Disclosure", **Journal of Accounting Research**, 46(5), 2008, s. 1057-1083.
- Beugelsdijk, S., Maseland, R., & Van Hoorn, A. "Are scores on Hofstede's dimensions of national culture stable over time? A cohort analysis", **Global Strategy Journal**, 5(3), 2015, s. 223–240.
- Beutel, A. M., & Marini, M. M. "Gender and values", **American Sociological Review**, 1995, s. 436-448.
- Black, F. "Noise", **The Journal of Finance**, 41(3), 1986, s. 528-543.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. **Investments**, NY: McGraw-Hill/Irwin, 2009.
- Bolton, P., & Kacperczyk, M. "Do investors care about carbon risk", **Journal of Financial Economics**, 142(2), 2021, s. 517-549.
- Bourgeois III, L. J. "On the measurement of organizational slack", **Academy of Management Review**, 6(1), 1981, s. 29-39.
- Bowen, H. R. **Social Responsibilities of the Businessman**, New York: Harper & Row, 1953.
- Bowman, E. H., & Haire, M. "A Strategic Posture toward Corporate Social Responsibility", **California Management Review**, 18(2), 1975, s. 49–58.

- Bram, J., & Ludvigson, S. "Does consumer confidence forecast household expenditure? A sentiment index horse race", **Economic Policy Review**, 1998, s. 59–78.
- Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. "Corporate social responsibility and resource-based perspectives", **Journal of Business Ethics**, 69, 2006, s. 111-132.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. "The Role of ESG Performance during times of Financial Crisis: Evidence from COVID-19 in China", **Finance Research Letters**, 38, 2021.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. "Investor sentiment and asset valuation", **The Journal of Business**, 78(2), 2005, s. 405-440.
- Brown, K. C., Harlow, W. V., & Tinic, S. M. "Risk aversion, uncertain information, and market efficiency", **Journal of Financial Economics**, 22(2), 1988, s. 355-385.
- Brundtland, G. H. "Our Common Future World Commission on Environment and Development (WCED)", New York: NY: Oxford University Press, 1987.
- Canbaş, S., & Kandır, S. Y. "Investor sentiment and stock returns: Evidence from Turkey", **Emerging Markets Finance and Trade**, 45(4), 2009, s. 36-52.
- Carhart, M. M. "On persistence in mutual fund performance", **The Journal of Finance**, 52(1), 1997, s. 57-82.
- Carroll, A. B. "A three-dimensional conceptual model of corporate performance", **Academy of Management Review**, 4(4), 1979, s. 497-505.
- Carroll, A. B. "The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders", **Business Horizons**, 1991, s. 39-48.
- Carroll, A. B. **A history of corporate social responsibility: Concepts and practices**, Ed. Andrew Crane vd., The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility, 2008.
- CERES CERES, (Çevrimiçi) <https://www.ceres.org/about-us>, 22 Kasım 2023.

- Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I., & Touboul, S. “Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers”, **Strategic Management Journal**, 37(8), 2016, s. 1597-1614.
- Chen, W. R., & Miller, K. D. “Situational and institutional determinants of firms’ R&D search intensity”, **Strategic Management Journal**, 28(4), 2007, s. 369-381.
- Chen, T., Dong, H., & Lin, C. “Institutional shareholders and corporate social responsibility”, **Journal of Financial Economics**, 135(2), 2020, s. 483–504.
- Cheong, C. W., Sinnakkannu, J., & Ramasamy, S. “Reactive or proactive? Investor sentiment as a driver of corporate social responsibility” **Research in International Business and Finance**, (42), 2017, s. 572-582.
- Chui, A. C., Titman, S., & Wei, K. J. “Individualism and momentum around the world”, **The Journal of Finance**, 65(1), 2010, s. 361-392.
- Chun, D., Zhang, Z., Cohen, E., Florea, L., & Genc, O. F. “Long-term orientation and the passage of time: Is it time to revisit Hofstede’s cultural dimensions?”, **International Journal of Cross Cultural Management**, 21(2), 2021, s. 353–371.
- Cicchiello, A. F., Marrazza, F., & Perdicizzi, S. “Non-financial disclosure regulation and environmental, social, and governance (ESG) performance: The case of EU and US firms”, **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 30(3), 2023, s. 1121-1128.
- Ciciretti, R., Dalò, A., & Dam, L. “The contributions of betas versus characteristics to the ESG premium”, **Journal of Empirical Finance**, 71, 2023, s. 104-124.
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. “Corporate social responsibility and financial performance”, **Academy of Management Journal**, 27(1), 1984, s. 42-56.
- Cornell, B. “ESG preferences, risk and return”, **European Financial Management**, 27(1), 2021, s. 12-19.
- Davis, K. “Can Business Afford to Ignore Social Responsibilities?”, **California Management Review**, 2, 1960, s. 70-6.

- Deegan, C. "Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation", **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 15(3), 2002, s. 282-311.
- Deegan, C., Rankin, M., & Voght, P. "Firms' disclosure reactions to major social incidents: Australian evidence", **Accounting Forum**, 24(1), 2000, s. 101-130. Taylor & Francis.
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. "Does the stock market overreact?", **The Journal of Finance**, 40(3), 1985, s. 793-805.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. "Noise trader risk in financial markets", **Journal of Political Economy**, 98(4), 1990, s. 703-738.
- Dienes, D., Sassen, R., & Fischer, J. "What are the drivers of sustainability reporting? A systematic review", **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, 7(2), 2016, s. 154-189.
- Dierkes, M., & Antal, A. B. "Whither corporate social reporting: is it time to legislate?", **California Management Review**, 28(3), 1986, s. 106-21.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. "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), 2021, s. 315-334.
- Dyl, E. A., & Maberly, E. D. "Odd-Lot Transactions Around The Turn Of The Year And The January Effect", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 27(4), 1992, s. 591-604.
- Dyllick, T., & Hockerts, K. "Beyond the business case for corporate sustainability", **Business Strategy and the Environment**, 11(2), 2002, s. 130-141.
- Eberstadt, N. "What history tells us about corporate responsibilities", **Managing Corporate Social Responsibility**, 17, 1977, s. 22.

- Eccles, R. G., Kastrapeli, M. D., & Potter, S. J. "How to integrate ESG into investment decision-making: Results of a global survey of institutional investors", **Journal of Applied Corporate Finance**, 29(4), 2017, s. 125-133.
- Eisenhardt, K. M. "Agency theory: An assessment and review", **Academy of Management Review**, 14(1), 1989, s. 57-74.
- Elkington, J. **Cannibals with forks: The triple bottom line of 21st century business**, Capstone, 1997.
- Epstein, M., Flamholtz, E., & McDonough, J. J. "Corporate social accounting in the United States of America: state of the art and future prospects", **Accounting, Organizations and Society**, 1(1), 1976, s. 23-42.
- Epstein, E. M. "The Corporate Social Policy Process: Beyond Business Ethics, Corporate Social Responsibility, and Corporate Social Responsiveness", **California Management Review**, 29, 1987, s. 99-114.
- Erhemjamts, O., Li, Q., & Venkateswaran, A. "Corporate social responsibility and its impact on firms' investment policy, organizational structure, and performance", **Journal of Business Ethics**, 118(2), 2013, s. 395-412.
- ERTA Entegre Raporlama Türkiye Ağı, (Çevrimiçi) www.entegreraporlamatr.org, 3 Mayıs 2024.
- European Commission. A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility. European Union., 2011.
- EUROSTAT Economic sentiment indicator, (Çevrimiçi) <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/>, t.y.
- Fama, E. F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", **Journal of Finance**, 25, 1970, s. 383-417.
- Fama, E. F., & French, K. R. "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", **Journal of Financial Economics**, 33(1), 1993, s. 3-56.
- Fama, E. F., & French, K. R. "Disagreement, tastes, and asset prices", **Journal of Financial Economics**, 83(3), 2007, s. 667-689.

- Fama, E. F., & French, K. R. "Size, value, and momentum in international stock returns", **Journal of Financial Economics**, 105(3), 2012, s. 457-472.
- Fama, E. F., & French, K. R. "A five-factor asset pricing model", **Journal of Financial Economics**, 116(1), 2015, s. 1-22.
- Fama, E. F., & French, K. R. "International tests of a five-factor asset pricing model", **Journal of Financial Economics**, 123(3), 2017, s. 441-463.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. "Separation of ownership and control", **The journal of law and Economics**, 26(2), 1983, s. 301-325.
- Fama, E. F., & MacBeth, J. D. "Risk, return, and equilibrium: Empirical tests", **Journal of Political Economy**, 81(3), 1973, s. 607-636.
- Feng, G. F., Long, H., Wang, H. J., & Chang, C. P. "Environmental, social and governance, corporate social responsibility, and stock returns: What are the short-and long-Run relationships?", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 29(5), 2022, s. 1884-1895.
- Freeman, R. E. **Strategic management: A stakeholder approach**. Cambridge university press, 2010.
- Freeman, R. E., & Dmytriiev, S. "Corporate social responsibility and stakeholder theory: Learning from each other Symphonia", **Emerging Issues in Management**, 1, 2017, s. 7-15.
- Friedman, M. **Capitalism and Freedom**. Chicago, IL: University of Chicago Press, 1962.
- Frazzini, A., Israel, R., & Moskowitz, T. J. "Trading costs" (Vol. 3229719). **SSRN**, 2018.
- Frynas, J. G., & Yamahaki, C. "Corporate social responsibility: Review and roadmap of theoretical perspectives", **Business Ethics: a European Review**, 25(3), 2016, s. 258-285.
- Galema, R., Plantinga, A., & Scholtens, B. "The stocks at stake: Return and risk in socially responsible investment", **Journal of Banking & Finance**, 32(12), 2008, s. 2646-2654.

- Gallén, M. L., & Peraita, C. “The effects of national culture on corporate social responsibility disclosure: a cross-country comparison”, **Applied Economics**, 50(27), 2018, s. 2967-2979.
- Gibbons, M. R., Ross, S. A., & Shanken, J. “A test of the efficiency of a given portfolio”, **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, 1989, 57(5), s. 1121-1152.
- Gibson Brandon, R., Krueger, P., & Schmidt, P. S. “ESG rating disagreement and stock returns”, **Financial Analysts Journal**, 4, 2021, s. 104-127
- Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. “Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance”, **Journal of Portfolio Management**, 45(5), 2019, s. 69-83.
- Gladwin, T. N., Kennelly, J. J., & Krause, T. S. “Shifting paradigms for sustainable development: Implications for management theory and research”, **Academy of Management Review**, 20, 1995, s. 874-907.
- Global Sustainable Investment Alliance Global Sustainable Investment Review. Technical report, (Çevrimiçi) <https://www.gsi-alliance.org/>, 2022. 5 Aralık 2024.
- Glynn, A. N., & Sen, M. “Identifying judicial empathy: Does having daughters cause judges to rule for women’s issues?”, **American Journal of Political Science**, 59(1), 2015, s. 37-54.
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. “The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis”, **Strategic Management Journal**, 30(4), 2009, s. 425–445.
- Gonenc, H., & Scholtens, B. “Environmental and financial performance of fossil fuel firms: A closer inspection of their interaction”, **Ecological Economics**, 132, 2017, s. 307-328.
- GRI Global Reporting Initiative, 2013. (Çevrimiçi) <https://www.globalreporting.org/about-gri/mission-history/>. 12 Haziran 2023.
- Gray, R. “Social, environmental and sustainability reporting and organisational value creation? Whose value? Whose

- creation?", **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 19(6), 2006, s. 793-819.
- Gray, R., Owen, D., & Adams, C. Some theories for social accounting?: A review essay and a tentative pedagogic categorisation of theorisations around social accounting. Ed. M.A. Freedman, **Sustainability, Environmental Performance and Disclosures** (Advances in Environmental Accounting & Management, Vol. 4), (Cilt 4, s. 1-54). Leeds: Emerald Group Publishing Limited, 2009.
- Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. "Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth", **Journal of Business Ethics**, 124, 2014, s. 633-657.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. "The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set", **Journal of Financial Economics**, 55(1), 2000, s. 43-67.
- Gul, F. A., Krishnamurti, C., Shams, S., & Chowdhury, H. "Corporate social responsibility, overconfident CEOs and empire building: Agency and stakeholder theoretic perspectives", **Journal of Business Research**, 111, 2020, s. 52-68.
- Guidry, R. P., & Patten, D. M. "Market reactions to the first-time issuance of corporate sustainability reports: Evidence that quality matters", **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, 1(1), 2010, s. 33-50.
- Hahn, R., & Kühnen, M. "Determinants of sustainability reporting: A review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research", **Journal of Cleaner Production**, 59, 2013, s. 5-21.
- Halbritter, G., & Dorfleitner, G. "The wages of social responsibility-where are they? A critical review of ESG investing", **Review of Financial Economics**, 26, 2015, s. 25-35.
- Handley, S. M., & Angst, C. M. "The impact of culture on the relationship between governance and opportunism in outsourcing relationships", **Strategic Management Journal**, 36(9), 2015, s. 1412-1434.

- Hart, S. L. "A natural-resource-based view of the firm", **Academy of Management Review**, 20(4), 1995, s. 986-1014.
- Hay, R., & Gray, E. "Social responsibilities of business managers", **Academy of Management Journal**, 17(1), 1974, s. 135-143.
- Heald, M. "Management's responsibility to society: The growth of an idea", **Business History Review**, 31(4), 1957, s. 375-384.
- Heald, M. **The Social Responsibilities of Business: Company and Community, 1900–1960**. Cleveland: The Press of Case Western Reserve University, 1970.
- Henriksson, R., Livnat, J., Pfeifer, P., & Stumpp, M. "Integrating ESG in portfolio construction", **The Journal of Portfolio Management**, 45(4), 2019, s. 67-81.
- Herzig, C., & Schaltegger, S. "Corporate sustainability reporting", Ed. J. Godemann, ve G. Michelsen, **Sustainability communication: Interdisciplinary perspectives and theoretical foundation**, (s. 151-169). Lüneburg and Nottingham: Springer, 2011.
- Ho, J. L., & Taylor, M. E. "An empirical analysis of triple bottom-line reporting and its determinants: evidence from the United States and Japan", **Journal of International Financial Management & Accounting**, 18(2), 2007, s. 123-150.
- Ho, F. N., Wang, H.-M. D., & Vitell, S. J. "A global analysis of corporate social performance: The effects of cultural and geographic environments", **Journal of Business Ethics**, 107(4), 2012, s. 423-433.
- Hofstede, G. "Motivation, leadership, and organization: do American theories apply abroad?", **Organizational Dynamics**, 9(1), 1980, s. 42-63.
- Hofstede, G. **Culture's consequences: International differences in work-related values**, Beverly Hills, CA: Sage Publications, 1984.
- Hofstede, G. **Cultures and Organizations: Software of the Mind**, London, UK: McGraw-Hill, 1991.

- Hofstede, G. **Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations**, Thousand Oaks, 2001.
- Hofstede, G., Hofstede, G. J., & Minkov, M. **Cultures and organizations: Software of the mind**, (3. Baskı), McGraw-Hill, New York, 2010.
- Hofstede, G. "Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context", **Online Readings in Psychology and Culture**, 2(1), 2011, s. 1-26.
- Hofstede, G., & Bond, M. "The Confucius connection: from cultural roots to economic growth", **Organizational Dynamics**, 15(1), 1988, s. 4–21.
- Hofstede, G., Neuijen, B., Ohayv, D. D., & Sanders, G. "Measuring organizational cultures: A qualitative and quantitative study across twenty cases", **Administrative Science Quarterly**, 1990, s. 286-316.
- Hodgson, G. M. "Evolutionary and Competence-Based Theories of the Firm", **Journal of Economic Studies**, 25, 1998, s. 25–56.
- Hsu, P. H., Li, K., & Tsou, C. Y. "The pollution premium", **The Journal of Finance**, 78(3), 2023, s. 1343-1392.
- Hunt, S. D. **A general theory of competition: Resources, competences, productivity, economic growth**. Sage publications, 1999.
- IIRC International Integrated Reporting Council, (Çevrimiçi) <https://www.mcguinnessinstitute.org/wp-content/uploads/2020/04/IIRC-2013.pdf>, 2013.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., & Vermaelen, T. "Market underreaction to open market share repurchases", **Journal of Financial Economics**, 39(2-3), 1995, s. 181-208.
- Jensen, M. C. "The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-64", **Journal of Finance**, 23, 1968, s. 389-416.
- Jensen, M., & Meckling, W. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure", **Journal of Financial Economics**, 3, 1976, s. 305-360.

- Jo, H., & Na, H. "Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors", **Journal of Business Ethics**, 110, 2012, s. 441-456.
- Johnson, H. L. **Business in Contemporary Society: Framework and Issues**. Belmont: Wadsworth Publishing Co., Inc, 1971.
- Keleş, E., & Çetin, A. Corporate social responsibility, investor sentiment, and stock returns. **Sustainability and Social Responsibility: Regulation and Reporting**, Singapore: Springer, 2018. s. 443-462.
- Kempf, A., & Osthoff, P. "The effect of socially responsible investing on portfolio performance", **European Financial Management**, 13(5), 2007, s. 908–922.
- Keynes, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. London: Harcourt Brace Jovanovich, (1936. seri yeniden basım), 1964.
- Kidd, C. V. "The evolution of sustainability", **Journal of Agricultural & Environmental**, 5, 1992, s. 1-26.
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. "Corporate social responsibility and stock price crash risk", **Journal of Banking & Finance**, 43, 2014, s. 1-13.
- Kolk, A. "Evaluating corporate environmental reporting", **Business Strategy and the Environment**, 8(4), 1999, 225-237.
- Kolk, A. "Sustainability reporting", **VBA Journal**, 21(3), 2005, s. 34-42.
- Kroeber, A. L., & Kluckhohn, C. "Culture: a critical review of concepts and definitions", **Peabody Museum of Archaeology & Ethnology, Harvard University**, 47(1), 1952.
- Kwok, C. C., & Tadesse, S. "National culture and financial systems", **Journal of International Business Studies**, 37, 2006, s. 227-247.
- Kyle, A. S. "Continuous auctions and insider trading", **Econometrica: Journal of the Econometric Society**, 53(6), 1985, s. 1315-1335.

- Lease, R. C., Lewellen, W. G., & Schlarbaum, G. G. "The individual investor: Attributes and attitudes", **The Journal of Finance**, 29(2), 1974, s. 413-433.
- Lee, C. M., & Swaminathan, B. "Price momentum and trading volume", **The Journal of Finance**, 55(5), 2000, s. 2017-2069.
- Lee, C., Shleifer, A., & Thaler, R. "Investor sentiment and the closed-end fund puzzle", **The Journal of Finance**, 46(1), 1990, s. 75-109.
- Lemmon, M., & Portniaguina, E. "Consumer confidence and asset prices: Some empirical evidence", **The Review of Financial Studies**, 19(4), 2006, s. 1499-1529.
- Lin, C. H., Yang, H. L., & Liou, D. Y. "The impact of corporate social responsibility on financial performance: Evidence from business in Taiwan", **Technology in Society**, 31(1), 2009, s. 56-63.
- Linnenluecke, M. K., & Griffiths, A. "Corporate sustainability and organizational culture", **Journal of World Business**, 45(4), 2010, s. 357-366.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. "Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis", **The Journal of Finance**, 72(4), 2017, s. 1785-1824.
- Lintner, J. "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", **Review of Economics and Statistics**, 47, 1965, s. 13-37.
- Liu, W. H. "National culture effects on stock market volatility level", **Empirical Economics**, 57, 2019, s. 1229-1253.
- Lundeberg, M. A., Fox, P. W., & Punčohaf, J. (1994). "Highly confident but wrong: Gender differences and similarities in confidence judgments", **Journal of Educational Psychology**, 86(1), 1994, s. 114.
- Luo, D. "ESG, liquidity, and stock returns", **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, 78, 2022, s. 1-21.
- Markus, H. R., & Kitayama, S. **Cultural variation in the self-concept**. The self: Interdisciplinary Approaches, New York, NY: Springer New York, 1991, s. 18-48.

- Meadows, D. M., Meadows, D. L., Randers, J., & Behrens, W. **The limits to growth**, New York: NY: Universe Books, 1972.
- Meadows, D., Randers, J., & Meadows, D. **Limits to growth: The 30-year update**, Chelsea Green Publishing, 2004.
- Mehdian, S., Nas, T., & Perry, M. J. "An examination of investor reaction to unexpected political and economic events in Turkey", **Global Finance Journal**, 18(3), 2008, s. 337-350.
- Mejuyev, V. **Kültür ve Tarih**, (S. H. Yokova, Çev.) Ankara: Başak Yayınları, 1987.
- Merton, R. C. "A simple model of capital market equilibrium with incomplete information", **Journal of Finance**, 42(3), 1987, s. 483–510.
- McCarthy, S., Oliver, B., & Song, S. "Corporate social responsibility and CEO confidence", **Journal of Banking & Finance**, 75, 2017, s. 280-291.
- McWilliams, A., & Siegel, D. "Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective", **Academy of Management Review**, 26(1), 2001, s. 117-127.
- McWilliams, A., Siegel, D., & Wright, P. M. "Corporate Social Responsibility: Strategic Implications", **Journal of Management Studies**, 43(1), 2006, s. 1–18.
- Minkov, M. **Cultural differences in a globalizing world**, Emerald Group Publishing, 2011.
- Montiel, I., & Delgado-Ceballos, J. "Defining and measuring corporate sustainability: Are we there yet?", **Organization & Environment**, 27(2), 2014, s. 113-139.
- Moore, J. E., Mascarenhas, A., Bain, J., & Straus, S. E. "Developing a comprehensive definition of sustainability", **Implementation Science**, 12(1), 2017, s. 1-8.

- Murphy, P. E. “An evolution: Corporate social responsiveness”, **University of Michigan Business Review**, 30(6), 1978, s. 19-25.
- Naughton, J. P., Wang, C., & Yeung, I. “Investor sentiment for corporate social performance”, **The Accounting Review**, 94(4), 2019, s. 401-420.
- Newey, W. K., & West, K. D. “Hypothesis testing with efficient method of moments estimation”, **International Economic Review**, 28(3), 1987, s. 777-787.
- Ni, Y., & Sun, Y. “Environmental, social, and governance premium in Chinese stock markets”, **Global Finance Journal**, 55, 2023, s. 1-19.
- Nohria, N., & Gulati, R. “Is slack good or bad for innovation?”, **Academy of Management Journal**, 39(5), 1996, s. 1245-1264.
- O’hara, M., Yao, C., & Ye, M. “What’s not there: Odd lots and market data”, **The Journal of Finance**, 69(5), 2014, s. 2199-2236.
- Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. “The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis”, **Financial Management**, 41(2), 2012, s. 483-515.
- Orlitzky, M. “Corporate social responsibility, noise, and stock market volatility”, **Academy of Management Perspectives**, 27(3), 2013, s. 238-254.
- Özdemir, E. D., Härdtlein, M., Jenssen, T., Zech, D., & Eltrop, L. “A confusion of tongues or the art of aggregating indicators-Reflections on four projective methodologies on sustainability measurement”, **Renewable and Sustainable Energy Reviews**, 15, 2011.
- Parker, L. D. “Social and Environmental Accountability: International and Asian Perspectives”, Ed. Y. H. Pang, **Contemporary Issues in Accounting**. Singapore: Addison Wesley, 1995.
- Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. “Responsible investing: The ESG-efficient frontier”, **Journal of Financial Economics**, 142(2), 2021, s. 572–597

- Peng, M. W., Li, Y., Xie, E., & Su, Z. "CEO duality, organizational slack, and firm performance in China", **Asia Pacific Journal of Management**, 27(4), 2010, s. 611-624.
- Perez-Batres, L. A., Doh, J. P., Miller, V. V., & Pisani, M. J. "Stakeholder pressures as determinants of CSR strategic choice: Why do firms choose symbolic versus substantive self-regulatory codes of conduct?", **Journal of Business Ethics**, 110, 2012, s. 157-172.
- Prast, H. M. "Investors psychology: A behavioural explanation of six finance puzzles", **Research Series Supervision**, 64, 2004.
- Rodgers, W., Choy, H. L., & Guiral, A. "Do investors value a firm's commitment to social activities?", **Journal of Business Ethics**, 114(4), 2013, s. 607-623.
- Rieger, M. O. "Uncertainty avoidance, loss aversion and stock market participation", **Global Finance Journal**, 53, 2022, s. 2-7, 100598.
- Ringov, D., & Zollo, M. "The impact of national culture on corporate social performance", **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 7(4), 2007, s. 476-485.
- Ross, S. "The economic theory of agency: The principal's problem", **American Economic Review**, 63, 1973, s. 134-139.
- Russell, S., Haigh, N., & Griffiths, A. "Understanding corporate sustainability: Challenges for Theory and Practice", Ed. S. Benn, & D. C. Dunphy, **Corporate Governance and Sustainability**, (s. 36-56), 2007.
- Sanyal, R. N., & Neves, J. S. "The Valdez Principles: Implications for Corporate Social Responsibility", **Journal of Business Ethics**, 10, 1991, s. 883-890.
- Savitz, A. **The triple bottom line: how today's best-run companies are achieving economic, social and environmental success-and how you can too**, John Wiley & Sons, 2013.

- Saygili, E., Arslan, S., & Birkan, A. O. "ESG practices and corporate financial performance: Evidence from Borsa Istanbul", **Borsa Istanbul Review**, 22(3), 2022, s. 525-533.
- Schaltegger, S., & Burritt, R. L. "Sustainability accounting for companies: Catchphrase or decision support for business leaders?", **Journal of World Business**, 45(4), 2010, s. 375-384.
- Schaltegger, S., & Wagner, M. "Integrative management of sustainability performance, measurement and reporting", **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, 3(1), 2006a, s. 1-19.
- Schaltegger, S., & Wagner, M. "Integrative management of sustainability performance, measurement and reporting", **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, 3(1), 2006b, s. 1-19.
- Scholtens, B. "A note on the interaction between corporate social responsibility and financial performance", **Ecological Economics**, 68(1-2), 2008, s. 46-55.
- Serafeim, G., & Yoon, A. "Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement", **Review of Accounting Studies**, 28(3), 2023, s. 1500-1530.
- Shapiro, S. P. "Agency theory", **Annual Review of Sociology**, 31(1), 2005, s. 263-284.
- Siew, R. Y. "A review of corporate sustainability reporting tools (SRTs)", **Journal of Environmental Management**, 164, 2015, s. 180-195.
- Sharpe, W. F. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risks", **Journal of Finance**, 19, 1964, s. 425-442.
- Shefrin, H. **A behavioral approach to asset pricing**, Elsevier, 2008.
- Shen, H., Lin, H., Han, W., & Wu, H. "ESG in China: A review of practice and research, and future research avenues" **China Journal of Accounting Research**, 16(4), 2023, s. 1-25.

- Shin, J., Moon, J. J., & Kang, J. "Where does ESG pay? The role of national culture in moderating the relationship between ESG performance and financial performance", **International Business Review**, 32(3), 2023, s. 1-16.
- Shleifer, A., & Summers, L. H. "The noise trader approach to finance", **Journal of Economic Perspectives**, 4(2), 1990, s. 19-33.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. "The limits of arbitrage", **The Journal of Finance**, 52(1), 1997, s. 35-55.
- Slaper, T. F., & Hall, T. J. "The triple bottom line: What is it and how does it work", **Indiana business review**, 86(1), 2011, s. 4-8.
- Smircich, L. "Concepts of culture and organizational analysis", **Administrative Science Quarterly**, 28(3), 1983, s. 339-358.
- Soana, M. G. "The relationship between corporate social performance and corporate financial performance in the banking sector", **Journal of Business Ethics**, 104(1), 2011, s. 133-148.
- Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. "The short of it: Investor sentiment and anomalies", **Journal of Financial Economics**, 104(2), 2012, s. 288-302.
- Stulz, R. M., & Williamson, R. "Culture, openness, and finance", **Journal of Financial Economics**, 70(3), 2003, s. 313-349.
- Suchman, M. C. "Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches", **Academy of Management Review**, 20(3), 1995, s. 571-610.
- Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. "Corporate social responsibility: A three-domain approach", **Business Ethics Quarterly**, 13(4), 2003, s. 503-530.
- Szekely, F., & Knirsch, M. "Responsible leadership and corporate social responsibility: Metrics for sustainable performance", **European Management Journal**, 23, 2005, s. 628-647.
- Temiz, H., & Acar, M. "Sürdürülebilirlik endeksinde işlem gören firmaların finansal performansı: Olay çalışması örneği", **Hitit**

Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 11(3), 2018, s. 1971-1987.

- Thanetsunthorn, N. "The impact of national culture on corporate social responsibility: evidence from cross-regional comparison", **Asian Journal of Business Ethics**, 4(1), 2015, s. 35-56.
- Triandis, H. C., Bontempo, R., Betancourt, H., Bond, M., Leung, K., Brenes, A., . . . de Montmollin, G. "The measurement of the etic aspects of individualism and collectivism across cultures", **Australian Journal of Psychology**, 38(3), 1986, s. 257-267.
- Tsai, K. H., Huang, C. T., & Chen, Z. H. "Understanding variation in the relationship between environmental management practices and firm performance across studies: A meta-analytic review", **Business Strategy and the Environment**, 29(2), 2020, s. 547-565.
- Tsai, H. J., & Wu, Y. "Changes in corporate social responsibility and stock performance", **Journal of Business Ethics**, 178(3), 2022, s. 735-755.
- US Department of Commerce Corporate social reporting in the United States and Western Europe, Task Force on Corporate Social Performance. Washington, (Çevrimiçi) <https://www.commerce.gov/>, 1979.
- US Social Investment Foundation Report on US Sustainable Investing Trends. Technical report, (Çevrimiçi) <https://www.ussif.org/research>, 2020. 5 Aralık 2024.
- Qiu, L., & Welch, I. Investor sentiment measures, July 28, 2006 (Çevrimiçi) SSRN: <https://ssrn.com/abstract=589641>
- Valente, M. "Theorizing firm adoption of sustaincentrism", **Organization Studies**, 33, 2012, s. 563-591.
- Van de Velde, E., Vermeir, W., & Corten, F. "Corporate social responsibility and financial performance", **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 5(3), 2005, s. 129-138.

- Vitolla, F., Raimo, N., Rubino, M., & Garegnani, G. M. "Do cultural differences impact ethical issues? Exploring the relationship between national culture and quality of code of ethics" **Journal of International Management**, 27(1), 2021, s. 1-18.
- Von Arx, U., & Ziegler, A. "The effect of corporate social responsibility on stock performance: New evidence for the USA and Europe", **Quantitative Finance**, 14(6), 2014, s. 977-991.
- Vormedal, I., & Ruud, A. "Sustainability reporting in Norway—an assessment of performance in the context of legal demands and socio-political drivers", **Business Strategy and the Environment**, 18(4), 2009, s. 207-222.
- Vuong, N. B. "Investor sentiment, corporate social responsibility, and financial performance: Evidence from Japanese companies", **Borsa Istanbul Review**, 22(5), 2022, s. 911-924.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. "The corporate social performance–financial performance link", **Strategic Management Journal**, 18(4), 1997, s. 303-319.
- Waddock, S. "Stakeholder performance implications of corporate responsibility", **International Journal of Business Performance Management**, 5(2-3), 2003, s. 114-124.
- Wang, W., Su, C., & Duxbury, D. "Investor sentiment and stock returns: Global evidence", **Journal of Empirical Finance**, 63, 2021, s. 365-391
- Williams, J. B. **The Theory of Investment Value**. Amsterdam: North-Holland (1938 yeniden basım), 1956.
- Williams, R. **Kültür**, (E. Başer, Çev.) Ankara: İletişim Yayınları, 1993.
- William, S., & Alexander, G. **Investments**, (Cilt 4. Baskı), Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J, 1990.
- Wilson, R. "On the theory of syndicates", **Econometrica**, 36, 1968, s. 119-132.

- Windolph, S. E., Harms, D., & Schaltegger, S. “Motivations for corporate sustainability management: Contrasting survey results and implementation”, **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 21(5), 2014, s. 272-285.
- Wu, H. K. “Odd-Lot Trading in the Stock Market and Its Market Impact”, **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 7(1), 1972, s. 1321-1341.
- Xiao, C., Wang, Q., van Donk, D. P., & van der Vaart, T. “When are stakeholder pressures effective? An extension of slack resources theory”, **International Journal of Production Economics**, 199, 2018, s. 138-149.
- Yasai-Ardekani, M. “Structural adaptations to environments”, **Academy of Management Review**, 11(1), 1986, s. 9-21.
- Yen, M. F., Shiu, Y. M., & Wang, C. F. “Socially responsible investment returns and news: Evidence from Asia”, **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 26(6), 2019, s. 1565-1578.
- Zehir, E., & Aybars, A. “Is there any effect of ESG scores on portfolio performance? Evidence from Europe and Turkey”, **Journal of Capital Markets Studies**, 4(2), 2020, s. 129-143.
- Zhang, C. **Defining, modeling, and measuring investor sentiment**, University of California, Berkeley, Department of Economics, 2008.

EKLER

EK 1. Çevresel Boyut Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığının ESG ve Getiri İlişkisi Üzerindeki Etkisi

	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e
<i>EN</i>	-0,002 [0,002]		-0,002 [0,002]	-0,005** [0,002]
<i>High_Sent</i>		-1,631*** [0,151]	-1,631*** [0,151]	-1,954*** [0,296]
<i>EN * High_Sent</i>				0,009* [0,005]
<i>ln(Size)</i>	-2,251*** [0,115]	-2,244*** [0,114]	-2,238*** [0,114]	-2,235*** [0,114]
<i>ln(B/M)</i>	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,000 [0,001]
<i>Pro</i>	0,008* [0,004]	0,009* [0,004]	0,009* [0,004]	0,008* [0,004]
<i>Inv</i>	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]
<i>Ret6</i>	-0,084*** [0,015]	-0,076*** [0,015]	-0,076*** [0,015]	-0,076*** [0,015]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,010 [0,056]	-0,011 [0,056]	-0,010 [0,056]	-0,014 [0,055]
$\hat{\beta}_s$	-0,058** [0,027]	-0,058** [0,027]	-0,059** [0,027]	-0,060** [0,027]
$\hat{\beta}_h$	-0,079 [0,053]	-0,079 [0,053]	-0,079 [0,053]	-0,078 [0,053]
$\hat{\beta}_r$	0,039 [0,024]	0,039 [0,023]	0,040 [0,023]	0,040 [0,024]
$\hat{\beta}_c$	-0,012 [0,043]	-0,011 [0,042]	-0,012 [0,042]	-0,010 [0,043]
$\hat{\beta}_w$	0,449*** [0,045]	0,446*** [0,045]	0,446*** [0,045]	0,449*** [0,046]
$\hat{\beta}_{EN}$	-0,024 [0,017]	-0,023 [0,017]	-0,023 [0,017]	-0,023 [0,017]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,030	0,032	0,032	0,032
<i>N</i>	566.017	566.017	566.017	566.017

Not: Bu tablo, Denklem 4.8'deki modelin *EN* puanı için havuzlanmış OLS tahmininden elde edilen katsayıları göstermektedir. Bağımlı değişken, firma düzeyindeki artırı getirilerdir (R^e). Tüm regresyonlar firma ve yıl sabit etkilerini içerir. Standart hatalar GICS'e göre sektör düzeyinde kümelenmiştir. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. Robust standart hatalar parantez içinde bildirilmiştir. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

**EK 2. Sosyal Boyut Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığının ESG ve Getiri İlişkisi
Üzerindeki Etkisi**

	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e
<i>SO</i>	-0,003** [0,001]		-0,003** [0,001]	-0,003** [0,001]
<i>High_Sent</i>		-1,632*** [0,151]	-1,632*** [0,151]	-1,670*** [0,221]
<i>SO * High_Sent</i>				0,001 [0,002]
<i>ln(Size)</i>	-2,248*** [0,114]	-2,244*** [0,114]	-2,234*** [0,114]	-2,235*** [0,114]
<i>ln(B/M)</i>	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,000 [0,001]	-0,000 [0,001]
<i>Pro</i>	0,009* [0,004]	0,009* [0,004]	0,009* [0,004]	0,009* [0,004]
<i>Inv</i>	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]
<i>Ret6</i>	-0,084*** [0,015]	-0,075*** [0,015]	-0,075*** [0,015]	-0,075*** [0,015]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,053 [0,068]	-0,054 [0,068]	-0,054 [0,067]	-0,054 [0,067]
$\hat{\beta}_s$	-0,050 [0,030]	-0,049 [0,030]	-0,050 [0,030]	-0,050 [0,030]
$\hat{\beta}_h$	-0,080 [0,052]	-0,079 [0,052]	-0,080 [0,052]	-0,080 [0,052]
$\hat{\beta}_r$	0,056* [0,027]	0,056* [0,027]	0,057** [0,027]	0,057** [0,027]
$\hat{\beta}_c$	0,003 [0,045]	0,004 [0,044]	0,003 [0,044]	0,003 [0,044]
$\hat{\beta}_w$	0,449*** [0,046]	0,447*** [0,046]	0,446*** [0,045]	0,446*** [0,046]
$\hat{\beta}_{so}$	-0,002 [0,018]	-0,001 [0,018]	-0,002 [0,018]	-0,002 [0,018]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,030	0,032	0,032	0,032
<i>N</i>	566.017	566.017	566.017	566.017

Not: Bu tablo, Denklem 4.8'deki modelin *SO* puanı için havuzlanmış OLS tahmininden elde edilen katsayıları göstermektedir. Bağımlı değişken, firma düzeyindeki artık getirilerdir (R^e). Tüm regresyonlar firma ve yıl sabit etkilerini içerir. Standart hatalar GICS'e göre sektör düzeyinde kümelenmiştir. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. Robust standart hatalar parantez içinde bildirilmiştir. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

EK 3. Kurumsal Yönetişim Boyutu Kapsamında Yatırımcı Duyarlılığının ESG ve Getiri İlişkisi Üzerindeki Etkisi

	(1) R^e	(2) R^e	(3) R^e	(4) R^e
<i>CG</i>	-0,000 [0,002]		-0,000 [0,002]	-0,003 [0,003]
<i>High_Sent</i>		-1,632*** [0,151]	-1,632*** [0,151]	-1,910*** [0,324]
<i>CG * High_Sent</i>				0,006 [0,004]
<i>ln(Size)</i>	-2,257*** [0,116]	-2,244*** [0,114]	-2,243*** [0,115]	-2,242*** [0,115]
<i>ln(B/M)</i>	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]
<i>Pro</i>	0,009* [0,004]	0,009* [0,004]	0,009* [0,004]	0,009* [0,004]
<i>Inv</i>	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]	0,001 [0,001]
<i>Ret6</i>	-0,084*** [0,015]	-0,075*** [0,015]	-0,075*** [0,015]	-0,075*** [0,015]
$\hat{\beta}_{mk}$	-0,053 [0,068]	-0,054 [0,068]	-0,054 [0,068]	-0,054 [0,067]
$\hat{\beta}_s$	-0,049 [0,030]	-0,049 [0,030]	-0,049 [0,030]	-0,049 [0,030]
$\hat{\beta}_h$	-0,079 [0,052]	-0,079 [0,052]	-0,079 [0,052]	-0,079 [0,052]
$\hat{\beta}_r$	0,056* [0,027]	0,056* [0,027]	0,056* [0,027]	0,056* [0,027]
$\hat{\beta}_c$	0,004 [0,045]	0,004 [0,044]	0,004 [0,044]	0,003 [0,044]
$\hat{\beta}_w$	0,450*** [0,046]	0,447*** [0,046]	0,447*** [0,046]	0,446*** [0,046]
$\hat{\beta}_{CG}$	-0,001 [0,019]	-0,001 [0,018]	-0,001 [0,018]	-0,001 [0,018]
Yıl S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
Firma S.E.	Evet	Evet	Evet	Evet
adj. R^2	0,030	0,032	0,032	0,032
<i>N</i>	566.017	566.017	566.017	566.017

Not: Bu tablo, Denklem 4.8'deki modelin *CG* puanı için havuzlanmış OLS tahmininden elde edilen katsayıları göstermektedir. Bağımlı değişken, firma düzeyindeki artık getirilerdir (R^e). Tüm regresyonlar firma ve yıl sabit etkilerini içerir. Standart hatalar GICS'e göre sektör düzeyinde kümelenmiştir. Örneklem dönemi Temmuz 2005 ile Haziran 2023 arasındadır. Robust standart hatalar parantez içinde bildirilmiştir. * $p < 0,10$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$

ÖZGEÇMİŞ

Gizem Arı, 2017 yılında Trakya Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü'nden mezun olmuştur. 2020 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı'nda Yüksek Lisans eğitimini tamamlamıştır. Doktora derecesini ise 2025 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Anabilim Dalı Finans Bilim Dalı'ndan almıştır.

Hacettepe Üniversitesi İşletme Bölümü Muhasebe ve Finans Anabilim Dalı'nda görev yapan Arı'nın akademik ilgi alanları arasında varlık fiyatlama modelleri, portföy yönetimi, yatırımcı davranışları ve sürdürülebilir finans yer almaktadır. Çalışmalarında sosyal sorumluluk yatırımları ve uygulamalı finansal analizlere odaklanmaktadır.

