

KURUMSAL YÖNETİM ÖZELLİKLERİNİN ÇEVRESEL, SOSYAL VE YÖNETİŞİM (ESG) AÇIKLAMALARINA ETKİSİ

Eda KÖSE

Dr. Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, edakose@nevsehir.edu.tr

KURUMSAL YÖNETİM ÖZELLİKLERİNİN ÇEVRESEL, SOSYAL VE YÖNETİŞİM (ESG) AÇIKLAMALARINA ETKİSİ

ÖZET

Borsa İstanbul'da (BİST) işlem gören 28 firma için kurumsal yönetim özelliklerinin çevresel, sosyal ve yönetişim (ESG) açıklamaları üzerindeki etkisini tespit etmeyi amaçlayan bu araştırma, denetim komitelerinin toplantı sayısı, denetim komitesi üye sayısı ve yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısının ESG değerlerini nasıl etkilediğine odaklanmaktadır. Araştırmada, 2016-2019 yılları arasında BİST'te işlem gören 28 firmanın verileri kullanılmış ve araştırma sonucunda yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki olduğu ancak denetim komitelerinin toplantı sayısı ve denetim komitesi üye sayısı açısından ise negatif yönde bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Araştırmada verilerin tahmininde panel regresyon yöntemi kullanılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (ESG), Panel Regresyon Yöntemi.

JEL Sınıflandırma Kodları: M14, Q56, G34.

THE EFFECT OF CORPORATE GOVERNANCE FEATURES ON ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE (ESG) DISCLOSURES

ABSTRACT

This study, which aims to determine the effect of corporate management features on environmental, social, and governance (ESG) disclosures for 28 companies being traded in Borsa İstanbul (BİST), focuses on how the number of audit committee meetings, the number of these committees' members, and the number of independent members in the board of directors affect the ESG values. Using the data of 28 companies having been traded in BİST between 2016-2019, the study concludes that there is a positive relationship between the number of independent members on the board of directors and ESG values, but there is a negative relationship in terms of the number of audit committee meetings and the number of audit committee members. The study uses the panel regression method for the estimation of the data.

Keywords: Corporate Governance, Environmental, Social and Governance (ESG), Panel Regression Method.

JEL Classification Codes: M14, Q56, G34.

1. GİRİŞ

Günümüzde, firmaların çevreye ve topluma karşı daha fazla sorumlu olmaları konusunda artan talepler olmuştur. Firmaların finansal ve finansal olmayan bilgileri ile ilgili olarak hissedarlar, müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler, sosyal ve çevresel gruplar, alacaklılar, medya gibi çeşitli paydaşlardan bu konuda talepler gelmektedir (Maama ve Appiah, 2019). Bununla birlikte, son küresel finansal krizler gibi belirsiz piyasa koşulları, firmaların önemli organizasyonel kararlar alırken sürdürülebilir olmasını zorunlu hale getirmiştir (Elgergeni vd., 2018). Bu durumda firmalar, paydaşların artan taleplerini karşılamak ve belirsiz iş ortamının getirdiği zorluklarla başa çıkabilmek amacıyla iş modellerini ve raporlama sistemlerini geliştirmek için yeni arayışlar içerisine girmişlerdir (Nazari vd., 2015).

Çevre yönetimi, kurumsal sosyal sorumluluk, kurumsal yönetim, sürdürülebilir çevre ve adil bir toplum için çevresel, sosyal ve yönetim faaliyetlerinin uyumlu olarak raporlanması gerekmektedir. Dolayısıyla yatırımcıların, Çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) faaliyetlerini değerlendirme ve inceleme ihtiyacı sonucunda ESG derecelendirme hizmetlerine ihtiyaç duyulmuştur. Bu bağlamda ESG derecelendirme kuruluşları, kredi derecelendirme sağlayıcılarına benzer şekilde piyasa katılımcılarına bilgi aktararak değerlendirme rolü üstlenirler. Buna göre ESG derecelendirme kuruluşları, firmaların çevresel, sosyal ve yönetim kalitesini değerlendirmek için ilgili bilgileri toplar, analiz eder ve sonuçlarını yatırımcılara ve diğer paydaşlara sunarlar (Landi ve Sciarelli, 2019).

Özellikle firmaların finansal olmayan performansları, sermaye piyasalarında geleneksel ölçütlerinin ötesinde artan bir rol üstlenmektedir (Borner, 2007). Dolayısıyla, günümüzde finansal performansın yanı sıra ESG skorları da firmaların değerinin artmasında aktif rol oynamaktadır. Firmalar, çevresel ve sosyal faaliyetlere daha fazla önem verirse, paydaşların ve toplumun firmaya olan güveni artar ve firmaya karşı olumsuz bir durum karşısında tepkisi de azalır. Ancak bu faaliyetler sembolik olarak yapılıyor gibi gösterilirse firmaya karşı güven ve itibar kaybına neden olacaktır (Klein ve Dawar, 2004). Buna göre firmanın geçmişte ESG skorlarının bulunması gelecekte olumsuz duruma karşı firmanın değerini koruyacaktır.

ESG açıklamalarına etki eden çeşitli faktörler bulunmaktadır. Firmalarda etkin bir iç kontrol sisteminin varlığı, CEO ikiliği, kadın yönetici sayısı, denetim komiteleri gibi faktörler ESG skorlarını da etkilemektedir. Öte yandan Appuhami ve Tashokor (2017), bağımsız ve aktif bir denetim komitesinin ESG açıklamaları paydaşların ve yönetimin hedeflerini sağlamak için etkin gözetimi oluşturabileceğini ifade etmişlerdir. Aynı zamanda Karamanou ve Vafeas (2005), denetim komitelerinin finansal olmayan raporlama uygulamaları için kontrol mekanizması olduğunu savunmuşlardır. Dolayısıyla ESG raporlamanın niceliğini ve kalitesini iyileştirmek için firmalarda etkin bir denetim komitesine sahip olmak zorunludur (Arif vd., 2020). Bununla birlikte, ESG stratejilerinin finansal performans üzerindeki etkisine ilişkin literatürde birçok çalışma bulunmaktadır. Aslında, ESG ile finansal performans ilişkisi neden-sonuç ilişkisinden daha karmaşıktır. Bir değişkenin diğer değişken üzerindeki etkisini anlamak için başka faktörlerin de dikkate alınması gerekmektedir. Örneğin, denetim komitelerinin etkinliği ya da kurumsal yönetim özellikleri, ESG stratejilerini etkileyebilmektedir. Dolayısıyla firmanın çevresel ve sosyal kaygıları, vergilerin azaltılması, operasyonel risklerin azaltılması, müşterilerin elde tutulması, firmanın itibarının artırılması gibi farklı faktörler ESG skorları için fayda sağlayabilir (Malik 2015). Aksine, bazı araştırmacılara göre ESG uygulamalarının firma için yalnızca maliyet olduğunu, firmaya fayda sağlamadığını dolayısıyla finansal performansı olumsuz olarak etkilediği de ifade edilmiştir (Kim ve Lyon, 2015).

Bu araştırmada amaçlanan, kurumsal yönetim özelliklerinin ESG açıklamaları üzerinde etkisini saptamaktır. Bu doğrultuda araştırmanın hipotezleri “Denetim toplantılarının sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır”, “Denetim komitesi üye sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır” ve “Yönetim kurulundaki bağımsız yönetici sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır” şeklinde oluşturulmuştur. Bu noktada araştırmanın örneklemini, 2016-2019 yılları arasında BİST’te işlem gören 28 firmadan oluşmaktadır. Örneklemini oluşturan 28 firma, söz konusu dönemler arasında kesintisiz faaliyette bulunan firmalar olup, elde edilen veriler panel regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

ESG kavramının kökeni, sosyal sorumlu yatırımcılara (SRI) dayanmaktadır. SRI, sadece firmanın ekonomik yönünü değil aynı zamanda çevresel, sosyal ve yönetim yönlerini de dikkate almaktadır. ESG kavramı, aynı zamanda sürdürülebilirliğin üç ayağını da oluşturmaktadır (Staub-Bisnang, 2012). Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu (WCED) (1987) tarafından yayınlanan Brundtland raporu, sürdürülebilirliğin ilk tanımının yapıldığı yerlerden biridir. Bu raporda sürdürülebilirliğin; çevresel, sosyal ve ekonomik olarak üç boyutu özetlenmektedir. ESG, sürdürülebilirliği ölçen üç merkezi faktörden oluşan geniş bir set olarak tanımlanmakta ve firmaların iş stratejisini yürütme ve uzun vadede değer yaratabilecek faktörleri oluşturmaktadır (Nasdaq, 2019). Financial Times Lexicon ESG'yi “*sermaye piyasalarında kullanılan ve yatırımcılar tarafından kurumsal davranışları değerlendirmek ve firmaların gelecekteki finansal performansını belirlemek için kullanılan genel bir terimdir.*” şeklinde tanımlanmaktadır. Sürdürülebilirlik raporlama savunucuları da, firmaların ESG açıklamalarına teşvik edilmesi gerektiğini bu şekilde hem firmaya hem de hissedarlara fayda sağlayacağını ifade etmişlerdir (Jensen ve Berg, 2012). Ancak, sürdürülebilirlik stratejilerini proaktif olarak iletmeyen ve bundan dolayı ESG faktörlerini iş stratejilerine entegre etmeyen ve dolayısıyla faaliyetlerini bildirmeyen firmalar uzun vadeli yatırımcıları çekme fırsatını da kaçırmaktadır (Dornau, 2019).

ESG, firmaların çevresel, sosyal ve yönetim faaliyetlerini uzman derecelendirme kuruluşları tarafından kapsamlı bir şekilde araştırarak faaliyetleri derecelendirme imkanı sunmaktadır. En önemlileri; Thomson Reuters'in ASSET4, Etik Yatırım Araştırma Servisi (EIRIS) ve Sürdürülebilirlik Varlık Yönetim Grubu (SAM) gibi uzman kuruluşlar olup bu kuruluşlar ESG faaliyetlerini değerlendirmektedirler. Bu kuruluşlar, firmanın sürdürülebilirlik, sosyal sorumluluk ve çevre raporları, duyurular, bildirimler ve kamu kaynaklarından gelen ESG bilgilerini sistematize etmektedirler (Dorfleitner vd., 2015). ESG derecelendirmesinin üç katmanı bulunmaktadır. Birinci katman; çevresel (E), sosyal (S) ve yönetim (G) boyutlarını kapsamaktadır. İkinci katman; çevre (E) boyutu olarak çevre yönetimi, çevre ifşası ve tartışmalar, sosyal (S) boyutu olarak çalışan, tedarik zinciri, toplum, ürün, hayırseverlik ve sosyal tartışmalar, yönetim (G) boyutu olarak ise iş etiği, kurumsal yönetim ve yönetim tartışmaları dahil olmak üzere ESG'yi destekleyen 12 kriterden oluşmaktadır. ESG'nin üç boyutu arasında yönetim en önemlisidir. Yönetim riski, firmalar için önemli olmakla birlikte çevresel ve sosyal risklerin önemi ise sektöre göre farklılık göstermektedir. Çevre faktörleri ise, iklim finansmanına olan geniş ilgi nedeniyle aktif olarak tartışılmaktadır. Hükümetler, düzenleyiciler, borsalar ve dernekler tarafından kirlilik, atık yönetimi ve çevresel açıklamalara ilişkin standartlarla ilgili politikalar yaygınlaşmaktadır (Broadstock vd., 2021).

3. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde, kuruluşların ESG faaliyetlerini paydaşlar ve meşruiyet endişelerini gidermek için derecelendirdikleri ifade edilmiştir (Michelon ve Rodrigue, 2015). Bunun tam tersi olarak bir grup araştırmacı da ajans ve meşruiyet teorileri kapsamında açıklamışlardır. Ajans teorisi kapsamında; ESG açıklamalarının çevresel ve sosyal boyutlarında üstün performans göstermesinin nedeni olarak azalan acente maliyetleri ile ilişkili olduğu ve bu durumun karşılığında raporlama yapan firmaların finansman maliyetleri azaltmaktadır (Cheng vd., 2014). Ayrıca, yapılan araştırmalarda denetim komitelerinin ESG açıklama kaliteleri ile olumlu bir şekilde ilişkili olduğunu ve bu durumun firmalarda vekalet sorununu azalttığını saptanmıştır (Bravo ve Reguera-Alvarado, 2019; Husted ve Sousa-Filho, 2019). Meşruiyet teorisi kapsamında ise firma yöneticilerinin ticari faaliyetlerini meşrulaştırmak amacıyla ESG açıklamalarını rapor edebileceklerini ve sıkı bir incelemeden kaçınmak için ise ESG açıklamalarını kurumsal bir örtü olarak kullanabilecekleri ifade edilmiştir (Lokuwaduge ve Heenetigala, 2017). Hopwood (2009), firmaların gönüllü olarak çevresel açıklama yapmasının aslında çevresel faaliyetleri hakkında bilinenleri azaltabileceğini savunmaktadır. Bununla birlikte, “*bu tür stratejiler işe yaradığı sürece, meşrulaştırılmış firma hakkında daha az soru sorulması dolayısıyla firma hakkında daha az bilgi bilinmesi olasıdır.*” şeklinde açıklanmıştır (Hopwood, 2009).

ESG stratejileri, tüm paydaşların ihtiyaçlarını karşılayan çevre ve toplumla ilgili hedeflere ulaşmak için firmalar tarafından uygulanan politikalar haline gelmiştir (Luo ve Bhattacharya, 2006). Kaynak tabanlı bakış açısının ardından, çevresel ve sosyal uygulamalar firma için benzersiz yeterlilikler yaratarak rekabet avantajının gelişmesine katkı sağlayabilir (Dressler ve Paunović, 2019). Bununla birlikte firma çevreyi ve gelecek nesillerin refahını korumaya yönelik faaliyetlerde bulunduğu zaman bu durum firmanın itibarını arttıracaktır (Kim vd., 2018). ESG, firmanın itibarını

sadece sürdürülebilir bir şekilde sağlanabileceği kurumsal bir farkındalığa teşvik etmektedir. Diğer bir ifadeyle firma hem kısa hem de uzun vadede var olan çevresel, sosyal, ekonomik ve yönetim boyutlarıyla itibarını gerçekleştirebilecektir. ESG faktörlerinin hem kısa hem de uzun vadede ne kadar önemli olduğunu örnek verecek olursak, 2020 yılında dünya ekonomisini etkileyen COVID-19 salgınında, Rolls-Royce'tan Disney, Electrolux ve H&M firmaları salgının başından bu zamana kadar temettü ödemelerini düşürdü. Bazı yatırımcılar bu önlemin geçici ya da kısa vadeli olduğuna inanmamışlardı (Edgecliff-Johnson ve Thomas 2020). Bu süreçte firmalar tüm paydaşlara ve topluma karşı taşıdıkları sorumluluklar kabul görmesinin ardından, firmalar serbest nakit akışlarını nasıl elden çıkardıkları konusunda önemli bir değişim yaratmıştır. Aslında bu örnekle firmalar gelecek 20, 40 ya da 100 yılda olduğu gibi firma itibarını koruyacak ya da arttıracak kararlar aldığı gibi gelecek çeyrek yıl içinde itibarlarını korumak ya da arttırmak için kararlar alması gerekmektedir. Bu durum, firmalarda ESG'nin hem uzun hem de kısa vadede ne kadar önemli olduğunu göstermektedir (Neri, 2021).

Bütün bunların dışında literatürde, çeşitli örneklerle ESG açıklamalarının kalitesi ve diğer raporlamalara olan etkisi analiz edilmiş ve kurumsal yönetim özelliklerinin ESG açıklamalarını etkileyen faktörlerden biri olduğu belirtilmiştir. ESG açıklamaları ile ilgili olarak günümüze kadar yapılmış farklı ampirik araştırmalar ve elde edilen diğer bulgular aşağıda özetlenmiştir.

Dhaliwal vd. (2014), 31 ülkeyi kapsayan ESG açıklamaları ile özsermaye maliyeti arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Araştırmadaki ülkeleri az ya da çok paydaş odaklı olarak iki grubu ayırmıştır. Bulgulara göre; ESG açıklamaları ile özsermaye maliyeti arasında negatif ilişki saptanmış ve bu ilişki paydaş odaklı ülkelerde daha belirgin olduğu elde edilmiştir.

Garcia vd. (2017), Brezilya, Rusya, Hindistan, Çin ve Güney Afrika'da (BRICS) faaliyet gösteren 365 firmanın ESG skorları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu firmaların çevresel ve yönetim boyutunda daha iyi performansa sahip oldukları ve sistematik risk ile ESG performansı arasındaki korelasyon ters U eğrisi gösterdiği yani ESG performansının maksimum olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Birindelli vd. (2018), firmalarda kadın yöneticilerin ESG performansı üzerindeki etkisini tespit etmişlerdir. Buna göre; ESG performansı ile yönetim kurulu büyüklüğü ya da kurumsal sosyal sorumluluk komitesinin varlığı arasında pozitif bir ilişki varken bağımsız yönetici sayısı ile negatif bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Zhao vd. (2018), Çin'de enerji üretim sektöründe faaliyet gösteren firmaların ESG performansı ile finansal rasyolar arasındaki ilişkiyi ele almışlardır. Araştırma sonucuna göre; ESG performansının yüksek olması yatırımcılar, firma yönetimi, karar vericiler için önemli olan finansal rasyoları olumlu yönde etkileyeceği saptanmıştır.

Baraibar-Diez ve Odriozola (2019), araştırmalarında kurumsal sosyal sorumluluk komitesine sahip firmaların yüksek ekonomik puanları sahip olmalarının yanı sıra aynı zamanda ESG puanlarına etkisini test etmişlerdir. Buna göre; örneklemedeki firmaların %90'ı 2014 yılında kurumsal sosyal sorumluluk komitesine sahip olduğu ve bu firmaların komite olmayan firmalara kıyasla yüksek ESG skorlarına sahip olduğu elde edildi.

Bravo ve Reguera-Alvarado (2019), kurumsal yönetim mekanizmalarının ESG raporu üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre; denetim komitesi çeşitliliğinin ESG raporlama kalitesi ile pozitif bir ilişki olduğunu ayrıca ESG açıklamalarının kapsamını ve uygunluğunu arttırdığına ulaşılmıştır.

Lagasio ve Cucari (2019), araştırmada kurumsal yönetiminin ESG açıklamaları üzerindeki etkisini ilişkin sonuçları meta analizi yapmışlardır. Buna göre; yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu büyüklüğü ve kadın yöneticilerin ESG açıklamalarını geliştirdiğini; yönetim kurulu sahipliği ve CEO ikiliği ESG açıklamalarını arttırmadığını; yönetim kurulu toplantı sayısı ve firmanın kurumsal ve aile sahipliği ile ilgili olarak da tereddütlerin devam ettiği elde edilmiştir.

Arif vd. (2020), Avustralya'daki enerji sektöründe faaliyet gösteren firmaların denetim komitesi toplantı sayısı ve bağımsız üye sayısının ESG açıklamalarının kalitesi ve miktarı üzerindeki

etkisini tespit etmişlerdir. Buna göre; denetim komitesi özellikleri küresel raporlama (GRI) yönergeleri uygunluk düzeyi ile ESG raporlama kalitesi ve miktarı üzerinde olumlu bir etkisi olduğu saptanmıştır.

Giudice ve Rigamonti (2020), denetim bağımsız denetim firmaları tarafından yapılan firmalarının ESG puanlarını nasıl etkilediğini araştırmışlardır. Buna göre; ESG puanlarının güvenilirliği, firmanın faaliyet raporlarını bağımsız denetim firmaları tarafından kontrol edilmesinin ESG puanları üzerinde güvenilirliği arttırdığı sonucunu elde etmişlerdir.

Hammami ve Zadeh (2020), araştırmalarında ESG açıklamalarının şeffaflığını etkileyen 2 unsuru ele almışlardır. Birincisi firmaların denetim kalitesi ve kamu medyasına yer alma, diğeri ise firma düzeyinde yatırım verimliliğidir. Bu analiz sonucuna göre; firmanın denetim kalitesinin yüksek olması ve kamuoyunda yer alması daha kapsamlı ve şeffaf ESG açıklama yapmaya yönlendirmekte ayrıca ESG açıklamaları ile firma düzeyinde yatırım verimliliği arasında negatif ilişki olduğunu saptanmıştır.

Keçeli ve Çankaya (2020), araştırmada ESG skoru ve finansal değerlerinin değişiminin pay değerine etkisini incelemişlerdir. Araştırmanın sonucuna göre; ESG skoru, aktif ve özkaynak karlılığı, fiyat kazanç oranı ile pay senedi fiyat değişimi arasında anlamlı bir ilişki olmamasına rağmen toplam varlıklar ve piyasa kapitalizasyonu arasında anlamlı bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Sadiq vd. (2020), ESG uygulamalarının ve skorların firma değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmada elde edilen veriler ESG değerinin yüksek olmasının firmanın değerini arttırdığı, buna karşın ESG açıklama ve endişesinin firma değerini azalttığı yaklaşımla tutarlıdır. Bununla birlikte ESG açıklamalarının firmanın olumsuz değerini azaltabileceği ve ESG skorunun yüksek olması ise firmanın olumlu değerini geliştireceği saptanmıştır.

Shakil (2021), ESG performansının petrol ve gaz firmalarının finansal riski üzerindeki etkisini incelemiştir. Buna göre, ESG değerinin normal düzeyde olması durumunda firmalar daha düşük riske sahiptir.

ESG konusu literatürde önemli bir rol oynamakta ve araştırmacılar, yöneticiler, politika yapıcılar arasında giderek artan bir ilgi görmektedir. Daha önceki araştırmalarda çoğunlukla finansal performans ile ESG arasındaki ilişki ele alınmıştır. Ancak ESG skorları ile kurumsal yönetim arasındaki ilişki uluslararası araştırmalarda bulunmasına rağmen Türkiye’de benzer bir araştırma bulunmamaktadır. Bundan dolayı bu araştırma, Türkiye’de BİST’te işlem gören 28 firmanın kurumsal yönetim özelliklerinin ESG açıklamalarına etkisini analiz ederek literatürdeki bu boşluğu doldurmayı amaçlamaktadır.

4. ARAŞTIRMA

4.1. Araştırmanın Amacı ve Yöntemi

Bu araştırmanın amacı, kurumsal yönetim özelliklerinin ESG açıklamalarına etkisini ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda BİST’te işlem gören ESG değerlerine ulaşılmış 28 firmanın 2016-2019 yılları arasındaki verilerden faydalanılmıştır.

Denetim komitelerinin birçok özelliği arasında toplantı sıklığı, kurumsal faaliyetlerin daha sık ve etkin bir şekilde izlenmesini sağlayan özelliğidir (Samaha vd., 2015). Firmaların büyüklüğü nedeniyle, denetim komitelerinin hile ya da usulsüzlükleri tespit edebilmesi için Mali Raporlama Konseyi (FRC), denetim komitelerinin yılda üç ya da dört defa toplanmasını önermektedir (Financial Reporting Council, 2012). Bu doğrultuda denetim komitelerinin toplantı sayısının ESG açıklamalarını etkisi olduğunu varsayarak birinci hipotez;

H₁: Denetim komitelerinin toplantı sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır.

Avrupa Komisyonu, 2008 finansal kriz sonrasında kurumsal yönetimin kalitesini arttırmak amacıyla çeşitli değişikliklere gidilmiştir. Buna göre iyi bir kurumsal yönetimin ana unsurunu sürdürülebilirlik raporu oluşturacağı ifade edilmiştir (Velte, 2016). Bu doğrultuda, yönetim kurulundaki bağımsız yönetici sayısı ESG açıklamalarına etkisi olduğunu varsayarak ikinci hipotez;

H₂: Yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır.

Denetim komiteleri, finansal raporların kalitesini etkilediği ve hissedarların çıkarları doğrultusunda kurumsal yönetim kurulunun karar verme sürecini desteklemektedir (Farooq vd., 2018). Ayrıca denetim komitelerinde üye sayısının fazla olması finansal ve finansal olmayan raporların güvenilirliğini arttıracaktır. Bu doğrultuda, denetim komitelerinde üye sayısının ESG açıklamalarına etkisi olduğunu varsayarak üçüncü hipotez;

H₃: Denetim komitesi üye sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır.

Şeklinde oluşturulmuştur.

ESG açıklamalarını etkileyen birçok faktör bulunmaktadır. Literatürde, ESG skorunun finansal performans, firma değeri, finansal risk gibi ilişkisini açıklayan araştırmalar bulunmaktadır. Bu araştırmada ise kurumsal yönetim özelliklerinin ESG açıklamalarına etkisi analiz edilmiştir. Araştırma hipotezleri, Petersen (2009) OLS yaklaşımı kullanarak regresyon analizi yapılmıştır.

4.2. Araştırmanın Kapsamı ve Veriler

Araştırmada, 2016-2016 yılları arasında BİST’te işlem gören 28 firmanın faaliyet raporlarından, finansal tablo verilerinden ve o firmaların ESG skorlarından yararlanılmıştır. Firmaların ESG skorları Datastream veri tabanından, denetim komitelerinin üye sayısı ve toplantı sayısı, yönetim kurulunda bağımsız üye sayısı firmaların web sayfalarında bulunan faaliyet raporlarından, finansal rasyolar ise Finnet/Stockkeys Pro veri tabanından elde edilmiştir. Verilerin analizinde Eviews 10 programından yararlanılmıştır. Kurumsal yönetim özelliklerinin ESG skorlarına etkisini tespit etmek için aşağıdaki modellerden yararlanılmıştır.

$$ESG_{SCORE} = \beta_0 + \beta_1 ACMEET_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \sum \theta YEAR_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

$$ESG_{SCORE} = \beta_0 + \beta_1 YKBAG_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \sum \theta YEAR_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

$$ESG_{SCORE} = \beta_0 + \beta_1 ACSIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \sum \theta YEAR_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

Aşağıdaki Tablo 1’de analizde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenler değişken tanımları adı altında toplu olarak gösterilmiştir.

Tablo 1. Değişken Tanımları

Değişken Adı	Değişken Türü	Tanım
ESG _{SCORE}	Bağımlı Değişken	Çevresel, Sosyal ve Yönetişim faaliyet skorları
ACMEET _{it}	Bağımsız Değişken	Denetim Komitesi Toplantı Sayısı
YKBAG _{it}	Bağımsız Değişken	Yönetim Kurulunda Bağımsız Üye Sayısı
ACSIZE _{it}	Bağımsız Değişken	Denetim Komitesi Üye Sayısı
LEV _{it}	Kontrol Değişkeni	Kaldıraç Oranı
ROA _{it}	Kontrol Değişkeni	Aktif Karlılık

Araştırma, modellerinde kurumsal yönetim özelliklerinin ESG skorlarına etkisini tahmin etmek için kontrol değişkenleri kullanılmıştır. Kaldıraç oranı *toplam borç/toplam aktif oranı* ile ölçülmüştür. Goss ve Roberts (2011), firmaların finansal açıdan sıkıntılı oldukları dönemde kurumsal sosyal sorumluluk raporlarında artış olmasından dolayı kaldıraç ile kontrol ettiklerini ifade etmişlerdir. Aynı zamanda, firmanın performansı yüksek ise sürdürülebilirlik raporları daha uyumlu olduğu ile ilgili literatür de araştırmalar bulunmaktadır (Young ve Marais, 2012). Bu nedenle firma performansı ise *net kâr/toplam aktif* (ROA) oranı ile ölçülmüştür.

4.3. Bulgular

4.3.1. Tanımlayıcı İstatistikler ve Korelasyon Analizi

Aşağıdaki Tablo 2’de araştırmanın tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir.

Tablo 2. Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Mean	SD	Min	Mak
ESG	33.81227	30.97	0.0	86.9
ACMEET	5.336364	3.632871	0.0	18
YKBAG	3.154545	1.182335	1	7
ACSIZE	1.945455	0.521754	0.0	3

LEV	0.530912	0.310361	0.0	2.612145
ROA	7.835545	7.047989	-8.87	33.08

ESG raporlamının kalitesini ve miktarını göstermektedir. ACMEET, YKBAG ve ACSIZE sırasıyla denetim komitesinin toplantı sayısı, yönetim kurulunda bağımsız üye sayısı ve denetim komitesi üye sayısını; LEV ve ROA, kaldıraç oranını ve aktif karlılığı temsil etmektedir.

Yukarıdaki Tablo 2'ye göre, denetim komitelerinin toplantı sıklığı yılda ortalama 5 toplantı olmak üzere 1 ile 18 arasında değişmektedir. Denetim komitesi üye sayısı ise 0 ile 3 arasında değişmektedir. Örneklememizde, yönetim kurulundaki bağımsız yönetici sayısı en az 1 ve en fazla 7 üyeden oluşmaktadır. Ayrıca ESG açıklamaları ortalama puanı 33.81 ve 0 ile 86.9 arasında değişmektedir. Son olarak kontrol değişkenleri kaldıraç oranının ortalama 0.53 değerinde iken ROA yani aktif karlılığı ise 7.83 değerini göstermektedir.

Aşağıdaki Tablo 3'te ise korelasyon analizine ilişkin bulgular gösterilmektedir.

Tablo 3. Korelasyon Analizi

DEĞİŞKENLER	ESG	ACSIZE	ACMEET	YKBAG	LEV	ROA
ESG	1.000000					
YKBAG	0.278235 (0.0032)***	1.000000				
ACMEET	-0.026503 (0.7834)	-0.104058 (0.2793)	1.000000			
ACSIZE	0.161548 (0.0918)*	0.177382 (0.0638)*	0.372779 (0.0001)***	1.000000		
LEV	0.102015 (0.2889)	0.156541 (0.1024)	-0.223398 (0.0190)**	0.098338 (0.3067)	1.000000	
ROA	-0.154852 (0.1062)	-0.330851 (0.0004)***	0.141710 (0.1397)	-0.223455 (0.0189)**	-0.294454 (0.0018)***	1.000000

Not: ***,** ve * sırasıyla %1, %5 ve %10 düzeyinde anlamlılıkları ifade etmektedir.

Yukarıdaki Tablo 3, araştırma değişkenlerinin korelasyon analizini detaylı şekilde göstermektedir. Bu tabloya göre, ESG açıklamaları ile yönetim kurulunda bağımsız yönetici sayısı ve denetim komitesi üye sayısı arasındaki korelasyon katsayısının pozitif yönde olduğu gösterilmektedir. Ancak, ESG açıklamaları ile denetim komitelerinin toplantı sayısı arasında negatif yönde bir ilişki olduğu saptanmıştır. Diğer bir taraftan kontrol değişkenlerinden kaldıraç oranı ile ESG açıklamaları arasında anlamlı bir ilişki olduğu ancak ROA değeri ile anlamsız bir ilişki olduğu sonucu elde edilmiştir.

4.3.2. Regresyon Analizi Sonuçları

Kurumsal yönetim özelliklerinin ESG skorları üzerindeki etkisini test etmek için Petersen (2009) OLS regresyonunu kullanarak sırasıyla modeller tahmin edilmiştir. Sonuçlar sırasıyla aşağıdaki Tablo 4'de gösterilmiştir.

Tablo 4. Regresyon Analizi Sonuçları

Değişkenler	Tahmin Edilen İlişki	M1		M2		M3	
		Katsayı	P değeri (t istatistik)	Katsayı	P değeri (t-istatistik)	Katsayı	P değeri (t-istatistik)
Bağımlı Değişken ESG							
ACMEET	+	0.080423	0.9233 (0.096551)				
YKBAG	+			5.978266	0.0214** (2.334861)		
ACSIZE	+					2.775517	0.5936 (0.535280)
LEV		7.929567	0.4442 (0.767968)	7.992196	0.4193 (0.810770)	9.351978	0.3555 (0.928010)
ROA		-0.598124	0.1765 (-1.360666)	-0.193049	0.6670 (-0.431402)	-0.461265	0.3053 (-1.030051)
Gözlem			112		112		112

Sayısı			
*, **, *** ; sırasıyla %10, %5 ve %1 istatistiksel anlamlılık düzeylerini temsil etmektedir.			

Yukarıdaki Tablo 4’de panel regresyon analizinin sonuçları yer almaktadır. Analiz için oluşturulan birinci hipotez H_1 : *Denetim komitelerinin toplantı sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır (M1)* şeklindeydi. Bu hipoteze göre $p > 0.10$ büyük olduğuna göre denetim komitelerinin toplantı sayısı ile ESG değerleri arasında negatif yani anlamsız bir ilişki olduğu saptanmıştır. ACMEET değişkeninin katsayısına bakıldığında ESG değerlerinde %1’lik artış olduğunda ACMEET %8 oranında artmaktadır. Bu sonuçlara göre **H_1 Hipotezi reddedilmiştir.**

Analiz için oluşturulan ikinci hipotez H_2 : *Yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır (M2)* şeklindeydi. Hipotezinin analiz sonucuna göre, $p < 0.05$ küçük olduğu için yönetim kurulunda bağımsız üye sayısını ESG değerleri arasında istatistiki olarak pozitif ve anlamlı bir ilişki vardır. Bu sonuca göre **H_2 hipotezi kabul edilmiştir.** YKBAG katsayısına bakıldığında ise değişkenler arasında pozitif ilişki olduğunu söylemek mümkündür. Bu durumda firmalarda yönetim kurulunda bağımsız üye sayısı ne kadar yüksek olursa ESG değerleri de o kadar olumlu yönde etkilemektedir.

Analiz için oluşturulan üçüncü hipotez ise H_3 = *Denetim komitesi üye sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki vardır (M3)* şeklindeydi. Yapılan analize göre $p > 0.10$ olduğundan denetim komitesi üye sayısı ile ESG değerleri arasında negatif yani anlamsız bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Yani, ESG açıklamaları üzerinde denetim komitelerinin üye sayısının etkisi olmadığından dolayı **H_3 hipotezi reddedilmiştir.** Katsayıya bakıldığında ise ESG değerleri ile ACSIZE arasında pozitif bir ilişkinin var olduğu görülmektedir.

SONUÇ

Günümüzde paydaşlar finansal bilgilerin yanı sıra finansal olmayan bilgilere de ihtiyaç duymaktadırlar. Daha öncesinde paydaşlar finansal olmayan bilgileri anketlerden, firmalarla ilgili yayınlanan haberlerden elde ederlerdi. Ancak bu konuda birincil bilgi kaynağı firma raporlarıdır. Bu nedenle firmalar, finansal olmayan bilgileri sürdürülebilirlik, faaliyet raporları, entegre raporlama gibi gittikçe içeriği genişletilmiş şekilde hazırladıkları raporlarda sunmuşlardır. Bu raporlarda yer alan bilgiler ise derecelendirme kuruluşları tarafından firmaların çevresel, sosyal ve yönetişim açıklamaları çerçevesinde değerlendirmişlerdir. Bu değerler, paydaşlar tarafından firma ile ilgili kararlar alınmasında aktif rol oynamaktadır.

Son zamanlarda firmalar için finansal olmayan faaliyetlerin değerlendirilmesinde önemli bir kavram olarak ESG açıklamaları ön plana çıkmaktadır. ESG açıklamaları, gönüllülük esasına dayanmaktadır. ESG açıklamalarını değerlendirmede ortak analiz ya da puanlama bulunmamaktadır. Bundan dolayı ESG ifşa uygulamaları bakımında firmalar arasında farklılıklar bulunmaktadır. Sürdürülebilirlik açıklamalarının savunucuları, finansal olmayan bilgilerin değerlendirmeye tabi olmasının raporlamada tutarlılık getireceğini ve sektörler içinde firmaların ESG performansını karşılaştırma imkânı sağlayacağını ifade etmişlerdir. Bu durumda, firmalar finansal olmayan bilgilerini adil bir şekilde sunacaklar ve paydaşlara karşı güven vereceklerdir.

Araştırma kapsamında BİST’te işlem gören 28 firmanın 2016-2019 yılları arasında ESG değerleri, finansal ve faaliyet rapor verileri kullanılmıştır. Araştırma kapsamında verileri analiz etmek için panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, denetim komitesinin toplantı sayısı ve denetim komitesi üye sayısı ile ESG değerleri arasında negatif ilişki; yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı ile ESG değerleri arasında pozitif bir ilişki olduğu saptanmıştır. Ayrıca modellerde değişkenlerin katsayıların pozitif olması firmanın kurumsal yönetim özelliklerinin ESG açıklamalarını etkileyeceği elde edilmiştir.

Bu araştırmadan elde edilen bulgular, hissedarlar, firma yöneticileri ve firma faaliyetlerinde karar alma yetkisi olan yöneticilerin ESG açıklamalarının nitelik ve nicelik olarak iyileştirmek için önemli çıkarımlar sunmaktadır. Firmalar, ESG açıklamalarını kendini geliştirici bir araç kullanarak fırsatçı davranışlara da engel olabilirler. Bununla birlikte firmalarda yönetim kurulunda bağımsız üye sayısını fazla olması, aktif ve bağımsız denetim komitesinin varlığı ESG açıklamalarının kalitesini arttıracaktır. Mevcut araştırmalar ESG açıklamalarına etki eden faktörleri açıklama konusunda halâ tartışmaya açıktır. Bu nedenle gelecekte, daha spesifik olarak alternatif değişkenler ve ekonometrik

modeller kullanılarak sürdürülebilirlik raporlama, kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkileri ölçen araştırmalar yapılabilir.

KAYNAKÇA

Appuhami, R. - Tashakor, S. (2017), “The Impact of Audit Committee Characteristics on CSR Disclosure: An Analysis of Australian Firms”, *Australian Accounting Review*, 27 (4), ss. 400-420.

Arif, M.- Sajjad, A. - Farooq, S. - Abrar, M. - Joyo, A.S. (2020), “The Impact of Audit Committee Attributes on The Quality and Quantity of Environmental, Social and Governance (ESG) Disclosures”, *Corporate Governance*, 21 (3), ss. 497-514

Baraibar-Diez, E. - Odriozola, M.D. (2019), “CSR Committees and Their Effect on ESG Performance in UK, France, Germany, and Spain”, *Sustainability*, 11, ss. 1-20.

Boerner, H. (2007), “Your Company’s ESG-Environmental, Social, And Governance Factors Are Matterng More Now to Institutional Investors”, *Corp. Financ. Rev*, 12, ss. 40–43.

Bravo, F. - Reguera-Alvarado, N. (2019), “Sustainable Development Disclosure: Environmental, Social, and Governance Reporting And Gender Diversity in The Audit Committee”, *Business Strategy and the Environment*, 28 (2), ss. 418-429.

Brindelli, G. - Dell’Atti, S. - Iannuzzi, A.P. - Savioli, M. (2018), “Composition and Activity of the Board of Directors: Impact on ESG Performance in the Banking System”, *Sustainability*, 10, ss. 1-20.

Broadstock, D.C. - Chan, K. - Cheng, L.T.W. - Wang, X. (2021), “The Role of ESG Performance During Times Of Financial Crisis: Evidence from COVID-19 in China”, *Finance Research Letters*, 38, ss. 1-11.

Cheng, B. - Ioannou, I. - Serafeim, G. (2014), “Corporate Social Responsibility and Access to Finance”, *Strategic Management Journal*, 35 (1), ss. 1-23.

Dhaliwal, D.S. - Li, O.Z. - Tsang, A. - Yang, Y.G. (2014), “Corporate Social Responsibility Disclosure and The Cost Of Equity Capital: The Roles Of Stakeholder Orientation and Financial Transparency”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 33, ss. 328–355.

Dorflleitner, G., Halbritter, G. - Nguyen, M. (2015), “Measuring The Level and Risk of Corporate Responsibility – An Empirical Comparison of Different ESG Rating Approaches”, *Journal of Asset Management*, 16 (7), ss. 450–466.

Dornau, R. (2019), “ESG Meets Investor Relations: Demonstrating The Business Value of Sustainability”, (<https://www.robecosam.com/csa/insights/2019/esg-meets-investor-relations-demonstrating-the-business-value-of-sustainability.html>, Erişim Tarihi: 12.04.2021)

Eccles, R.G. - Saltzman, D. (2011), “Achieving Sustainability Through Integrated Reporting”, *Stanford Social Innovation Review*, Vol. 59.

Edgecliff-Johnson, A. - Thomas, D. (2020), “Companies Axe Dividends in Global Push for Cash”, *Financial Times*, 23 March. (<https://www.ft.com/content/e9102d80-6d2c-11ea-89df-41bea055720b>)

Elgergeni, S. - Khan, N. - Kakabadse, N.K. (2018), “Firm Ownership Structure Impact on Corporate Social Responsibility: Evidence From Austerity UK”, *International Journal of Sustainable Development & World Ecology*, 25(7), ss. 602-618.

Farooq, M.U. - Kazim, I. - Usman, M. - Latif, I. (2018), “Corporate Governance and Audit Fees: Evidence from A Developing Country”, *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 12 (1), ss. 94-110.

Financial Reporting Council (2012), *The UK Corporate Governance Code*. London, September.

Garcia, A.S. - Mendes-Da-Silva, W. - Orsato, R.J. (2017), “Orsato.Sensitive Industries Produce Better ESG Performance: Evidence from Emerging Markets”, *J. Clean. Prod.* 150, ss. 135–147.

Giudice, A. D. - Rigamonti, S. (2020), “Does Audit Improve the Quality of ESG Scores? Evidence from Corporate Misconduct”, *Sustainability*, 12, ss. 1-16.

Goss, A. - Roberts, G.S. (2011), “The Impact of Corporate Social Responsibility on The Cost Of Bank Loan”, *Journal of Banking & Finance*, 35(7), ss. 1794-1810.

Hammami, A. - Zadeh, M.H. (2020), “Audit Quality, Media Coverage, Environmental, Social, and Governance Disclosure And Firm Investment Efficiency”, *International Journal of Accounting & Information Management*, 28 (1), ss. 45-72.

Hopwood, A.G. (2009), “Accounting and The Environment”, *Accounting, Organizations and Society*, 34 (3/4), ss. 433-439.

Husted, B.W. - De Sousa-Filho, J.M. (2019), “Board Structure and Environmental, Social, and Governance Disclosure in Latin America”, *Journal of Business Research*, 102 (6), ss. 220-227.

Jensen, J.C. - Berg, N. (2012), “Determinants of Traditional Sustainability Reporting Versus Integrated Reporting: an Institutional Approach”, *Business Strategy and the Environment*. 21(5), ss. 299-316.

Karamanou, I. - Vafeas, N. (2005), “The Association Between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis”, *Journal of Accounting Research*, 43 (3), ss. 453-486.

Keçeli, B. - Çankaya, S. (2020), “ESG ve Finansal Verilerin Pay Değerine Etkisi: Kuzey Ve Latin Avrupa Ülkeleri Üzerine Bir Çalışma”, *İstanbul Ticaret Üniversitesi Girişimcilik Dergisi*, 4 (7), ss. 31-49.

Kim, E.H. - Lyon, T.P. (2015), “Greenwash vs. Brownwash: Exaggeration and Undue Modesty İn Corporate Sustainability Disclosure”, *Organization Science*, 26, ss. 705–723.

Klein, J.G. - Dawar, N. (2004), “Corporate Social Responsibility and Consumers’ Attributions and Brand Evaluations in Product Harm Crisis”, *International Journal of Research in Marketing*, 21(3), ss. 203-217.

Landi, G. - Sciarelli, M. (2019), “Towards A More Ethical Market: The Impact of ESG Rating on Corporate Financial Performance”, *Soc. Responsib*, 15, ss. 11–27.

Lagasio, V. - Cucari, N. (2019), “Corporate Governance and Environmental Social Governance Disclosure: A Meta-Analytical Review”, *Corp Soc Resp Env Ma*, 26, ss. 701–711.

Lokuwaduge, C.S. - Heenetigala, K. (2017). “Integrating Environmental, Social And Governance (ESG) Disclosure For A Sustainable Development: An Australian Study”, *Business Strategy and the Environment*, 26 (4), ss. 438-450.

Maama, H. - Appiah, K.O. (2019), “Green Accounting Practices: Lesson From An Emerging Economy”, *Qualitative Research in FinancialMarkets*, 11 (4), ss. 456-478.

Malik, M. (2015), “Value-Enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature”, *Journal of Business Ethics*, 127, ss. 419–438

Michelon, G. - Rodrigue, M. (2015), “Demand for CSR: Insights from Shareholder Proposals”, *Social and Environmental Accountability Journal*. 35 (3), ss. 157-175.

Nasdaq (2019), “ESG Reporting Guide 2.0 – A support Resources for Companies”, (<https://www.nasdaq.com/docs/2019/11/26/2019-ESG-Reporting-Guide.pdf>, Erişim Tarihi: 12.04.2021)

Nazari, J.A. - Herremans, I.M. - Warsame, H.A. (2015), “Sustainability Reporting: External Motivators and Internal Facilitators”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 15 (3), ss. 375-390.

Neri, S. (2021), “Environmental, Social and Governance (ESG) and Integrated Reporting”, *Global Challenges to CSR and Sustainable Development, CSR, Sustainability, Ethics & Governance*, https://doi.org/10.1007/978-3-030-62501-6_14.

Petersen, M.A. (2009), “Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches”, *Review of Financial Studies*, 22(1), ss. 435-480.

Sadiq, M. - Singh, J. - Raza, M. - Mohamad, S. (2020), “The Impact of Environmental, Social and Governance Index on Firm Value: Evidence from Malaysia”, *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10 (5), ss. 555-562.

Samaha, K. - Khlif, H. - Hussainey, K. (2015), “The Impact of Board and Audit Committee Characteristics on Voluntary Disclosure: A Meta-Analysis”, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24, ss. 13-28.

Shakil, M.H. (2021), “Environmental, Social and Governance Performance and Financial Risk: Moderating Role of ESG Controversies and Board Gender Diversity”, *Resources Policy*, 21, ss. 1-10.

Staub-Bisnang, M. (2012), *Sustainable Investing for Institutional Investors – Risks, Regulations and Strategies*, Singapore: John Wiley & Sons.

WCED – World Commission on Environment and Development, (1987), *Our Common Future*, Oxford University Press: Oxford.

Velte, P. (2016), “Women on Management Board and ESG Performance”, *Journal of Global Responsibility*, 7 (1), ss. 98-109.

Young, S. - Marais, M. (2012), “A Multi-Level Perspective of CSR Reporting: The Implications of National Institutions And Industry Risk Characteristics”, *Corporate Governance: An International Review*, 20(5), ss. 432-450.

Zhao, C. - Guo, Y. - Yuan, J. - Wu, M. - Li, D. - Zhou, Y. - Kang, J. (2018), “ESG and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from China’s Listed Power Generation Companies”, *Sustainability*, 10, ss. 1-18.