



T.C.

TOKAT GAZİOSMANPAŞA ÜNİVERSİTESİ LİSANSÜSTÜ

EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSINDA KURUMSAL
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNE DÂHİL OLMANIN ETKİSİ**

Hazırlayan

Erenay ATAR KAYA

İşletme Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

Danışman

Prof. Dr. Süleyman Serdar KARACA

Tokat-2021

ETİK BEYAN METNİ

Gaziosmanpaşa Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü tez yazım kılavuzuna göre, Prof. Dr. Süleyman Serdar Karaca danışmanlığında hazırladığım, Yüksek Lisans tezi olarak sunduğum “ Firmaların Finansal Performansında Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinin Rolü” adlı çalışmamda yer alan bütün bilgi ve belgelerin bilimsel etik değerlere ve kurallara uygun olduğunu, atıfta bulunduğum eserlerin tümünü kaynakçada belirttiğimi, aksinin ispatı dâhilinde her türlü yasal yaptırımını kabul ettiğimi beyan ederim.

24 /09/ 2021

Erenay ATAR

TEŞEKKÜR

Hazırlamış olduğum tez çalışmasında yardımlarını ve bilgisini esirgemeyen danışman hocam sayın Prof. Dr. Süleyman Serdar KARACA ve tez komitemde yer alarak değerli görüşleri ile çalışmamın şekillenmesini sağlayan sayın Doç. Dr. Mihriban COŞKUN ARSLAN ve Dr. Öğr. Üyesi Atila KARKACIER hocalarıma teşekkür ederim. Bu süreçte bana sabır gösteren ve benden yardımlarını hiçbir zaman esirgemeyen değerli aile üyelerimden; annem Gülay GENÇ'e, kız kardeşim Esenay ATAR'a ve eşim Alperen KAYA'ya teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren XUSRD koduyla fiyat ve getiri olarak hesaplanmaya başlanmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören ve kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst seviyede olan şirketlerin yer aldığı endekstir. Sürdürülebilirlik endeksine girebilmek için çevre, ekonomik ve sosyal boyutlar olmak üzere üç kıstas tamamlamak gerekmektedir. Bu çalışmanın amacı; kurumsal sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan işletmelerin endekse dâhil olmadan önceki durumları göz önüne alındığında finansal performanslarındaki değişimin ele alınmasıdır. Bu sebeple 2014-2020 yılları arasında kurumsal sürdürülebilirlik endeksinde düzenli olarak yer alan 24 işletmenin 2009-2014 ve 2014-2020 yılları arasındaki finansal performansları göz önüne alınarak Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinin işletmeler üzerindeki etkisinin karşılaştırılması amaçlanmıştır. Çalışmaya kurumsal sürdürülebilirlik endeksinde yer alan banka dışı faaliyet gösteren işletmeler dahil edilmiştir.

Araştırmada Hisse getiri oranı (HGO), Aktif karlılık (ROA), Özsermaye karlılığı (ROE), Net kar marjı (NKM), Cari oran (CO), Kaldıraç oranı (KO), Aktif devir hızı (ADH), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa değeri/Defter değeri (PD/DD) değişkenlerinden yararlanılmıştır. Araştırma yöntemi olarak Panel regresyon yöntemi kullanılmıştır. Araştırma iki modelden oluşmaktadır. Model 1. Firmaların endekse dâhil olmadan önceki 6 yılın, Model 2. ise firmaların endekse dâhil olduktan sonraki altı yılın finansal verilerini kapsamaktadır. Araştırma sonucunda Model 2. incelendiğinde, Hisse senedi getiri oranı değişkenini tahmin edebilecek panel regresyon yönteminde Özsermaye karlılığı (ROE), Aktif devir hızı (ADH), ve Piyasa değeri/ Defter (PD/DD) değeri değişkenlerinin tahminde anlamlı değerlere sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi, Finansal Performans, Panel Regresyon Analizi

ABSTRACT

BIST Sustainability Index started to be calculated as price and yield with the code XUSRD as of 4 November 2014. It is the index that includes companies traded on Borsa Istanbul and with high corporate sustainability performances. In order to be included in the index, three criteria must be completed: environmental, economic and social dimensions. The aim of this study is; Considering the situations of the enterprises included in the corporate sustainability index before they were included in the index, it is to address the change in their financial performance. For this reason, it is aimed to compare the effect of the Corporate Sustainability Index on businesses by considering the financial performances of 24 businesses that are regularly included in the corporate sustainability index between the years 2014-2020, between the years 2009-2014 and 2014-2020. The businesses included in the study consist of non-bank businesses included in the corporate sustainability index.

In the research, the variables of Stock Return Rate, Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Net Profit Margin (NKM), Current Ratio (CO), Leverage Ratio, Asset Turnover, Price / Earning and Market Value / Book Value variables were used. Panel regression method was used as a research method. The research consists of two models. Model 1. It covers the 6 years before the companies are included in the index, and Model 2 covers the six years after the companies are included in the index. As a result of the research, Model 2 is examined, it is seen that in the panel regression method that can predict the stock return rate variable, the variables of Return on Equity (ROE), Asset turnover, and Market value / Book value have significant values in the estimation.

Keywords: Corporate Sustainability Index, Financial Performance, Panel Regression Method

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
Etik Beyan Metni	i
Özet	ii
Abstract	iii
İçindekiler	iv
Tablolar Listesi	vi
Kısaltmalar Listesi	vii
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KAVRAMI	
1.1. Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramı	3
1.2 BİST Sürdürülebilirlik Endeksi	5
1.2.1. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Değerleme Aşamasında Dikkate Alınacak Kaynaklar	9
1.2.2. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Değerlemeye Dâhil Edilmeyen Kaynaklar.....	9
1.2.3.Sürdürülebilirlik Kavramının İşletmelere Sağladığı Değerler	9
1.3. Uluslararası Sürdürülebilir Borsalar	11
1.4. Kurumsal Sürdürülebilirlik Boyutları	15
1.4.1.Sosyal Göstergeler	16
1.4.2. Çevresel Göstergeler	17
1.4.3. Ekonomik Göstergeler	17
1.5. Kurumsal Sosyal Sorumluluk.....	19
1.5.1. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Alanları	20

1.6. Kurumsal Hesap Verebilirlik	21
--	----

1.7. Sosyal Paydaş Teorisi	22
----------------------------------	----

İKİNCİ BÖLÜM: FİNANSAL PERFORMANS

2.1. Finansal Performans	23
--------------------------------	----

2.2. Finansal Performansın Ölçülme Sebepleri	24
--	----

2.3. Finansal Performans Ölçüm Yöntemleri	26
---	----

2.3.1. Yatırım Değerleme Yöntemlerine Dayalı Performans Ölçütleri	26
---	----

2.3.1.1. Yatırım Tutarının Belirlenmesi	27
---	----

2.3.1.2. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	28
--	----

2.3.1.3. Borç Maliyeti	28
------------------------------	----

2.3.1.4. Özsermaye Maliyeti	28
-----------------------------------	----

2.3.1.5. Nakit Akımların Belirlenmesi	29
---	----

2.3.1.6. Net Bugünkü Değer	29
----------------------------------	----

2.3.1.7. Karlılık Endeksi	29
---------------------------------	----

2.3.2. Ham Muhasebe Verilerine Dayalı Performans Ölçüleri	30
---	----

2.3.2.1. Ortalama Muhasebe Getirisi Yaklaşımı	30
---	----

2.3.2.2. Net Faaliyet Karı	30
----------------------------------	----

2.3.3. Mali Analizde Kullanılan Oranlar	31
---	----

2.3.3.1. Likidite Oranları	31
----------------------------------	----

2.3.3.1.1. Cari Oran	32
----------------------------	----

2.3.3.1.2. Likit Oran	32
-----------------------------	----

2.3.3.1.3. Nakit Oran	32
-----------------------------	----

2.3.3.2. Mali Yapı Oranı	33
--------------------------------	----

2.3.3.3. Faaliyet Oranları	33
2.3.3.3.1. Alacak Devir Hızı	33
2.3.3.3.2. Alacak Tahsis Süresi	33
2.3.3.3.3. Stok Devir Hızı	34
2.3.3.3.4. Aktif Devir Hızı	34
2.3.3.3.5. Varlık Devir Hızı	34
2.3.3.4. Karlılık Oranları	34
2.3.3.4.1. Brüt Kar Marjı	34
2.3.3.4.2. Net Kar Marjı	35
2.3.3.4.3. Hisse Senedi Başına Kar	35
2.3.3.4.4. Özsermaye Karlılık Oranı	35
2.3.3.5. Borsa Performans Oranları	35
2.3.3.5.1. Fiyat/Kazanç Oranı	35
2.3.3.5.2. Piyasa Değeri/ Defter Değeri Oranı	36
2.3.3.5.3. Pay Başına Kar Oranı	36
2.3.3.5.4. Pay Başına Temettü Oranı	36
2.3.3.5.5. Kar Dağıtım Oranı	36
2.3.4. Yeniden Düzenlenmiş Muhasebe Verilerine Dayalı Performans Ölçütleri	36
2.3.4.1. Yatırılan Sermayenin Getirisi	36
2.3.4.2. Ekonomik Katma Değer	37
2.3.4.3. Piyasa Katma Değeri	37
2.3.4.4. Tobin Q	38

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSINDA KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNİN ROLÜ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

3.1. Literatür Taraması	39
3.2. Araştırmanın Amacı ve Önemi	48
3.3. Araştırmanın Kapsamı	49
3.4. Araştırmanın Kısıtları	49
3.5. Araştırmanın Verileri ve Hipotezleri	49
3.5.1. Araştırmanın Hipotezi	49
3.6. Araştırmanın Yöntemi ve Bulguları	51
SONUÇ	60
KAYNAKÇA	62
ÖZGEÇMİŞ	70

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo No	Sayfa
Tablo 1: BIST Kurumsal Sürdürülebilirlik Kriterler.....	6
Tablo 2: Sürdürülebilir Borsalar Girişimine Kayıtlı Bazı Borsalar	12
Tablo 3: Araştırmada Veri Setinde Bulunan Firmalar	50
Tablo 4: Değişkenler Listesi	51
Tablo 5: Model 1 için 2009-2014 Dönemi Tamamlayıcı İstatistikleri	52
Tablo 6: 1. Dönem İçin Harris – Tzavalis Birim Kök Testi Sonuçları	53
Tablo 7: Hausman Test Sonuçları	54
Tablo 8: Tüm Yöntemlere Göre Model 1 Panel Regresyon Test Sonuçları	55
Tablo 9: Model 2 için 2015-2020 Dönemi Tamamlayıcı İstatistikleri	56
Tablo 10: 2. Dönem İçin Harris – Tzavalis Birim Kök Testi Sonuçları	57
Tablo 11: Hausman Test Sonuçları	58
Tablo 12: Tüm Yöntemlere Göre Model 2 Panel Regresyon Test Sonuçları	58
Tablo 13: Karşılaştırmalı Model Sonuçları Özeti	59

KISALTMALAR LİSTESİ

ADH	Aktif Devir Hızı
BIST	Borsa İstanbul
CO	Cari Oran
F/K	Fiyat/ Kazanç Oranı
GSMH	Gayri Safi Milli Hâsıla
HGO	Hisse Senedi Getiri Oranı
ILO	Dünya Çalışma Örgütü
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KO	Kaldıraç Oranı
NKM	Net Kar Marjı
NORAT	Düzeltilmiş Vergiden Sonraki Net Faaliyet Kârı
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri
ROA	Aktif Karlılık
ROE	Özsermaye Karlılığı
ROIC	Yatırılan Sermayenin Getirisi
SMM	Satılan Malın Maliyeti
SSE	Sürdürülebilir Borsalar Girişimi
TSKB	Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası
WCED	Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu
XUSRD	Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi Kodu

GİRİŞ

İşletmeler geçmişten günümüze insan ihtiyaçlarını karşılayabilecek mal ve hizmet talebini yerine getirmeyi amaçlamaktadır. Günümüzde gelişen teknoloji ve hızla artan rekabet ortamıyla artık işletmelerin faaliyetlerini gerçekleştirmeleri ve varlıklarını sürdürmeleri tek başına yeterli olmamaktadır. Bir işletmenin finansal boyutunun yanında, üretim aşamaları sırasında meydana gelen sosyal ve çevresel kirlilik faktörleri ve bunlara olan duyarlılıkları da işletmelerin sorumlulukları altındadır. İşletmelerin bu faktörlerden ötürü iç ve dış paydaşlarına karşı sorumluluklarını yerine getirmeleri gerekmektedir.

İşletmeler ekonomik, sosyal ve çevresel performanslarını gözlemlemek ve diğer işletmeler karşısında rekabet avantajı elde etmek amacıyla sürdürülebilirlik faaliyetlerini düzenli olarak raporlamaktadır (Tanç, 2019: 2081).

Bugün kullandığımız sürdürülebilirlik kavramı Brundtland raporunda ortaya atılmadan önce “Büyümenin Sırları” adlı raporda kullanılmıştır. Bu rapor 1972 yılında Roma Kulübü tarafından yazılmıştır. Rapor konu olarak ekonomi ve çevre arasındaki ilişkiyi ve üretimin çevreye verdiği zararı ele almaktadır. Rapordan sonra 1972’de Stockholm’de meydana gelen “Birleşmiş Milletler İnsan ve Çevre Konferansı” (United Nations Conference on the Human Environment) Sürdürülebilir kalkınma ve bu kalkınmanın çevresel boyutunu konu edinen uluslararası ilk etkinlik olarak kabul edilmiştir (SKD Türkiye Raporu, 2017).

Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu (WCED), 27 Nisan 1987’de İngiltere’nin Londra kentinde bir basın toplantısında Brundtland (Ortak Geleceğimiz) adlı raporunu dünyaya sunmuştur. Raporda çevre ve kalkınmanın kritik konuları ele alınmış olup, bu konular için uzun vadeli somut ve gerçekçi önerilerde bulunulmuştur (Keeble, 1987: 17).

Sürdürülebilir kalkınma açısından önemli bir gelişmede 1992 yılında Rio de Janeiro’ kentinde düzenlenen Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı’nın düzenlenmesidir. Bu konferans neticesinde sürdürülebilir kalkınma fikri giderek güç kazanmış ve sürdürülebilir kalkınma fikrinin gerçekleşebilmesi için tek ülkenin değil dünyanın ortaklaşması gerektiği vurgulanmıştır. Aynı zamanda konferansta sürdürülebilir gelişmeyi korumak için ekonomiyi, ekolojii ve toplumu hesaba katmayı,

bütünleştirmeyi ve gelecek nesiller için dünyanın çevresel ve kültürel kaynaklarına saygı gösterirken sosyal eşitsizliğin azaltılması amaçlanmıştır (Nudes ve Peixoto, 2010: 1).

Kurumsal Sürdürülebilirlik ekonomik, sosyal ve çevresel olmak üzere üç boyutta incelenir. Ülkemizde 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren XUSRD koduyla BİST Sürdürülebilirlik Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. Bu çalışmada, BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde 2014 yılı itibariyle sürekliliğini koruyan 24 işletmenin endekse dâhil olduktan sonra ve dâhil olmadan önceki finansal performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. İşletmelerin aktif karlılık, öz sermaye karlılığı, net kâr marjı, cari oran, kaldıraç oranı, aktif devir hızı, F/K ve PD/DD değişkenleri kullanılarak panel regresyon yöntemiyle finansal performansları incelenecektir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın ilk bölümünde Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi ve endeks kriterlerine yer verilirken, ikinci bölümde finansal performans ve ölçüm yöntemleri açıklanmıştır. Son olarak üçüncü bölümde değişkenler ve analiz sonuçlarına yer verilmiştir. Çalışmada 2014 yılından itibaren Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde düzenli olarak yer alan işletmelerin, endekse dâhil olmadan önce ve endekse dâhil olduktan sonraki finansal performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Daha önceden yapılan çalışmalar incelendiğinde, çalışmaların dönem aralıklarının yapılan çalışmaların yılından ötürü kısa tutulduğu ve düzenli olarak sürdürülebilirlik endeksinde yer alma kısıtı ile çok karşılaşılmadığı görülmüştür.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KAVRAMI VE ÖNEMİ

Bu bölümde Kurumsal sürdürülebilirlik kavramı, Uluslararası Sürdürülebilirlik borsaları, sürdürülebilirliğin boyutları ve Sürdürülebilirlik Endeksine dâhil olma kriterleri üzerinde durulmuştur.

1.1. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KAVRAMI

Sürdürülebilirlik kavramı tarih içerisinde sürekli olarak kullanılan bir kavramdır. Ancak bugün kullandığımız anlamıyla sürdürülebilirlik kavramı Brundtland raporunda ortaya atılmadan önce “Büyümenin Sırları” adlı raporda kullanılmıştır. Bu rapor 1972 yılında Roma Kulübü tarafından yazılmıştır. Rapor konu olarak ekonomi ve çevre arasındaki ilişkiyi ve üretimin çevreye verdiği zararı ele almaktadır. Rapordan sonra 1972’de Stockholm’de meydana gelen “Birleşmiş Milletler İnsan ve Çevre Konferansı”(United Nations Conference on the Human Environment) Sürdürülebilir kalkınma ve bu kalkınmanın çevresel boyutunu konu edinen uluslararası ilk etkinlik olarak kabul edilmiştir (SKD Türkiye Raporu, 2017).

Sürdürülebilirlik kavramı daha sonra 1992 yılında düzenlenen Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansında giderek güç kazanmıştır. Konferansta sürdürülebilir gelişmeyi korumak amaçlı yapılması gereken fedakârlıklardan bahsedilmiştir (Nudes ve Peixoto, 2010: 1).

Sürdürülebilirlik kavramı, günümüzde bulunan toplum ile gelecek nesil arasındaki denge ve uyumun sağlanması olarak açıklanabilmektedir. Sürdürülebilirlik sonu bulmayan ve sürekli devam eden bir olgudur. Toplumun dünya ile kurduğu uyumu ve bu uyumun devamlılığını ifade eder. 1980’li yıllara kadar işletmeler sürdürülebilirlik kavramını işletmenin kazancını artırma potansiyeli anlamıyla kullanmışlardır. Günümüzde kurumsal sürdürülebilirlik olarak kullanılmaya devam eden bu kavram yıllar içerisinde kapsamını geliştirmiştir. İşletmelerin sosyal, ekonomik ve çevresel olarak sorumluluklarını iş faaliyetlerine entegre etmesi olarak tanımlanabilmektedir (Kara, 2020: 8). Kurumsal sürdürülebilirlik, iş fırsatlarını değerlendiren ve bu fırsatları değerlendirirken ekonomik, sosyal ve çevresel riskleri göz önüne alan iş yaklaşımıdır (Sancar, 2013: 73).

Kurumsal sürdürülebilirlik, tanımı gereği bir işletmenin gönüllü olarak sosyal ve çevresel kaygıları ticari faaliyetlerine dâhil ettiğini gösteren etkileşimlerdir. Her işletme kurumsal sürdürülebilirlikle ilgili olarak kendi özel hedefini, kuruluşun amaç ve stratejisini faaliyet gösterdiği koşullara uygun olarak bünyesinde barındırır (Marrewijk and Werre, 2002: 1).

Günümüzde sıkça konuşulan çevre kirliliği, küresel ısınma gibi birçok konu mevcuttur. Giderek artan nüfus oranı ve doğanın yok olmaya başlaması belirli örgütlenmelere de yol gösterici olmuştur. Sürdürülebilir kalkınmada ekonomik faaliyetlerin doğaya ve çevreye zarar verilmeden yürütülmesi ve bu olgunun diğer işletmelere de benimsetilmesi amacıyla çok önemli bir yere sahiptir. Bu kavramın ortaya çıkmasındaki önemli etmenlerden birisi ise gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren büyük firmaların sadece üretim odaklı çalışmalarından kaynaklıdır (Engin, 2013: 87)

Kurumsal sürdürülebilirlikle ilgili gelişmeler sonucunda, firmalar sürdürülebilirlik raporları yayınlamaya başlamış ve sürdürülebilirlik endeksleri oluşturulmuştur. Son yıllarda gelişmekte olan ülke borsaları yatırımcıları bilgilendirmek ve uluslararası yatırımcılara hitap edebilmek için bazı kararlar almaya başlamıştır (Ersoy, 2016: 44).

Artık işletmelerin performansları sadece ekonomik verilerle değil çevresel ve sosyal riskleri nasıl yönettiğiyle değerlendirilmektedir. Örneğin firma doğaya zarar veren bir faaliyetinden ötürü boykot ve itibar kaybıyla karşılaşabilir. Sürdürülebilirlik endeksi ise tüm bu risklere karşı mücadele ve strateji konusunda işletmelere yardımcı olmaktadır (Ersoy, 2016: 44).

Kurumsal Sürdürülebilirliği benimseyen işletmeler kıt kaynakları daha verimli şekilde kullanacakları için geleceğe yönelik daha kolay yatırım imkânı elde ederler. Böylelikle paydaşları açısından olumlu bir izlenim kazanmış oldukları gibi işletmenin ekonomik açıdan gelişmesine de katkıda bulunmuş olurlar (Güler, 2019: 6).

Türkiye’ de Kurumsal Sürdürülebilirlik açısından şuan için yasalaşmış bir yönetmelik bulunmamaktadır. Ancak BİST ve bazı sivil toplum kuruluşları Kurumsal Sürdürülebilirlik ile ilgili eğitim ve seminer düzenleyerek ülkemizde sürdürülebilirlik anlayışının gelişimini amaçlamaktadır (Duran, 2018: 21).

Son yıllarda borsada işlem gören firmaların sürdürülebilirlik açısından rapor yayınlanmasına dair bazı uygulamalar geliştirilmektedir. Böylelikle işletmeler sürdürülebilirlik açısından bulunduğu faaliyetleri ve işletme açısından oluşan riskleri paydaşları ve kamu ile kolaylıkla ve şeffaflıkla paylaşmaktadırlar (İMKB, 2011: 9).

1.2. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ

Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi önde gelen yatırım yapılabilir ve sürdürülebilir işletmeleri kapsamaktadır. Kurumsal Sürdürülebilirlik raporu yayınlayan ve sürdürülebilirlik performansları üst düzeyde bulunan işletmeler endekste yer almaktadır. Sürdürülebilirlik performansları ölçülürken, işletmelerin ekonomik, sosyal ve çevresel sürdürülebilirlik kavramlarına verdiği önem ve bu kavramlar çerçevesinde gerçekleştirdikleri faaliyetler göz önüne alınmaktadır. Böylelikle işletmeler Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksine dâhil olduklarında sürdürülebilirlik açısından gerçekleştirdiği faaliyetleri paydaşları ve kamu ile paylaşabilir. Sürdürülebilirlik Endeksine dâhil olan firmaların yıl içinde kriterlere uyup uymadıkları incelenmeye devam eder.

Kurumsal sürdürülebilirlik endeksi işletmelerin ekonomik, sosyal ve çevresel faktörlere gösterdiği duyarlılık ve bunu işletmelerin karar mekanizmasına yansıtmasını aynı zamanda oluşabilecek riskleri yönetmesidir. BİST Sürdürülebilirlik Endeksi 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren XUSR koduyla yayınlanmaya başlamıştır. Endeks yılda bir olmak üzere Ekim-Kasım dönemlerini kapsamaktadır. Sürdürülebilirlik Endeksi yayınlandığı tarihte BİST 30’ da bulunan işletmeleri kapsarken 2019 yılı itibarıyla BİST 100’ de bulunan işletmelerde endekse dâhil edilmiştir (www.borsaistanbul.com)

BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’nin işletmelere ve sermaye piyasalarına önemli oranda katkı sağladığı düşünülmektedir. Bunun temel sebebi işletmelerin yeni yatırım ürünleri geliştirmesi, doğal kaynaklar, sağlık, güvenlik, istihdam gibi konulara verilen önemin artması olarak görülmektedir. Böylelikle işletmelerin hem Türkiye hem de Dünya için önemli olan sürdürülebilirliğe katkısı bağımsız ve tarafsız bir şekilde performans göstergeleri ile belirlenmiş olur. Yapılan performans değerlendirme sonuçlarına göre ekonomik, sosyal ve çevresel sürdürülebilirlik açısından yüksek performans puanına sahip işletmeler Sürdürülebilirlik Endeksine dahil edilir. Böylelikle işletmeler

Sürdürülebilirlik Endeksi ile rekabet avantajı elde ederler aynı zamanda işletmelerin tanınması ve itibar kazanması da endeksin katkılarının biridir (Çıtak ve Ersoy, 2016: 45).

BIST Aralık 2015 tarihinde Sürdürülebilirlik Endeksine dâhil olmak isteyen firmalar için endeks kriterleri ve indikatörlerini barındıran bir liste yayınlamıştır:

Tablo 1. BIST Kurumsal Sürdürülebilirlik Kriterler

Çevre Politikası	
Göstergeler	Tanımı
Temel konular	Şirket birincil çevre sektörüne ilişkin en az bir adet sektöre özgü konuya atıfta bulunmalıdır
Çevre yöneticisinin düzeyi	Çevre politikası yöneticisinin bulunması
Amaç ve hedef bazlı yaklaşım taahhüdü	Sürekli gelişme taahhüdü
Kilit alanlar için amaç ve hedeflerin sunulması	Amaç ve hedef bazlı yaklaşım taahhüdü
İzleme ve denetim taahhüdü	Çevre yönetim sisteminin bulunması
Kamuyu aydınlatma taahhüdü	Açıklık ve şeffaflık taahhüdü
Küresel uygulanabilir kurumsal çalışma standartlar	Ortak küresel standartlara uyum taahhüdü
ICC üyeliği	Üyelik gereklidir
CERE üyeliği	Üyelik gereklidir
Responsible Care	Üyelik gereklidir
WBSCD üyeliği	Üyelik gereklidir
UNEP Fin	Üyelik gereklidir
Biyçeşitlilik Politikası	
Grup veya yer bazında Biyçeşitlilik eylem planı bulunması	Biyçeşitlilik hedeflerinin belirlenmesi, etkilerinin incelenmesi, sonuçların raporlanması
Ekosistemleri Geliştirmeye Yönelik Eylemler ve Sponsorluk Alınması	Yerel halkı bilgilendirmek için şirketlerin kuruluşlarla iş birliği taahhüdü
Biyçeşitlilik Sözleşmesine Uygun Politika Benimseme	Dünyanın ekolojik temellerini koruma taahhüdü
Geliştirme potansiyelinin değerlendirilmesi	İşletmenin Biyçeşitlilik etkilerinin ve geliştirme potansiyelinin düzenli olarak değerlendirildiğini açıklamalıdır.
Biyçeşitlilik ile ilgili gelişmelerin ayrıntılı raporlanması	Nicel verileri açıklama
Doğal kaynakların sertifikasyon programı	Şirket hammadde teminini sertifikasyon

çerçevesinde temin edilmesi	faaliyeti gösteren tedarikçiden yaptığını beyan etmeli
İklim Değişikliği Politikası	
İklim değişikliği konuları için sorumluluğun üst düzeyde olması	Yönetim Kurulu düzeyinde veya Üst Düzey yönetim sorumluluğu
İklim değişikliği taahhüdü	Şirket iklim değişikliğiyle ilgili etkiyi asgariye indirme konusundaki sorumluluğunu açıkça kabul eder.
Ürünle ilgili iklim değişikliği taahhüdü	Ürünün iklim değişikliği etkisini en aza indirme sorumluluğunu açıkça kabul eder
Politika, ulusal veya uluslararası hükümet gündemini yansıtır	Politikanın ulusal veya uluslararası hedeflere atıfta bulunarak açıklanması
Sera gazı emisyonunun azaltılması konusunda uzun vadeli stratejik amaç	Nicel sera gazı emisyonu azalımı için kamuya açıklanan hedefler
Sera gazı emisyonunun azaltılması konusunda kısa vadeli stratejik amaç	Nicel sera gazı emisyonu azalımı için kamuya açıklanan hedefler
Normalleştirilmiş emisyonlar	Uygun emisyon verileri rapor edilir.
Trend veriler	İşletmenin en az üç yıllık verilerini rapor etmesi
Uygulanan metodoloji	Emisyonların hesaplanma yönteminin açıklanması
Onay	Verileri iç-dış onayı
Rüşvetle Mücadele Politikası	
Rüşvet alma ve vermenin yasaklanması	Şirket rüşveti yasakladığını beyan etmeli
Kanun ve Yönetmeliklere uyum	Şirket kanunlara uyduğunu beyan etmeli
Hediye alma ve vermenin yasaklanması	Şirketin hediye alışverişini yasakladığı beyan edilmeli
Siyasi bağların yasaklanması	Siyasi bağışların yasaklandığı beyan edilmeli
Çalışanların rüşveti reddetmekten ötürü zarar görmemesi	Çalışanların rüşveti reddetmesi üzerine zarar görmeyeceğini beyan eden politika bulunmalı
İnsan Hakları Politikası	
Çocuk işçi çalıştırma, zorla çalıştırma ve ayırım yapmama	Dünya Çalışma Örgütü'nün (ILO) çalışmalarından en az ikisini kapsayan beyan bulundurma
OECD'nin çokuluslu şirketler için rehber ilkelerini	Desteklediğini beyan etmeli

destekleme	
Daha geniş kapsamlı temel insan haklarını destekleme	İnsan Hakları Evrensel Bildirgesi'nin desteklendiğinin beyanı
Silahlı koruma politikası	Birleşmiş Milletler Kuvvet ve Ateşli Silah kullanımına dair temel ilkeleri onayladığının kamuya açık beyanı
Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi	Sözleşmeyi imzalamış olma
Faaliyetler için SA8000	SA8000'i imzalamış olma
Güvenlik ve İnsan Hakları için Gönüllü İlkeler	İlkeleri imzalamış olma
İnsan hakları risk altında olduğunda insan haklarını savunma taahhüdü	Şirketin faaliyet alanında, insan hakları risk altında olması durumunda yetkililerle temasa geçmesi
Sağlık ve Güvenlik	
Kazanılan ödülün ayrıntıları	Şirket sağlık kuruluşlarından ödül aldığına veya faaliyetlerin OHSAS18001 sertifikalı olduğuna dair belge
Sağlık ve güvenlik eğitimi	Sağlık ve emniyet eğitiminin verildiğine dair belge
Üst düzey yönetici sorumluluğu	Sağlık ve güvenlik konularının sorumluluğunu üst düzey bir yöneticinin aldığını belirten belge
Sağlık ve güvenlik durumu verileri	Sağlık ve güvenlik performansı nicel verileri açıklama
Finansal Erişim	
Finansal erişim programı	Şirketin geleneksel olmayan müşterilere yönelik finansal erişimi artırma girişimleri
Finansal erişimin artırılmasına yönelik niteliksel ve niceliksel hedeflerin sağlanması	Finansal erişimi artırmaya yönelik girişim verilerinin sunulması
Finansal erişimi artırmaya yönelik açık kanıtlar	Mutlak tutar veya oran olarak önceki 12 aya göre durumun beyanı

Kaynak:(BIST,2015)

Yukarıda tablo şeklinde bulunan sosyal ve çevresel indikatörler dışında endekse dâhil olmak isteyen işletmeler için değerlemede dikkate alınacak ve alınmayacak kriterler mevcuttur (BIST, 2015: 67).

1.2.1 BIST Sürdürülebilirlik Endeksi değerlendirme aşamasında dikkate alınacak kaynaklar:

Kurumsal Sürdürülebilirlik endeksine dâhil edilecek işletmeler değerlemeye alınmadan önce işletmelerin kaynakları incelenir. İncelenen bu kaynaklar aşağıda yer almaktadır.

- Şirket yıllık mali rapor ve tabloları
- Şirket Sürdürülebilirlik, Kurumsal Sosyal Sorumluluk Raporu, Çevresel, Sosyal ve Toplum türü raporlar
- Websitesi
- Kamuoyu veya paydaşların erişimine açık Düzenleyiciler veya kamu kurumları tarafından hazırlanmış bilgiler
- Üçüncü şahıslar tarafından hazırlanmış kamuya veya paydaşlara açıklanan bilgiler

1.2.2 BIST Sürdürülebilirlik Endeksi değerlemeye dâhil edilmeyen kaynaklar:

İşletmeler Sürdürülebilirlik endeksine alınmadan önce incelemeye tabi tutulurlar ancak bazı kaynaklar bu incelemelere dâhil edilmez. İncelemeye dahil edilmeyen kaynaklar aşağıda listelenmiştir.

- Web sitesinde yayınlanmayan bilgiler
- Gizli kaynak veya gayri resmi yollarla elde edilen veriler
- Kamu aydınlatma yoluyla onaylanmayan anketler
- Kamuya daha açıklanmamış, hazırlanmakta olan materyaller
- Gizli tutulması istenen işyeri personel talimatları

1.2.3 Sürdürülebilirlik Kavramının İşletmelere Sağladığı Değerler

Sürdürülebilirliğin çevreye olduğu kadar işletmelere de birçok açıdan katkısı bulunmaktadır. Bunlar şu şekilde sıralanabilir (Sürdürülebilirlik Rehberi: 17).

- Sürdürülebilirliği işletme süreçlerine benimseterek, bu olguyu kamuoyu ile açık bir şekilde paylaşan işletmeler toplum açısından olumlu bir izlenim oluşturur ve bu sayede marka değerlerini artırır.

- Sürdürülebilirliği işletme bünyesine dâhil eden işletmeler bu anlayışla birlikte enerji tasarrufu, israfın azaltılmasıyla hammadde karlılığı ve atık dönüşüm maliyetlerine daha az katlanmalarından ötürü şirket karlılığını ve verimliliğini artırmış olur.
- Şirketlerin nitelikli çalışanları bünyesinde barındırması şirketin saygınlığını iyi yönde etkilemektedir. Nitelikli çalışanlar prensip açısından kişisel görüşleriyle örtüşen işletmeleri tercih ederler. Sürdürülebilirlik anlayışını benimsemiş işletmeler insan kaynakları bölümünün de geliştirilmesiyle nitelikli iş gücüne, çalışanların bağlılığına ve gerekli motivasyona da sahip olurlar.
- Sürdürülebilirlik kavramı sadece işletmeler açısından değil tüketiciler içinde önemli bir kavram haline gelmiştir. Tüketicilerin büyük çoğunluğu işletmelerin çevre ve doğa açısından yerine getirdikleri sorumluluklara büyük önem vermektedir.
- Sürdürülebilir bakış açısına sahip olmanın bir avantajı da yaratıcı düşünce ve yeniliklere daha fazla olanak sağlamasıdır. Böylelikle işletmeler rekabet ortamında sektörlerinde yenilikçi fikirlerle rekabetlerine kıyasla avantaj sağlamış olacaktır.
- Sürdürülebilirlik kavramının sadece çevresel ve sosyal değil finansal konularda da önemi giderek artmıştır. İşletmelerin gerekli finansal destekleri sağlamak için başvurduğu finansal kuruluşlar yatırımcılarını bilgilendirirken, finansal destek sağlarken ve projeleri değerlendirirken şirketlerin sürdürülebilirlik kavramına verdiği önemi göz önünde bulundurur.
- Şirketlerin risk yönetimi açısından da avantajları bulunmaktadır. Sürdürülebilirliği benimseyen ve iş akışına uyumlu hale getiren işletmeler sosyal, çevresel ve yönetim açısından oluşabilecek sorunları etkin bir şekilde çözerek yeni koşullara uyum sağlamayı işletme ve çalışanları açısından kolaylaştırır.
- İşletmelerde kurumsal yönetimin verimli bir şekilde işlemesi, sermaye maliyetlerinin azalması, likiditenin artması, proaktif kriz çözümü ve şirket ömrünün uzamasına büyük katkı sağlar.

1.3 ULUSLARARASI SÜRDÜRÜLEBİLİR BORSALAR

Birleşmiş Milletlerin desteklediği Sürdürülebilir Borsalar girişimi (Sustainable Stock Exchanges, SSE) 2009 yılından itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Borsa İstanbul 2012 yılında yapılan RIO+20 zirvesi ile kuruluştaki yer alan ilk beş borsadan biri olmuştur. Sürdürülebilir Borsalar girişimine üye sayısı 2019 yılı itibarıyla 90'a ulaşmıştır (<https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/58/borsa-istanbulda-surdurulebilirlik>)

Kurumsal Sürdürülebilirliğe önem veren, sürdürülebilirlik raporu yayınlayan ve sürdürülebilirlik kriterlerine uyan işletmeler sürdürülebilirlik endekslerinde yer almaktadır. Sürdürülebilirlik endeksleri sosyal, çevresel ve ekonomik sürdürülebilirlik kavramları gereği yapılan işletme faaliyetlerini iç ve dış paydaşlarla şeffaf bir şekilde paylaşma fırsatı sunmaktadır.

Sürdürülebilirlik Endeksi mevcut yatırımcıları bilgilendirmekte ve aynı zamanda küresel piyasalarda işlem yapan yatırımcılarında ilgisini çekmektedir. Küresel piyasalarda ilk sürdürülebilirlik endeksi Dow Jones Dünya Sürdürülebilirlik Endeksi ile oluşturulmuştur. Endekste yer alan işletmeler endeks kriterleri ve dönemsel kontrollere tabi tutulmaktadır. Değerlendirme sonucuna göre %10' luk dilimde yer alan işletmeler endekse dâhil olmaktadır (Karademir, 2019: 36).

Sürdürülebilirlik Endeksi öncelikle gelişmiş ülkelerde kurulmaya başlamıştır. Bunun temel nedeni gelişmiş ülkelerde yatırım ürünlerinin daha fazla olmasıdır. Ancak gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkeleri yakından takip etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde Sürdürülebilirlik Endeksi ilk olarak Afrika' da kurulmuştur. Sonrasında Johannesburg Borsası'nda 2004 yılında Sosyal Sorumluluk Endeksi faaliyete başlamıştır. 2005 yılında ise Latin Amerika'da Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi kurulmuştur (Güler, 2019;23).

Sürdürülebilir Borsalar Girişimine Kayıtlı olan borsalar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 2: Sürdürülebilir Borsalar Girişimine Kayıtlı Bazı Borsalar

FTSE4GOOD Index Series	Dünya çapında kurumsal sorumluluk standartlarını karşılayan şirketleri belirlemek için tasarlanmıştır.
Natur-Aktien- Index	Ekolojik ve sosyal sürdürülebilir yönetim tarzlarının gelişimine küresel olarak katkıda bulunan şirketlerin ekonomik başarısını ölçmesi amacıyla kurulmuştur.
Ethibel ESI Indexes	Avrupa, Amerika ve Güneydoğu Asya şirketlerini kapsar.
Calvert US Large Cap Core Responsible Index(Formerly Calvert Social Index)	Piyasa değeri en yüksek 1000 ABD şirketinden oluşur.
MSCI KLD 400 Social Index	En eski ABD endeksidir. Sosyal ve çevresel kriterlere uyan 400 ABD şirketini kapsar.
UmweltBank - Aktien Index(UBAI)	Sürdürülebilir yönetim konusunda uzmanlaşmış 18 Alman şirketi kapsar.
ECPI Global Ethical Equity Index	BM Sorumlu Yatırım İlkelerini benimseyen uluslararası şirketleri kapsar.
STOXX Europe Sustainability	Çevresel ve sosyal kriterleri karşılayan 600 Avrupa şirketini kapsar.
ECPI Ethical Index	Almanya, Hollanda ve İngiltere şirketlerini kapsar.
ECPI Euro Ethical Government Bond Index	Fransa, İtalya, Almanya, Hollanda, İspanya, Avusturya, İrlanda, Finlandiya, Lüksemburg, Portekiz ve Belçika'yı kapsar.
DJSI North America	Kuzey Amerika'nın en büyük 600 şirketinin %20'sini kapsıyor.
ESI Excellence Global	Avrupa, Amerika ve Güneydoğu Asya Şirketlerini kapsar
HVB Nachhaltigkeitsindex	Hollanda, İngiltere ve Fransa ülkelerinde bulunan en iyi temettü getirisine sahip 16 işletmeyi bulunur.
ÖkoDAX	Almanya'da işlem gören borsadır.
DAXglobal Alternative Energy Index	Alternatif enerji alanında dünya çapındaki en büyük on beş kuruluşun performansını göstermektedir.

Global Challenges Index	Amerika, İsveç, Almanya ve İngiltere'yi kapsayan bir endekstir.
ESI Excellence Europe	Avrupa, Amerika ve Güneydoğu Asya'daki tüm endüstriler için kurumsal sosyal sorumluluk alanında sınıfının en iyisi şirketleri içerir.
DAXglobal Sarasin Sustainability	Sürdürülebilirlik Almanya endeksidir.
JSE SRI Index	Afrika sürdürülebilirlik ilkelerine uyan işletmeleri kapsar.
MAC Solar Energy Index	Güneş enerjisinden elde edilen elektriğin satışında uzmanlaşmış şirketleri kapsar.
nx25	Dünya çapında ekolojik ve sosyal sürdürülebilirliği destekleyen 25 şirketten oluşuyor.
RENIXX World - Renewable Energy Industrial Index	Fransa enerji işletmelerini kapsar.
Corporate Sustainability Index (ISE)	Brezilya Sürdürülebilirlik Endeksini kapsar.
FTSE Environmental Markets Index Series	Yenilenebilir ve alternatif enerji, enerji verimliliği, su teknolojisi, atık ve kirlilik kontrolü dahil olmak üzere çevre teknolojisi ve çevresel iş faaliyetlerinde önemli rol oynayan küresel şirketlerin performansını ölçen endeks.
Jantzi Social Index	60 Kanadalı şirketten oluşur.
EURO STOXX Sustainability ex AGTAF	Avrupa Şirketlerini kapsar
DJSI Sustainability North America 40	Dow Jones Dünya Endeksi'ndeki en büyük 600 Kuzey Amerika şirketinin sürdürülebilirliği açısından ilk% 20'yi kapsar
ECPI Global ESG Technology Equity	Japon sürdürülebilirlik endeksidir
ECPI Global Climate Change Equity	Amerika teknoloji şirketlerini kapsar
ECPI Euro Ethical Index Govtment 1_3	Lüksemburg, İrlanda, Finlandiya, Avusturya, Hollanda, İspanya, Almanya, Fransa, İtalya, Portekiz ve Belçika şirketlerini kapsar.
ECPI Global ESG Healthcare Equity	İngiltereyi kapsar.
DJSI Emerging Markets	Dow Jones Küresel Toplam Hisse Senedi Endeksi'nde sürdürülebilirlik açısından öncü olan 800 büyük Yükselen Piyasalar şirketinin ilk% 10'unun performansını izleyen endekstir.

VBV-Österreichischer Nachhaltigkeitsindex (VÖNIX)	Sosyal ve çevresel başarılar açısından lider olan Avusturya şirketlerinden oluşur.
WilderHill New Energy Global Innovation Index	25 ülkede (Hong Kong ve Tayvan hariç) 31 borsada listelenen 94 şirketin yer aldığı küresel bir endekstir.
Ardour Global Index	Alternatif Enerji Teknolojileri alanında faaliyet gösteren, küresel olarak işlem gören şirketler için bir hisse senedi kıyaslama görevi görmek üzere tasarlanmıştır.
UN Global Compact 100	Global Compact şirketlerinden oluşan temsili bir gruptan oluşmaktadır.
Global Challenges Corporates (GCC)	Sürdürülebilirlik performansı açısından katı gereksinimlerini karşılayan tahvil ihraççılarından oluşur
DJSI Diversified Family	1999'da geliştirilmiş ve Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'nin temeli olarak kullanılmış bir endekstir.
Ardour Global Alternative Energy Index North America	Alternatif Enerji Teknolojileri alanında faaliyet gösteren, küresel olarak işlem gören şirketler için bir hisse senedi kıyaslama görevi görmek üzere tasarlanmıştır. ABD şirketlerini kapsar.
Ardour Global Alternative Energy Index Europe	Alternatif Enerji Teknolojileri alanında faaliyet gösteren, küresel olarak işlem gören şirketler için bir hisse senedi kıyaslama görevi görmek üzere tasarlanmıştır. İngiltere ve Fransa şirketlerini kapsar.
DJSI Australia Index	Dow Jones Global Endeksinde yer alan ve kurumsal sürdürülebilirlik açısından kendi alanlarına öncülük eden en büyük 2500 şirketin ilk% 10'unun performansını izlemek için oluşturulmuştur. Avusturalya şirketlerini kapsar.
Euronext Vigeo EM 70	70 gelişmekte olan ülke şirketinden oluşmaktadır.

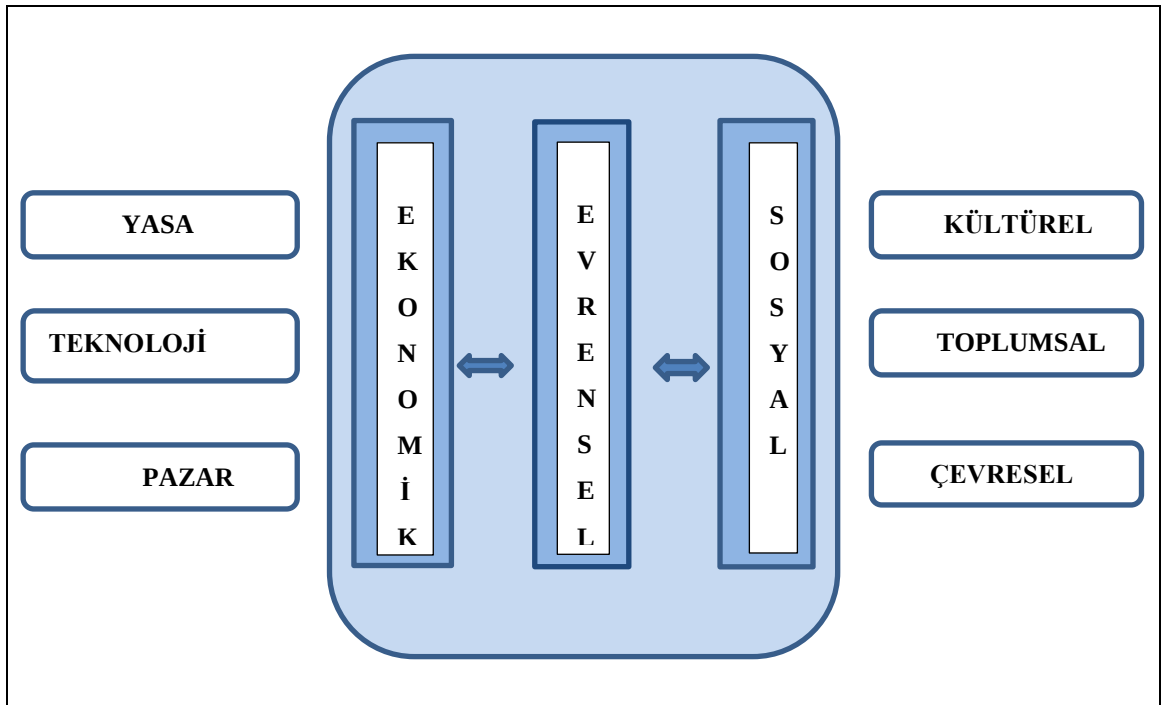
Ethical Europe Climate Care Index	Karbon ayak izi standartlarını karşılayan Avrupa şirketlerinden 30 tanesinin yer aldığı bir endekstir.
Solactive Oekom Ethical Low Volatility Index	ABD, Hollanda, Almanya, İsviçre, İspanya şirketlerinden Prime sertifikasına sahip 30 şirket yer alır.
Ethical Europe Equity Index	Avrupa ülkelerini kapsar kriterlere uyan 30 şirket yer alır.
Stoxx Europe Sustainability	Avrupa şirketlerinin ekonomik, çevresel ve sosyal sürdürülebilirlik kriterleri açısından performansını izler.
ECPI Ethical Indexes	Küresel etik bir endekstir.

Kaynak: (<https://www.nachhaltiges-investment.org/>)

1.4 KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK BOYUTLARI

Kurumsal sürdürülebilirlik, kurumsal büyümenin ve karlılığın önemli olduğunu kabul ederken aynı zamanda ekonomik gelişme, çevre duyarlılığı ve sosyal eşitlik temeline dayanan bir kavramdır (Wilson, 2003: 1).

Kurumsal sürdürülebilirliğin 3 boyutu vardır. Bunlar; ekonomik, çevresel ve sosyal boyutlardır. Ekonomik boyut kıt kaynakların düzenli kullanımı, çevresel boyut doğanın temel dengesinin bozulmaması ve korunması ile ilgiliyken sosyal boyut açlık, yoksulluk, istihdam ve kültürel değerleri kapsar (Engin ve Akgöz, 2013: 88).



Şekil 1. Makro Düzeyde Kurumsal Sürdürülebilirlik

Kaynak: (Baumgartner ve Ebner, 2010: 77)

Baumgartner çalışmasında Şekil 1’de yer alan yasa, teknoloji ve pazarın işletmeler açısından sadece üretim amacıyla değil aynı zamanda kurumsal sürdürülebilirlik değerleri açısından da kültürel, toplumsal ve çevresel etmenler kadar etkili olduğunu belirtmiştir.

1.4.1.Sosyal Göstergeler

Sosyal sürdürülebilirlik, işletmenin toplum ve insan üzerindeki etkilerini göstermektedir. İşletmenin sosyal faaliyetleri değerlendirilirken sürdürülebilirlik performanslarındaki sosyal faktörlere verdikleri önem göz önünde bulundurulur. Sosyal sürdürülebilirlik faktörüne önem veren işletmeler paydaşları ile ilişkilerine ve toplum nezdinde sosyal sorumluluk faaliyetlerine büyük ölçüde yer ayırmaktadır (Eren, 2021: 74).

Eşitlik, sağlık, eğitim, barınma, güvenlik, nüfus temalarını ele alır. Firmalar çalışan hakları, insan hakları ve eşitlik gibi konulara göre faaliyetlerini sürdürmektedirler. Sosyal göstergeler aşağıda listelenmiştir.

- Fakirlik sınırı altındaki nüfus oranı
- İşsizlik endeksi
- Gini gelir eşitsizliği endeksi
- Ortalama kadın işçi ücreti ve erkek işçi ücreti oranı
- Çocukların beslenme oranı
- 5 yaş altı çocuk ölüm oranı
- Doğumda yaşanan kayıp oranı
- Atık su hizmeti alan nüfus oranı
- Temiz içme suya ulaşım imkânı olan nüfus oranı
- Temel sağlık hizmetinden yararlanabilen kişilerin nüfus oranı
- Bulaşıcı hastalıklara karşı çocuk aşılama oranı
- Doğum kontrol yöntemlerinin kullanım oranı
- İlkokul mezunu çocuk sayısı
- Lise mezunu yetişkin sayısı
- Yetişkin okuryazar kişi sayısı
- Nüfus artış oranı
- Kişi başı yaşam alanı miktarı
- 100,000 kişinin nüfusa oranla suç kaydı

1.4.2.Çevresel Göstergeler

Atmosfer, toprak, su, okyanus ve kıyılar, biyolojik çeşitlilik temaları ön plandadır. Çevresel faktörleri göz önünde bulundurarak doğaya en az zarar verilecek yöntemleri tercih etmek. Çevresel göstergeler aşağıda listelenmiştir.

- Ozona zararlı madde tüketim miktarı
- Sera gazı emisyonu
- Şehirlerdeki hava kirliliği miktarı
- Tarımda kimyasal madde kullanımı
- Ekim alanı miktarı
- Gübre kullanım miktarı

- Ağaç kesme yoğunluğu
- Ormanlık alan miktarı
- Şehir yerleşim alanlarının miktarı
- Çölleşme etkisinde kalan alan miktarı
- Kıyılardaki alg yoğunluk oranı
- Kıyı bölgesi nüfus oranı
- Önemli türlerin yıllık avlanma sıklığı ve oranı
- Suda bulunan organik materyal yüzdesi
- Yıllık yeraltı suyu kullanım oranı
- Koruma altına alınan alanların oranı
- Önemli türlerin varlığıdır.

1.4.3.Ekonomik Göstergeler

Ekonomik sürdürülebilirlik işletmenin sermayesini etkin şekilde kullanmasını ifade etmektedir. Ekonomik sürdürülebilirliğe önem veren işletmeler yatırımcılarına ortalamanın üzerinde kazanç vadederken işletmenin likidite sıkıntısı yaşamamasını hedefler (Eren, 2021: 70).

Ekonomik yapı, Üretim ve tüketim kalıpları temaları kullanılır. Ekonomik göstergeler aşağıda listelenmiştir.

- Kişi başı Gayri safi milli hasıla
- Yatırımların GSMH' ya oranı
- Mal ve hizmetlerde ödeme dengesi
- Borçların GSMH' ya oranı
- Dış yardımların GSMH' ya oranı
- Üretimde malzeme kullanım yoğunluğu
- Kişi başına düşen yıllık enerji tüketimi
- Yenilenebilir enerji kullanım miktarı
- Enerji kullanım yoğunluğu
- Tehlikeli atık üretim miktarı
- Radyoaktif atık yönetimi
- Atıkların geri dönüşümü ve yeniden kullanımıdır (Özahmet, 2008: 13).

1.5 KURUMSAL SOSYAL SORUMLULUK

Sosyal sorumluluk işletmenin faaliyetlerini yürütürken ahlaki değerleri göz önünde bulundurması ve sahip olduğu kaynakları için de bulunduğu toplumun gelişimi için kullanmasıdır. İşletmeleri değerli kılan tek etmen ürettikleri ürün veya hizmet değil aynı zamanda topluma kazandırdıkları değerlerdir (Demir, 2013: 213).

Sosyal sorumluluk kavramı işletmenin finansal bir varoluş olduğunu ve gelişim süreci içerisinde kar elde etmesi gerektiğini temel prensip olarak kabul etmektedir. Ancak işletmeler gelişme gösterdikçe ve değer kazandıkça kar elde etmenin yanı sıra birçok sorumluluğu da üstlenmek durumunda kalır (Özkoç vd., 2005: 135).

Kurumsal sosyal sorumluluğun varoluş temelinde sanayileşmenin gelişmesiyle birlikte ortaya çıkan çevresel, sosyal, ekonomik ve kültürel sorunların sadece devlet veya resmi diğer kuruluşların değil aynı zamanda bu sorunlara çözüm olabilecek yeterli kaynağa sahip işletmeler ve sivil toplum kuruluşlarının bu sorunları devletle paylaşımları yer almaktadır (Yönet, 2005: 242).

Avrupa Komisyonu tanımına göre, kurumsal sosyal sorumluluk şirketlerin paydaşları ile etkileşime geçerek sosyal ve çevresel kaygılarını ticari faaliyetlerine entegre ettikleri ve bunu gönüllülük esasına dayalı hale getirmeleriyle ortaya çıkan kavramdır (Commission of the European Communities, 2001: 6).

Kurumsal sosyal sorumluluk işletmelerin toplumla etkileşimini ilgilendirmektedir. Temel fikir sadece işletme hissedarlarının değil aynı zamanda toplumun ihtiyaçlarını gözönünde bulundurmalarını kapsamaktadır. Bu bağlamda kurumsal sosyal sorumluluk işletmelerin toplumun ihtiyaçlarını karşılayıp karşılayamamasından ziyade ne ölçüde karşılayıp karşılamadığını kapsar (Eren, 2021: 39).

Kurumsal sosyal sorumluluk kavramına önem veren ve bünyelerine yerleştiren işletmeler marka değerini artırma, çalışan motivasyonu, müşteri sadakati, yaratıcılık geliştirme ve etkin risk yönetimi açısından birçok avantaj elde etmiş olur (Aktan, 2007: 40).

1.5.1. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Alanları

Günümüz koşullarında işletmeler kar elde etmek kadar paydaşlarına karşı sorumluluklarını da yerine getirmekle yükümlüdür. Paydaşlar işletme içi ve işletme dışı paydaşlar olarak iki gruba ayrılmaktadır. Sahipler, hissedarlar, çalışanlar ve yöneticiler iç paydaşları oluştururken devlet, müşteri, tedarikçiler ve rakipler ise dış paydaşları oluşturmaktadır (Demir, 2013: 214).

İşletmenin paydaşlara karşı sorumlulukları aşağıda belirtilmiştir:

- **Çalışanlara Karşı Sorumluluk**

İş ortamının çalışanlara göre iyileştirilmesi ve çalışanların sosyal hakların göz önünde bulundurulması

- **Müşterilere Karşı Sorumluluk**

Ürünlerin fiyatı, garantisi ve kalitesi gibi konularda müşterilere karşı olan sorumluluklarını yerine getirmesi

- **Hissedarlara Karşı Sorumluluk**

Hissedarlara karşı şeffaf olmak ve işletme hakkındaki hissedarları bilgilendirme

- **Doğaya ve Çevreye Karşı Sorumluluk**

İşletmenin çevre kirliliğine karşı katkıda bulunması, çevreye ve doğaya zarar vermeyen geri dönüşümlü ürünler kullanması ve geri dönüşümlü ürünler üretmesi

- **Rakiplere Karşı Sorumluluk**

Haksız rekabet ortamı oluşturacak eylemlerden uzak durmak ve tekelleşmeye karşı yasal ve bireysel önlemler almak.

- **Tedarikçilere Karşı Sorumluluk**

Fiyatlama ve ödeme koşullarında açıklık ve dürüstlük

- **Devlete Karşı Sorumluluk**

Yasalara bağlılık, istihdam yaratma ve vergi yükümlülüklerini yerine getirme

1.6 KURUMSAL HESAP VEREBİLİRLİK

Hesap verilebilirlik kavramının tanımı yazarlar arasında farklılık gösterse de sorumlu olan tarafın, bilgi talep eden tarafa karşı sorumluluklarını yerine getirdiğine dair açıklamada bulunması olarak tanımlanır. Temelde iki taraf arasındaki güvenilir bilgi alışverişini benimser (Swift, 2001: 17).

Hesap verebilirlik bir kişinin veya kurumun faaliyetleri ile ilgili yasal ve etik çerçevesinde açıklama veya hesap verebilmesi anlamına gelmektedir. Sorumluluk ve hesap verebilirlik farklı kavramlardır. Sorumluluk kişinin belirli bir şekilde hareket etmesi olarak ifade edilirken hesap verilebilirlik kişinin yaptığı eylemleri açıklayabilmesi, gerekçesini gösterebilmesi ve raporlayabilmesini ifade eder (Eren, 2021: 44).

Kurumsal ve politik yükümlülükler açısından oluşan endişeler sebebiyle sivil toplum kuruluşları ve işletmeler “Kurumsal hesap verebilirlik” bayrağı altında toplanmıştır. Böylelikle kurumsal hesap verebilirlik hareketi Johannesburg Zirvesi 2002’den itibaren giderek güç kazanmıştır (Broad ve Cavanagh, 1999: 151).

İşletmeler menfaatlerini gözönünde bulundurdukları ve sorumluluklarını yerine getirmedikleri müddetçe paydaşları karşısında bu tür davranışlara rıza gösterdikleri, ihmal ettikleri ve sorumsuz davranışlar sergiledikleri için kötü bir algıya sahip olurlar. Böylelikle işletmenin geleceği de riske atılmış olur. İşletmeler karar verme ve harekete geçme fırsatını değerlendirme ve paydaşlarına gerekli bilgiyi temin etmekle sorumludur (Cohen, 1995: 5).

Kurumsal hesap verebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluğu birbirinden ayıran önemli farklılıklar mevcuttur. Kurumsal sosyal sorumluluk temelinde gönüllük esası bulunur. Ancak kurumsal hesap verebilirlik ele alındığında kurumsal yükümlülükler, kamu politikası, hukuk kuralları ve tazminat hakları gibi konular dikkate alınır (Utting, 2008: 965).

Kurumsal hesap verebilirlik işletme yöneticilerinin hissedar, borç sahipleri ve alacaklı gibi taraflara karşı yükümlülüklerini yerine getirmemeleri ve istedikleri açıklamaları yerine getirmemeleri halinde yaptırım uygulanabileceğini ifade eder. Bu yaptırım yapılan ihmale göre itibar kaybı, para cezası veya hapis cezası gibi ciddi bir yaptırıma dönüşebilir (Porter, 2009: 2).

1.7. SOSYAL PAYDAŞ TEORİSİ

İşletmeler sanayi devriminden itibaren belirli bir döneme kadar sadece kar amacına yönelik faaliyette bulunmuştur. Böylelikle ürettikleri ürünlere göre değil sadece yapılan satışlara odaklanmışlardır. Fakat işletmeler için rekabet ortamının oluşmasıyla işletmelerin topluma karşı sorumlulukları artış göstermiştir. Sosyal sorumluluk kavramının işletmeler için önemi ve zorunlu bir hal alması paydaş kavramını da öne çıkartmıştır. İşletme aldığı kararlarda ve işletme prensiplerinde paydaşları göz önünde bulundurmak ve paydaşların beklentilerini karşılamakla yükümlü hale gelmişlerdir (Becan, 2011: 23).

Paydaş kavramı ilk olarak 1984 yılında Freeman tarafından ortaya atılmış bir kavramdır. Freeman' a göre paydaş, işletmenin amacına ulaşması için faaliyetlerinin sürdürürken etkilendiği veya etkilediği bireyleri kapsamaktadır (Eren, 2021: 41).

Paydaş terimini anlayabilmek için öncelikle pay kavramını anlamak gerekmektedir. Pay, kişinin sahip olduğu hakkın bir göstergesidir. Hak ise bir şeyde yetki sahibi olmak veya kişinin konu hakkında iddiasını bulunmasıdır. Hal olması gereken veya olması gerektiğine inanılan bir şeye dayanmaktadır. İşletme paydaşları ise bir işletmenin faaliyetlerinden etkilenen veya işletmeyi etkileyen gruplardır. İşletmeler paydaşların ilgilendikleri konuları dikkate almakla yükümlüdür (Batı, 2006: 2).

Paydaşların işletme ile olan ilişkisini anlamak için paydaşların özellikleri hakkında bilgi edinmek gerekmektedir. Paydaşların güç, yasallık ve zorunluluk olarak üç özelliği bulunmaktadır. Paydaşların işletmeyi etkileyebilme yeteneği güç olarak algılanırken yasallık paydaşların işletmede etik veya yasal haklarının bulunup bulunmamasıyla ilgilidir. Son olarak zorunluluk ise paydaşların işletmeden ilgi bekleme derecesi olarak ifade edilmektedir. Bu özelliklerin seviyesi paydaşlara göre farklılık göstermektedir (Sönmez, 2008: 6).

Paydaş kavramı ile ilgili birçok tanım mevcuttur. Paydaşlar işletme bünyesinde çeşitli şekillerde bulunabilmektedir. İşletme sahibi, tedarikçi, işletme çalışanı veya sözleşme taraflarından biri olabilir.

Paydaş teorisi, işletme ve çevresini konu edinen, hissedar ve hissedar olmayan grupların fayda ve isteklerini gözönünde bulunduran bir stratejik yönetim şeklidir. Bu stratejik yönetimi benimseyen işletmeler paydaşları önem derecesine göre sınıflandırır

ve böylelikle işletme kaynaklarını önem derecesine göre etkin şekilde kullanarak işletmenin çıkarlarını gözetmiş olur (Ertuğrul, 2008: 205).

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PERFORMANS

Bu bölümde işletmeler için önem derecesi yüksek olan finansal performans kavramı ele alınmıştır. Finansal performans kavramı, faydaları ve finansal performansı etkileyen unsurlara yer verilmiştir.

2.1 FİNANSAL PERFORMANS KAVRAMI

Performans, bir işte amaçlanan hedeflere bakıldığında iş sahibinin o işte hedefe ne kadar yaklaştığının nicel ve nitel olarak anlatımını ifade eder (Celep, 2010: 3). Performans kavramı farklı sektörde dahi bulunsalar da işletmelerin yönetim sürecinin ayrılmaz bir bileşenidir. İşletmeler hedeflerine ulaşmak için müşteri memnuniyetini göz önüne alarak kaynaklarını rakiplerinden daha verimli şekilde kullanmayı amaçlar. Finansal performans göz önüne alındığında etkinlik ve verimlilik kavramı da karşımıza çıkar. Etkinlik, müşteri gereksinimlerini karşılamayı barındırırken, verimlilik işletme kaynaklarının kullanımı ile ilgilidir (Pantea vd., 2013: 273).

Bir işletmenin sahip olduğu varlıklar ile beklenen faydayı karşılayabilme düzeyi o işletmenin performans derecesini belirlemektedir. Performans düzeyleri üç derecede sınıflandırılmaktadır. Buna göre performans, işletme varlıklarının kullanımı sonucunda ortaya çıkan değer işletme sahibinin beklentisine eşit olduğunda normal performans, beklentinin altında gerçekleştiğinde düşük performans veya beklentinin üzerinde bir değere sahipse yüksek performans olarak sınıflandırılmaktadır (Yazıcıoğlu, 2002: 24).

İşletmenin finansal açıdan nerede bulunduğunu belirlemek ve ileriye yönelik finansal kararlar almak için işletmelerde finansal performansın ölçülmesi gerekmektedir. İşletme finansal performans hedeflerine ulaşmak amacıyla gerçekleştirdiği faaliyetlerin sonuçlarını ölçmek ve değerlendirmek için finansal performans göstergelerinden yararlanır. Finansal performans göstergeleri işletmenin finansal performansı hakkında bilgi akışını sağlarken aynı zamanda işletmenin denetim sistemini de etkinleştirmiş olur (Demirci, 2013: 49).

Finansal performans değerlendirilmesi, işletmenin güçlü ve zayıf yönlerini belirlemek ve işletme için belirlenen hedefleri uygulamaya yönlendirmektir. İşletmenin finansal performans değerlendirmesi geçici veya özel bir amaç için yapılabileceği gibi

sistematik olarak da uygulanabilir. Her işletmenin performanslarını değerlendirebilmek için işletme stratejisine uygun sebepleri bulunur. İşletme genellikle müşteri memnuniyeti, genel başarısı ve aynı faaliyet alanındaki rakiplere kıyasla işletmenin durumunu tespit edebilmek için performans ölçümüne ihtiyaç duyar (Sak ve Dalgar, 2020: 42).

Bir işletmenin herhangi bir performans ölçümü yapmadan bulunduğu konumu görme ve performansını geliştirme imkânı yoktur. İşletme aktiviteleri ise çeşitli performans ölçümlerinin birlikte kullanılmasıyla gözlemlenmelidir. Bu ölçümlerin sonucunda işletme yönetimi sonuçları dikkate almalı ve karar mekanizmasına yansıtmalıdır (Sahabi, 2020: 11).

İşletmelerin finansal performansının düzenli olarak ölçülmesi ve değerlendirilmesi gerekir. Finansal performansı ölçmeden önce işletmenin neden finansal performansı ölçmek istediği ve hangi performans göstergelerinde yararlanacağı konusunda karar vermesi beklenir. İşletmenin performans ölçümünde seçtiği göstergelerle ilgili veriler toplanır ve ölçüm yapılır. Performans ölçümlerinde nicel ve nitel göstergelerden faydalanılabilir. Ancak nicel verilerden yararlanmanın nitel verilere oranla avantajları bulunmaktadır. Nicel veriler, nitel verilere kıyasla daha kesin ve aritmetik hesaplamalar yapmaya daha uygun verilerdir (Polat, 2016: 63).

2.2 FİNANSAL PERFORMANSIN ÖLÇÜLME SEBEPLERİ

Performans sözcüğü ile ilgili literatürde çok sayıda tanım bulunmaktadır. Performans belirlenen seviyeye ve standartlara ulaşma aşamasıdır. Performans ölçümleri 21. Yüzyıl başlarında Taylor 'ın üretkenlik ölçümleriyle başlamış ve günümüze kadar sürekli gelişim göstermiştir (Kabakçı, 2007: 81).

Yakın zamana kadar performans kavramı denildiğinde akla maliyet ve kar kavramları gelmekteydi. Ancak zamanla değişen ve gelişen rekabet ortamının da etkisiyle performans kavramı kar ve maliyetin yanı sıra kalite, pazar durumu, çalışan davranışı gibi yeni kavramlarla incelenmeye başlanmıştır. Böylelikle firma performansını etkileyen faktörlerin sayısı da zamanla artış göstermiştir (Polat, 2016: 67).

Performans ölçütleri, yönetici ve yatırımcıların işletmenin bulunduğu konum itibarıyla gelişim sürecindeki başarısını gözlemlemeye yardımcı olur. Bu yöntemleri

izleyerek işletme bulunduğu faaliyet alanında aktif bir konumda olup olmadığının bilgisine ulaşabilmektedir. Finansal ölçütler ikiye ayrılmaktadır. Bu ayrım genellikle muhasebe temelli ölçütler ve ekonomi temelli ölçütler olarak gözlenmektedir. Muhasebe temelli ölçütler işletmenin kar ve satışları gibi finansal verilerle ilgiliyken ekonomik temelli ölçütler işletmenin sermaye piyasalarından elde ettiği kar verileriyle ilgilidir (Sahabi, 2020: 12).

Finansal performans ölçümünün üç temel amacı bulunmaktadır; bu amaçlardan ilki işletmenin amaçlarını kapsar, ikincisi performans ölçümünün finansal yönetim için araç olması ve sonuncusu ise işletmede motivasyon ve kontrol için performans ölçümüne gerek duyulmasıdır (Çınar, 2017: 22).

Genellikle finansal performansın belirlenmesi için işletmenin finansal verilerinin bulunduğu defterlerden yararlanılır. Ancak işletmenin bulunduğu piyasadaki durumu ya da rakip firmalara göre ne durumda olduğunu görmek amacıyla karlılık, satış hacmi, dış kaynak kullanımı gibi verilere farklı oranlar yardımıyla ulaşılır (Aydın ve Ülengin, 2011: 63).

İşletmenin geçmiş faaliyetlerini ve şuan bulunduğu durumu ölçmek için finansal ölçütlerden yararlanılır. İşletmenin finansal performans ölçümlerinin işletmeye sağladığı yararlar aşağıda belirtilmiştir (Polat, 2016: 66).

- İşletme başarısının ölçülmesi ve işletmenin bilgilendirilmesi
- Müşteri ve ortakların ihtiyaçları ve memnuniyet düzeyleri hakkında bilgi edinme
- Ürün ve hizmet kalitesini geliştirmek için çıktı kalitesi hakkında bilgi edinme
- İşletme faaliyetlerinin paydaşlar nezdinde anlaşılabilir olması
- İşletmenin faaliyet yöntemlerindeki eksiklerin belirlenmesi ve geliştirilmesi
- İşletmenin amaç ve planlarına destek vermek
- Çalışan motivasyonunu artırmak amacıyla objektif bir ortam oluşturmak
- İşletmenin uzun vade planlarını gözden geçirebilmesine olanak tanıma
- İşletme performansını rakip işletmelerle kıyaslamaya olanak tanıma

- İşletmenin sorunlar karşısında proaktif hareket edebilmesini kolaylaştırmak
- İşletme çalışanlarının durumu hakkında bilgi edinebilme ve geliştirme amacıyla çözüm üretme imkânı tanır.

2.3. FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜM YÖNTEMLERİ

İşletmelerin bulundukları finansal durumu görmeleri ve faaliyetlerini sağlıklı şekilde sürdürmeleri için sürekli olarak finansal performanslarını değerlendirmeleri gerekmektedir. İşletmenin mevcut durumunun ne aşamada bulunduğu, geçmiş dönem performansının yeterliliği ve rakiplerine oranla gelişimini görmek amacıyla işletme yöneticisinin performans ölçümüne önem vermesi gerekmektedir (Kurt, 2020: 69).

İşletmelerin finansal performans ölçümlerinde kullandıkları çok sayıda teknik bulunmaktadır. Finansal performans, işletme performansının bir göstergesi olarak görülmektedir. Performans ölçümleri genellikle; Yatırım değerlendirme yöntemlerine dayalı finansal performans ölçümü, Ham muhasebe verilerine dayalı performans ölçümleri ve Yeniden düzenlenmiş muhasebe verilerine dayalı performans ölçümleri olarak sınıflandırılmaktadır (Yazıcıoğlu, 2002: 37).

2.3.1. Yatırım Değerleme Yöntemlerine Dayalı Finansal Performans Ölçümü

Yatırım konusunda en önemli unsur, yatırımın karlı olup olamamasıdır. Bu sebeple yatırımın karlılığının hesaplanması gerekmektedir. Hesaplamanın yapılabilmesi için yatırım değerlendirme tekniklerinin kullanılması gerekmektedir.

Yatırım değerlendirme yöntemlerine dayalı performans ölçümü yönteminde, yatırımdan beklenen karlılığın belirlenmesi gerekmektedir. Ayrıca bu yöntem uygulanırken paranın zaman değeri dikkate alınmalıdır (Yazıcıoğlu, 2002: 37).

2.3.1.1. Yatırım Tutarının Belirlenmesi

Yatırım tutarı bir işletmenin faaliyetleri için yatırmış olduğu parasal tutarı ifade etmektedir. Bu tutarın belirlenmesinde kullanılan hesaplama yöntemi aşağıda belirtilmiştir.

Yatırım Tutarı = İşletmenin dönen varlıkları + Sabit varlıkların defter değeri + Diğer net işletme varlıkları – Faize bağlı olamayan yükümlülükler şeklinde hesaplanmaktadır.

2.3.1.2. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

İşletmenin sermaye maliyeti, bir işletmenin sermaye kaynaklarının marjinal maliyetini ifade etmektedir. Bu oranın hesaplanması oldukça karışık ve kapsamlıdır ancak basitleştirilmiş yaklaşımda mevcuttur. Basitleştirilmiş yöntem işletmenin borç ve özsermaye yani sermaye kaynaklarının maliyetinin hesaplanması ile ölçülmektedir.

2.3.1.3. Borç Maliyeti

İşletme faaliyetlerinin devam ettirebilmek için çeşitli kaynaklardan yararlanabilmektedir. Yararlandığı her kaynağın kendine göre bir maliyeti bulunmaktadır. Genel olarak bu maliyet aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Yazıcıoğlu, 2002: 28).

$$k_i = \frac{C_t}{I_0} (1-t)$$

C_t = Toplam faiz oranı

I_0 = Tahvil getirisi

t = Marjinal vergi oranı

2.3.1.4. Özsermaye Maliyeti

İşletmenin özsermaye maliyeti, kaynakların fırsat maliyetidir. Fırsat maliyeti ise kaynağın birçok alanda kullanılabilecekken belirli bir alanda kullanımını nedeniyle diğer alanlardan vazgeçilmesi sonucu katlanılan kaybı ifade eder (Düzakın, 2013: 283).

$$\text{Özsermaye Maliyeti} = RFR_t + B_j [E(R_{mt}) - RFR_t]$$

RFR_t = t dönemindeki risksiz getiri oranı

$E(R_{mt})$ = t dönemindeki portföyün getiri beklentisi

B_j = İşletmenin sistematik riski

2.3.1.5. *Nakit Akımların Belirlenmesi*

Firmaların nakit akımları genellikle muhasebe kârlarından farklıdır. Çünkü muhasebe kayıtlarında var olan bazı gelir ve giderler o dönem içerisinde tahsil edilemez (Okka, 2009: 53).

$$\text{Nakit Akım} = \text{Net Kar} + \text{Amortismanlar}$$

$$\text{Net Nakit Akımı} = \text{Net Kar} - \text{Nakdi Olmayan Gelir} + \text{Nakdi Olmayan Gider}$$

2.3.1.6. *Net Bugünkü Değer*

Net bugünkü değer bir projeye ait nakit girişlerin (%)'i iskonto oranı ile iskontoya tabi tutulan bugünkü değerinden nakit çıkışlarının bugünkü değerinin düşülmesiyle bulunur (Okka, 2009: 290).

$$\text{NBD} = \sum_{n=1}^t \frac{F_n}{(1+i)^n} - C > 0$$

$$\text{NBD} = \text{Net Bugünkü Değer}$$

$$F_n = \text{Projeye Ait Nakit Girişi}$$

$$\% i = \text{İskonto Oranı}$$

$$C = \text{Projenin Nakit Çıkışının Bugünkü Değeri}$$

2.3.1.7. *Kârlılık Endeksi*

Kârlılık endeksi, yatırımların değerlendirilmesine dayalı performans ölçüm yöntemlerinden birisidir. Kârlılık endeksi hesaplanırken, iskonto oranı hesaplanırken yatırımın nakit girişinin bugünkü değerinin yatırım maliyetinin bugünkü değerine bölünmesi formülünden yararlanılır (Yazıcıoğlu, 2002: 42).

$$\text{Kârlılık Endeksi} = \frac{\text{Nakit Girişlerinin Bugünkü Değeri}}{\text{Nakit Çıkışlarının Bugünkü Değeri}}$$

2.3.2. Ham Muhasebe Verilerine Dayalı Performans Ölçüleri

Ham muhasebe verilerine dayalı performans yöntemi işletmelerin performans ölçümünde sıklıkla başvurduğu yöntemlerden biridir. Bu yöntemin sık kullanılma sebeplerinden birisi ise muhasebe verilerinin herkes tarafından kolaylıkla ulaşılabilir olmasıdır.

2.3.2.1. Ortalama Muhasebe Getirisi Yaklaşımı

Bir işletmenin elde ettiği gelirin, yapılan yatırımın ortalama değerine oranına ortalama muhasebe getirisi (OMG) adı verilmektedir.

$$OMG = \frac{\text{Ortalama Net Gelir}}{\text{Ortalama Defter Değeri}}$$

İşletmenin ortalama muhasebe getirisi, hedeflenen muhasebe getirisinden yüksek bir değere sahipse işletme beklenenden daha iyi bir performansa ulaşmış bulunmaktadır (Yazıcıoğlu, 2002: 44).

2.3.2.2. Net Faaliyet Karı

Kar işletme paydaşlarının ilgili olduğu temel konular içerisinde yer almaktadır. Performans değerlendirmelerinde net faaliyet karı dikkate alındığında, kar genellikle hisse senedi başına miktar olarak hesaplanır. Hisse senedi başına kar hesaplanırken aşağıdaki formülden yararlanılır (Yazıcıoğlu, 2002: 45).

$$HBK = \frac{NK}{HS}$$

HBK= Hisse senedi başına kar

NK= Toplam net işletme karı

HS= Hisse senedi adedi

Yatırımcılar hisse senedi başına kar miktarına büyük ilgi göstermektedir. Bunun sebebi bu rakamın hisse senedi başına elde ettiği performansı göstermekte olmasıdır.

İşletme kendinden beklenen performansın üzerinde bir performans sergilediğinde bu yatırımcıların büyük oranda ilgisini çekmektedir. Ancak bu rakam dikkate alınırken ve geçmiş yıllarla karşılaştırılırken işletmenin geçmiş yıllarda çıkardığı hisse senedi miktarını göz önünde bulundurmalı.

2.3.3. Mali Analizde Kullanılan Oranlar

İşletmenin finansal tablolarının dönemsel olarak karşılaştırılması ve değerlendirilmesine finansal analiz adı verilmektedir. İşletmelerin faaliyetleri sonucu finansal tablolarının incelenmesi ve değerlendirilmesini kapsar. İşletme analiz yöntemi olarak iki yol izleyebilmektedir. İlki finansal tabloları işletmenin analiz etmesi ile iç finansal analiz olarak isimlendirilirken, diğeri ise analizin işletme dışı kişiler tarafından yapılması üzerine dış finansal analiz olarak isimlendirilir. Dışsal analiz daha çok yatırımcılar, işletme ortakları ve rakipler için önem arz etmektedir (Berk, 2010: 455).

Mali analiz amacıyla birçok oran kullanılır. Bu oranlar bilanço ve gelir tablosundaki verilerden yararlanılarak hesaplanır. Bu amaçla kullanılan oranlar beş gruba ayrılır (Ceylan ve Korkmaz, 2008 :61).

1. Likidite Oranları
2. Mali Yapı veya Kaldıraç Oranları
3. Faaliyet Oranları
4. Karlılık Oranları
5. Borsa Performans Oranları

2.3.3.1. Likidite Oranları

İşletmenin sermaye durumunu ve kısa vadeli borçları ödeme gücünün yeterli olup olmadığını öğrenmek amacıyla kullanılan oranlardır. İşletmeden alacaklı veya işletmeye kısa vadeli borç verecek kişiler işletmenin ödeme gücünü öğrenmek amacıyla bu oranları dikkate alır (Düzakın, 2013: 78). İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilmek için kullandığı varlıklar, dönen değerlerdir. Dönen değerler; kasa, banka, kısa vadeli alacaklar ve stoklardan oluşmaktadır. İşletmenin likidite oranlarının yüksek olması işletmenin elinde bulundurduğu likit varlıkları verimli şekilde kullanıp karlılık hedefine ulaşamadığını gösterirken, bu oranın düşük olması da işletmenin borç ödeme gücünün düşük olduğunu gösterir (Berk, 2010: 469). Likidite oranları; cari oran, likidite oranı ve nakit orandan oluşur (Düzakın, 2013: 78).

İşletmenin likidite oranları analiz edilirken aşağıdaki temel noktalar araştırılır: (Berk,2010: 469).

- Dönen varlıkların iş hacmine oranı
- İşletmenin geçmiş dönemlerine oranla likit varlık durumu
- Stokların durumu ve niteliği
- Alacakların tahsil gücü, vadesi, alacağın nedeni
- Net çalışma sermayesinin, iş hacmine oranı
- Kısa vadeli borçların vade tarihinin uygunluğu

2.3.3.1.1.Cari Oran: Cari oran işletmenin dönen varlıkları ile kısa vadeli borçlarını karşılayabilme gücünü gösterir. Bu oranın yüksek olması ödeme gücünün olduğunu gösterdiği gibi işletmenin kaynakları etkin kullanmadığı ve elinde fazla likit bulundurması anlamına da gelir. Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar şeklinde hesaplanır (Ceylan ve Korkmaz, 2018: 63).

Cari oran hesaplanırken dikkat edilmesi gereken bazı unsurlar bulunmaktadır. Bunlardan ilki, işletme dönen varlıklar için karşılık ayırmış ise bunun aktif kalemlerden çıkartılması gerekir. Aynı şekilde bankalar hesabının da kontrol edilmesi gerekmektedir. Eğer bankalar hesabında bloke edilmiş bir bölüm bulunuyorsa bunun ilgili hesaptan çıkartılması gerekir (Berk, 2010: 469).

2.3.3.1.2. Likit Oran(Asit Test Oranı): İşletmenin bir yıl içerisinde alacaklarının tahsilini sağlayamama ya da stokları eritememe durumunda kısa vadeli borçlarını diğer dönen varlıklarıyla ödeme gücünü gösterir. Nakit oran hesaplanırken Dönen Varlıklar-Stoklar/ Kısa Vadeli Borçlar formülünden yararlanılır (Boyraz, 2008: 87).

Likit oranın gerekenden daha yüksek olması işletmenin karlılığını olumsuz yönde etkilemektedir. Ayrıca likit oran hesaplanırken dönen varlıkların içerisinde getirisi düşük kalemler bulunabileceği gibi işletmenin çalışma sermayesinin yetersiz olduğu durumlarla da karşılaşılabilir. Bu gibi durumlarla karşılaşıldığında herhangi bir olumsuzluğun bulunmadığı belirtilmeli (Berk, 2010: 470).

2.3.3.1.3.Nakit Oran: İşletmenin stoklarını nakde dönüştürememesi ve alacakları tahsil edememe durumunda borçlarını ödeme gücünü gösterir. Hazır Değerler / Kısa Vadeli Borçlar şeklinde hesaplanır (Berk, 2010: 471).

Asit-Test oranına kıyasla daha güvenilir olduğu kabul edilir. İşletmenin acil para durumunu gösteren orandır. Oranın 1' in altına düşmemesi istenir. Ancak bu yorumlayacak kişiye göre değişiklik göstermektedir. Örneğin kredi kuruluşları için bu oranın 1 olması işletmenin kısa vadeli borçlarını karşılayabileceğini gösterirken, işletme yöneticileri için yüksek bir rakam olarak tanımlanır. İşletme yöneticileri bu oranın daha düşük olmasını istemektedir. Oranın yüksek olması işletme için paranın verimli kullanılmadığının ve karlılığı olumsuz yönde etkilediğinin bir göstergesidir (Büker, 2010: 91).

2.3.3.2. Mali Yapı (Kaldıraç Oranı)

İşletmenin yabancı kaynak kullanımı sonucunda elde ettiği kar veya zararın işletme üzerine etkisinin hesaplanmasında kullanılan yöntemdir. İşletmenin faaliyet sonucunda zarar etmesi, aktiflerin değer durumu ya da gelecek yıl tahmininde fon sağlayamama durumunda uzun vadeli yükümlülükleri yerine getirip, getiremeyeceği konusunda işletmeyi bilgilendirmek amacıyla kullanılır. Borçlanma oranı olarak da adlandırılan kaldıraç oranı işletmenin sahip olduğu varlıkların ne oranda özkaynak veya yabancı kaynak kullanımından elde edildiğini göstermektedir. Söz konusu oranlar; öz sermayenin payı, uzun süreli sermayenin payı, maddi duran varlıkların uzun vadeli borçlara oranı ve öz sermayenin maddi duran varlıklara oranı şeklinde örneklendirilebilir (Ceylan, 2018: 69).

2.3.3.3. Faaliyet Oranları

Bir işletmenin sahip olduğu varlıklar ile satışların arasındaki ilişkiyi açıklamak amacıyla kullanılan oranlardır. Bu oranlar işletmeye varlıklarının etkin kullanımı hakkında bilgi verir. Bazı oran örnekleri aşağıda yer almaktadır (Düzakın, 2013: 80).

2.3.3.3.1. Alacak Devir Hızı: Alacakların tahsil edilebilme gücünü gösteren orandır. Diğer bir ifade ile alacakların yılda kaç defa tahsil edildiğini göstermektedir. Kredili satış tutarı / Ticari alacaklar şeklinde hesaplanır. Eğer kredili satış tutarı verilmemişse net satışlar tutarı kullanılır.

2.3.3.3.2. Alacak Tahsis Süresi: İşletmenin alacaklarını ortalama kaç günde tahsis ettiğini gösterir. $365 / \text{Alacak devir hızı}$ şeklinde hesaplanır. Alacak tahsis süresi uzadıkça işletme alacaklara daha çok yatırım yapmak zorunda kalır.

2.3.3.3.3.Stok Devir Hızı: Satılan malın maliyeti / Ortalama stok şeklinde hesaplanır. Stokların yılda kaç kez yenilendiğini gösterir. Stokların ne derece etkin kullanıldığını göstermektedir. Stok devir hızının artış göstermesi stoklara yapılan yatırım kararlarının doğruluğunun ve işletmede karlılık artışının göstergesidir. Aynı zamanda işletmeye rakiplerine oranla stok yönetimi konusunda bilgi sağlamaktadır (Okka, 2009: 114).

2.3.3.3.4.Aktif Devir Hızı: Satışlar / Aktif Toplam şeklinde hesaplanır. Toplam aktiflerin yılda kaç kez döndüğünü yani yapılan yatırımın etkin kullanımını gösterir. Aktif devir hızı oranı genellikle kredi analizlerinde hesaplanan bir orandır. İşletme varlıklarının her bir birimine karşılık gelen gelir hesaplanabilmektedir. Böylelikle işletmenin etkinliği belirlenebilmektedir. Aktif devir hızı daha yüksek olan işletmelerin kapasite kullanım oranlarının daha yüksek olduğu belirtilmektedir.

2.3.3.3.5.Varlık Devir Hızı: İşletmenin sahip olduğu varlıkların verimliliğini ölçmede kullanılır. Varlık devir hızı aynı zamanda işletmenin sabit aktiflerine aşırı yatırım yapmadığının da bir göstergesi olarak nitelendirilir. Net satışlar / Maddi duran varlıklar şeklinde hesaplanır.

2.3.3.4. Karlılık Oranları

Karlılık oranları firmanın genel performansı hakkında bilgi verir. Başka bir ifadeyle firmanın faaliyetleri sonucunda faaliyet dönemi içerisinde kar sağlama açısından ne kadar verimli olduğunu görmeye yardımcı olur (Okka, 2009: 121,123). Yatırımcılar karlılık oranı düşük olan işletmelere sermayelerini bağlamak istemediklerinden dolayı karlılık oranının düşük olduğu işletmeler yatırımcı bulmakta zorluk çekmektedir. Bunun yanı sıra kredi kuruluşları kar oranı düşük işletmelere kredi imkânı sunmaktan kaçınır. Karlılık değişik açılardan gözlemlenebilmektedir. Bunlar satışlardan kaynaklanan karlılık yâda yatırım kaynaklı karlılık olarak örneklendirilir (Berk, 2010: 479).

2.3.3.4.1.Brüt Kar Marjı: Net Satışlar- SMM / Satışlar ile ifade edilir. Brüt kar marjı oranı firmaya satılan malların maliyetini ve brüt kar marjını rakipleriyle kıyaslama imkânı sağlar. Brüt kar marjı işletme için son derece önemli bir göstergedir. İşletmenin tüm giderlerini karşılaması sonucu kalacak karı gösteren orandır. Brüt kâr marjı oranının rakiplere kıyasla daha yüksek olması beklenir (Okka, 2009: 121).

2.3.3.4.2. Net Kar Marjı: Net kar marjı işletmenin satmış olduğu her bir liralık malın yüzde kaçının vergiden sonraki net kar olduğunu belirler. Bu oran Net kar / Satışlar olarak hesaplanır. İşletmenin ürettiği mal veya hizmetin karlılığını ölçmede kullanılan bir orandır. İşletmenin maliyetlerinin kontrolünü de hesaplamaya yardımcı olur. İşletmenin maliyetlerini verimli ve etkin şekilde kullanması söz konusu ise net kar marjı oranı düşük maliyetten ötürü artış gösterir.

2.3.3.4.3. Hisse Senedi Başına Kar: Hisse senedine yatırım yapan yatırımcılar için en dikkat çekici performans oranlarından birisi hisse başına kar oranıdır. İşletmenin piyasa değerini gösteren bu oran aynı zamanda yatırımcıya elinde bulundurduğu her hisse senedi için işletmeden ne kadarlık bir pay alacağını göstermektedir (Kurt, 2020: 71).

Hisse senedi başına elde edilen gelir, bir hisse senedinin değerini belirleyen en önemli faktörlerden biridir. Hisse başına karın yüksek olması, hisse başına temettünün yüksek olduğunun göstergesidir. Böylelikle hisse senedi fiyatının yükselmesine sebep olur. Net kar / Dolaşımda bulunan hisse senedi adedi ile hesaplanır (Büker vd., 2010: 105).

2.3.3.4.4. Öz Sermaye Karlılık Oranı: Öz sermaye karlılığı, işletmenin faaliyetlerini gerçekleştirirken, öz kaynaklarının kullanımını yani kısa vadeli finansal performansı göstermektedir. Öz sermaye karlılığı sürdürülebilir performans ölçümünde işletmenin kurumsal yönetim uygulamasını ne derece işletme bünyesine entegre ettiğinin belirlenmesine de yardımcı olur (Eren, 2021: 98).

Öz sermaye karlılığı işletme sahibi veya ortaklarının sahip olduğu sermayenin her bir birimine denk gelen kar oranını göstermektedir. Net kar / Öz sermaye toplamı olarak hesaplanır (Berk, 2010: 481).

2.3.3.5. Borsa Performans Oranları

Yatırımcıların işletme hakkında bilgi edinmek ve yapacakları yatırımları değerlendirmek amacıyla kullandıkları analiz yöntemidir. F/K, PD/DD, pay başına kar oranı, pay başına temettü oranı ve kar dağıtım oranından oluşur (Poyraz, 2008: 101).

2.3.3.5.1. F/K: Fiyat/ Kazanç oranı genellikle yatırımcılar ve analistlerin hisse senedi fiyat tahmini ve hisse senedi başına kar ile hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi

incelemek amacıyla kullandıkları orandır. Pratik bir orandır. Hisse senedi alımlarında dikkate alınması gerekir. Genellikle F/K oranı düşük hisse senetleri tercih edilir. F/K için ideal bir değer bulunmamaktadır. Bu sebeple aynı sektörde bulunan hisse senetlerinin F/K oranları karşılaştırılmalıdır. Hisse senedi dönem sonu piyasa fiyatı / Hisse başına kazanç şeklinde hesaplanır.

2.3.3.5.2.PD/DD: Bu oran diğer oranlara kıyasla daha kolay hesaplanabilir bir yöntemdir. Bunun sebebi gerekli verilerin daha kolay ulaşılabilir olması ve karşılaştırılmasının daha kolay olmasıdır. Ancak oran kullanımında sorunlar yaşanabilmektedir. Buna bazı firmaların defter değerini düşük göstermesi sebep olmaktadır. Piyasa değeri / Hisse adedi şeklinde hesaplanır. Bu hesap işletmenin hisse senedine yapılan yatırımın net bugünkü değerini ifade eder.

2.3.3.5.3.Pay Başına Kar Oranı: Pay başına kar oranı işletmenin piyasa değerini ortaya koymaktadır. Hisse senedi yatırımcılarının dikkatini çeken bir orandır. Bu orana bakılarak yatırımcı elinde bulundurduğu her bir hisse senedi için işletme karından ne kadarlık bir gelir elde edeceğini hesaplamaktadır. Genel bir ifade ile pay başına kazanç oranı dönem net karının tümü dağıtılır ise hisse başına düşen kârı ifade etmektedir. Dönem net karı / Hisse senedi sayısı ile hesaplanmaktadır.

2.3.3.5.4.Pay Başına Temettü Oranı: Pay başına kar oranını aksine işletmenin dağıtmaya karar verdiği dönem net karı miktarının hisse senedi üzerine etkisini gösterir. Dağıtılan kar / Hisse senedi adedi şeklinde hesaplanmaktadır.

2.3.3.5.5.Kar Dağıtım Oranı: Toplam temettü / Dönem net karı şeklinde hesaplanır. Bu oran işletmenin dönem karından temettü için ne kadar ayrılacağını belirtir.

2.3.4. Yeniden Düzenlenmiş Muhasebe Verilerine Dayalı Performans Ölçüleri

Ekonomik performanslarının belirlenmesi için kullanılan yöntemler arasında muhasebe ölçüleri üzerinde durulmuştur.

2.3.4.1.Yatırılan Sermayenin Getirisinin Hesap

Yatırımcılar tarafından bir birim yatırılan sermayeye karşılık gelen vergiden sonraki net faaliyet kârını gösteren orandır. Yatırımcıların ve yöneticilerin, firmanın

yönetimi ve sermayesinin verimli kullanımı hakkında bilgi sahibi olmasını sağlamaktadır (Günay, 2018: 46).

Yatırılan sermayenin getirisi işletmelerin rekabet kriteri olarak kullanılabilir. İşletmeler borç ve özsermaye maliyetlerini düşükten sonra işletmelere kalan miktar işletmeler için yatırılan sermayenin getirisini gösterir. Bir işletmenin ROIC değeri %2'nin altında ise o işletmenin değer kaybettiği düşünülmektedir.

ROIC(Return on Invested Capital) = NOPAT (Net Operating Profit After Tax) / Faaliyetler İçin Yatırılan Sermaye

ROIC (Return on Invested Capital) = Yatırılan Sermayenin Getirisi

NOPAT = Düzeltilmiş Vergiden Sonraki Net Faaliyet Kârı

2.3.4.2. Ekonomik Katma Değer

Ekonomik katma değer ölçü sistemi, geleneksel muhasebe tabanlı ölçümlerin yetersiz görüldüğü alanlarda kullanılmak için geliştirilmiş modern değer tabanlı bir ölçüttür. Firmaların değerini tespit etmek ve değer yaratma algısının oluşturulması amacıyla ekonomik katma değer (Economic Value Added) ölçütünden faydalanılır. Bu ölçüt hesaplanırken işletmenin faaliyetlerinden kaynaklanan riskleri göz önüne alması sebebiyle işletme yöneticileri tarafından tercih edilen bir yöntemdir. Ekonomik katma değer, düzeltilmiş vergi sonrası net faaliyet kârının sermaye maliyetinden düşülmesi sonucu hesaplanır. Ekonomik katma değer, işletmelerin gerçekçi hedefler belirlemesinde, rekabete uygun fiyatlamada ve işletmenin aldığı kararlar üzerinde etkili bir yöntemdir (Günay, 2018: 49).

2.3.4.3. Piyasa Katma Değeri

Piyasa katma değeri (Market Value Added) işletmenin piyasa değeri ile defter değeri arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Bir işletmenin özsermayesinin defter değeri, işletmenin farklı yatırımlarla yükselttiği firmanın toplam değerine eşittir. Özsermayesinin piyasa değeri, defter değerinin üzerinde bir değere sahip olan işletmeler yatırımcıların ilgisini çekmektedir (Günay, 2018: 62).

2.3.4.4. Tobin Q

Bu oranın Piyasa değeri / Defter Değerinden farkı, sadece hisse senetlerinin değil işletmenin borçlarının ve özkaynağının defter değerini de hesaba katmasıdır. Ayrıca payda kısmında ise işletmenin tüm varlıklarını geri yerine koyma maliyetinde göz önünde bulundurmaktadır. İlk olarak 1969 yılında James Tobin tarafından ortaya atılmıştır. Tobin q oranı 1'in altında olan işletmelere yatırımcılar yatırım yapmak istemezler ancak başka işletmeler tarafından işletmenin satın alınması kârlı bir fırsat olarak görülmektedir. Bunun sebebi işletmelerin piyasa değerinin varlıkları yerine koyma maliyetinden daha düşük olduğunun bilinmesi olarak görülmektedir. Tobin q oranı 1'den büyük olan işletmeler hisse senedi yatırımcılarının ilgisini çeken tercih edilebilir işletmeler içerisinde yer almaktadır (Düzakın, 2013: 91).

$$\text{Tobin Q} = \frac{\text{Varlıkların Piyasa Değeri}}{\text{Tahmin Edilen Yerine Koyma Maliyeti}}$$

3.BÖLÜM

FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSINDA KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNİN ROLÜ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Çalışmanın bu bölümünde Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde yer alan işletmelerin finansal performansları ile ilgili çalışmalara yer verilmiş ve daha sonrasında araştırmanın kapsamı, amacı, kısıtları ve analiz bulguları açıklanmıştır.

3.1 LİTERATÜR TARAMASI

Kurumsal sürdürülebilirlik endeksi ve işletmelerin finansal performanslarına etkisini konu alan birçok çalışma mevcuttur. Bu sebeple çalışma ile benzerlik gösteren çalışmalar detaylı bir şekilde taranıp listelenmiştir.

Tokgöz ve Önce (2009) yapmış oldukları çalışmada, şirket sürdürülebilirliği kavramını derinlemesine inceleyerek bu yaklaşım üzerindeki gelişmeleri tespit etmişlerdir.

Ziegler ve Arx' ın (2009) yapmış olduğu çalışmada, kurumsal sosyal sorumluluğun Avrupa ve ABD olmak üzere iki farklı bölgedeki işletmeleri hisse senetleri üzerine etkisi incelenmiştir. Çalışmada Zaman Serisi analiz yönteminden ve hisse senedi getirisi, risksiz faiz oranı, PD/DD, ortalama anormal getiri değişkenlerinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucundan kurumsal sosyal sorumluluk çalışmalarının hisse senedi üzerinde olumlu ya da olumsuz denilebilecek bir etki tespit edilememiştir.

Yavuz (2010) yapmış olduğu çalışmada, işlemler için sürdürülebilir üretim yöntemlerini içerik analizi yardımıyla incelemiştir. Çalışma neticesinde, üretim aşamasında ürüne değer katmayan her süreç için yalın düşünce stratejisinin uygulanması gerektiğini ortaya koymuştur.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, (2011) yayınladığı raporda, sürdürülebilirlik kavramının işletmeler açısından ne ifade ettiğini anlamak amacıyla yapmış olduğu anket neticesinde ankete katılım gösteren işletmelerin %95' inin ekonomik ve sosyal

sürdürülebilirliğe çevresel sürdürülebilirlikten daha fazla önem verdikleri tespit edilmiştir.

Oberndorfer vd.,' nin (2011) yapmış oldukları çalışmada, sürdürülebilirlik endeksine (DJSI World) dâhil olmanın işletmelerin hisse senetleri üzerine etkisi araştırılmıştır. Sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan işletmelerin hisse senedi getirilerinin düştüğü sonucuna ulaşılmıştır.

Öztel vd.' nin (2012) yapmış oldukları çalışmada, Henkel firmasının çevresel ve sosyal sürdürülebilirlik performanslarını Uzlaşık programlama yöntemini kullanarak incelemiştir. Çalışma sonucunda, firmanın kurumsal sürdürülebilirlik performansında yükselme gözlemlenmiştir. Ancak bu yükseliş temelinde sosyal sürdürülebilirlik daha sakin bir yükseliş içerisindeyken çevresel sürdürülebilirliğin yükselişi daha keskin ve gözlemlenebilirdir.

Kuşat 'ın (2012) yapmış olduğu çalışmada, sürdürülebilirlik kavramı ve kurumsal kültürü içerik analizi yöntemiyle incelemiştir. Çalışma neticesinde, işletmelerin kurumsal sürdürülebilirliği bünyesine dâhil etmesinin işletmelerin ömrünü uzattığı kanısına ulaşılmıştır.

Lydia ve Selvam' ın (2012) yapmış oldukları çalışmada, yatırımcıların yatırım yapmaları için piyasayı incelemeleri ve yatırım için doğru zamanı beklemleri gerektiği tespit edilmiştir. Çalışma neticesinde, işletmelerin Nifty endeksine dâhil edilmesi veya hariç tutulmasının fiyat baskısı hipotezini desteklediği ancak hisse senedi üzerinde ortaya çıkan değişikliklerin kalıcı olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tyagi ve Sharma' nın (2013) yapmış oldukları çalışmada, Ağırlıklı En Küçük Kareler ve Panel Regresyon yöntemini kullanarak kurumsal sosyal performans ile finansal performansın bağlantısının araştırılması amaçlanmıştır. Çalışma kapsamında net değer getirisi, Özkaynak getirisi, hisse başına kazanç ve işletme kar marjı değişkenlerinden yararlanılmıştır. Çalışmada S&P ESG 500' e dâhil olan Hintli firmalar ve yedi yıllık dönemi kapsayan veriler kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, kurumsal sosyal sorumluluk girişimlerinin işletmelerin finansal performanslarına olumlu yâda olumsuz bir etkisinin olduğunu tam olarak söylemenin mümkün olmadığı; bir yorum yapabilmek için farklı yönleriyle de araştırılması gerektiği tespit edilmiştir.

Fettahoğlu (2014) yapmış olduğu çalışmada, kaldıraç oranı ve varlık devir hızı değişkenlerini kullanarak çoklu regresyon analiz yöntemini tercih etmiştir. Kar maksimizasyonunu amaçlayan şirketlerin sosyal sorumluluk faaliyetlerini ve paydaş beklentilerini karşılamaları gerektiği böylelikle maliyetlerin azalmasıyla rekabet şansı ve şirket itibarının artacağı sonucuna ulaşmıştır.

Kandır vd.' nin (2015) yapmış oldukları çalışmada, kurumsal yönetimin Borsa İstanbul'da yer alan işletmelerin performansına etkisini panel regresyon yöntemiyle incelemişlerdir. Çalışma sonucunda, kurumsal yönetim ve finansal performans arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ersoy ve Çıtak (2016) yapmış oldukları çalışmada, işletmelerin sürdürülebilirlik endeksine dâhil olmasına yatırımcıların verdiği tepkileri araştırmışlardır. Çalışma sonucunda, endeksin yeni olmasından kaynaklı yatırımcıların bilgi birikiminin ve ilgisinin yetersiz kalmasından ötürü gösterdikleri tepki sınırlıdır. Ancak zamanla yatırımcının da bilgilenmesi ve endekse olan ilginin artması ile işletmelerin sürdürülebilirlik endeksine dâhil olması veya endeksten çıkartılmasıyla hisse senetlerinin fiyatlarında anlamlı bir değişim yaşanması beklenmektedir.

Özdemir ve Pamukçu'nun (2016) yapmış oldukları çalışmada, sürdürülebilirlik endeksinin yeni olmasına rağmen endekse dâhil olan bazı işletmelerin 2007 yılından itibaren her yıl rapor yayınladığı gözlemlenmiş ve böylelikle işletmelerin sadece finansal değil aynı zamanda sosyal, çevresel ve yönetim performanslarını da yatırımcılarıyla paylaşma gereksinimi duydukları tespit edilmiştir.

Kurnaz ve Kestane'nin (2016) yapmış oldukları çalışmada, kurumsal sürdürülebilirliğin yatırımcı davranışlarıyla ilişkisini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda endekse dâhil olan 11 işletme incelenmiş ve sürdürülebilirlik endeksine dâhil olmanın bu işletmelerin finansal performans ve yatırımcı davranışlarına olumlu etkisinin olduğu kanısına ulaşılmıştır.

Pamukçu ve Özdemir' in (2016) yapmış oldukları çalışmada, sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan işletmeler sürdürülebilir raporlama açısından incelenmiştir. İşletmeler sürdürülebilirlik endeksine dâhil olmaları ve bulundukları sektör açısından değerlendirilmiştir. Endeksin yeni olmasından kaynaklı olarak çalışmada 1 yıllık verilerden yararlanılmıştır. Çalışma neticesinde, endeksin yeni olmasına rağmen 2007

yılından itibaren raporları düzenli yayınlanan işletmelere rastlanmıştır. İlerleyen zamanlarda endeksin tanınmasıyla işletmelerin paydaşları nezdindeki görüşlerinin olumlu yönde etkileneceği düşünülmektedir.

Gençoğlu ve Aytaç'ın (2016) yapmış oldukları çalışmada, 2009-2015 yılları arasında 29 işletme incelenmiştir. Çalışma sonucunda, işletmelerin sadece finansal değil aynı zamanda çevresel ve sosyal sürdürülebilirlik açısından da gelişme gösterdiği tespit edilmiştir.

Aktüz ve Yeşil (2017) yapmış oldukları çalışmada, oran analizini kullanarak işletmeleri ekonomik, sosyal ve çevresel sürdürülebilirlik açısından analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda, işletmelerden likidite açısından Turcas Petrol A.Ş., otofinansman açısından Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş., stok devir hızı açısından ise en yüksek sonuca sahip işletmenin Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş. olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Önder (2017) yapmış olduğu çalışmada, kurumsal sürdürülebilirliğin işletmenin karlılığına etkisini doğrusal regresyon yöntemini kullanarak analiz etmeyi amaçlamıştır. Çalışmada vergi öncesi kar, sürdürülebilirlik endeksi, sosyal sorumluluk faaliyetleri, risk, hasılat ve toplam aktifler gibi değişkenleri kullanmıştır. Çalışma sonucunda, risk, işletme büyüklüğü ve hasılat gibi etmenlerin vergi öncesi kar üzerinde anlamlı bir ilişki ortaya koyduğu, sektör ve sürdürülebilirlik etmenlerinin ise vergi öncesi kar üzerinde anlamlı bir ilişki göstermediği görülmüştür.

Önce ve Düzer (2017) yapmış oldukları çalışmada, kurumsal sürdürülebilirlik raporlaması ve finansal performans arasındaki ilişkinin analizi amacıyla BİST'te işlem gören 30 işletme aktif karlılık, F/K, P/D, Özkaynak karlılığı gibi değişkenleri kullanarak incelenmiştir. Çalışma neticesinde, sürdürülebilirlik raporunu yayınlayan işletmelerle yayınlamayan işletmeler arasında aktif karlılık, Özkaynak karlılığı ve F/K değişkenleri açısından anlamlı bir fark bulunmuştur. Sonuçlar açısından en belirgin unsur ise sürdürülebilirlik raporu yayınlayan işletmelerin yayınlamayan işletmelere oranla finansal açıdan daha üstün sonuçlar gösterdiği tespit edilmiştir.

Saban vd.'nin (2017) yapmış oldukları çalışmada, muhasebe faktörünün sürdürülebilirlik sistemi açısından değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Çalışma sonucunda, ise sürdürülebilir raporlama için farklı raporlama tekniklerinin incelenmesi ve

muhasebenin de içinde bulunarak yeni bir raporlama tekniğinin oluşturulması önerilmiştir.

Altınay vd.' nin (2017) yapmış oldukları çalışmada, bankacılık sektöründe bulunan işletmelerin sürdürülebilirlik endeksine dâhil olmasıyla hisse senedi getirisi üzerine etkisinin araştırılması amaçlanmıştır. Çalışma kapsamında, sürdürülebilirlik endeksine dâhil edilen 4 bankanın endekse dâhil olduktan sonra hisse senetleri üzerindeki değişim incelenmiş ancak anlamlı bir farklılık ortaya çıkmamıştır. Bunun altında yatan temel sebebin ise sürdürülebilirlik endeksinin yeni tanınan bir endeks olmasından kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Yaman vd.' nin (2017) yapmış oldukları çalışmada, BİST'te yer alan gıda firmalarının pay getirilerine etki eden finansal oranların panel regresyon yöntemiyle analizi amaçlanmıştır. Çalışma sonucunda, cari oran, F/K ve PBK değişkenlerinin pay getirisi üzerinde anlamlı etkiye sahip olduğunu ancak TBO, ADH, SDH, AKDH, ROA, PD/DD değişkenlerinin ise anlamlı bir etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir.

Parlakkaya vd.' nin (2018) yapmış oldukları çalışmada, sürdürülebilirlik endeksine alınmanın firmalar üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemi kullanılarak analizi amaçlanmıştır. Araştırmada anormal getiri ve kümülatif anormal getiri değişkenlerinden yararlanılmıştır. Yapılan çalışma sonucunda, sürdürülebilirlik endeksine giren işletmelerin durumları incelendiğinde anlamlı bir sonuç bulunamamıştır. Bunun temel nedeni yatırımcıların, işletmelerin sürdürülebilirlik endeksine girmeleri ve işletmeler hakkındaki haberlere gerekli önemi vermediklerinden kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Temiz ve Acar (2018) yapmış oldukları çalışmada, sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan 44 firmanın finansal performanslarını olay çalışması yöntemini kullanarak incelemesi amaçlanmıştır. Bu amaçla hisse senedi getirileri, borçluluk düzeyleri ve hisse başına kar değişkenlerinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda, gruplandırılan şirketlerin ortalama kümülatif aşırı getirileri olay günü ve bunu takiben beş günlük dönemde HBK ve borç oranı düşük hisse senetleri için ise %5, Tobin Q değeri düşük işletmeler açısından ise %10 anlamlı negatif yönlü aşırı getiri sağladığı tespit edilmiştir.

Yıldırım vd.' nin (2018) yapmış oldukları çalışmada, sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan firmaların finansal performanslarında değişim olup olmadığını aktif devir

hızı, aktif karlılık, öz sermaye karlılığı, net kar marjı, faaliyet kar marjı, finansal kaldıraç oranı, borç oranı ve cari oran değişkenlerinin kullanarak analizini amaçlamıştır. Çalışma neticesinde, sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan işletmelerin finansal performanslarında kısmi artış yaşandığı sonucuna ulaşılmıştır.

Şahin ve Çankaya (2018) yapmış oldukları çalışmada, işletmelerin sürdürülebilir raporlamayı kullanmasının işletmeye etkisi analiz edilmiştir. Çalışma kapsamında net kar marjı, aktif karlılık ve öz sermaye karlılığı değişkenlerinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda, sürdürülebilirlik raporu hazırlayan işletmelerle hazırlamayan işletmeler arasında anlamlı bir fark bulunamamıştır. Ayrıca aynı anlamlı farklılık sürdürülebilirlik raporu hazırlayan işletmelerle hazırlamayan işletmelerin bu raporu hazırlamadan önceki finansal performansları içinde geçerlidir.

Gözüm ve Acar (2018) yapmış oldukları çalışmada, sürdürülebilirlik endeksine ve değerlendirme endeksine dâhil olan firmaların üst kademe teorisi kapsamında değerlendirilmesini amaçlanmıştır. Çalışmada yaş, eğitim ve kıdem değişkenleri kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda, yöneticiler ile üst düzey yöneticiler arasında istatistiki açıdan anlamlı bir fark bulunmasına rağmen eğitim ve kıdem değişkenleri için anlamlı bir farklılık tespit edilmemiştir.

Şamiloğlu vd.'nin (2018) yapmış oldukları çalışmada, 2009-2016 yılları arasında sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan 33 firmanın likidite oranları Gri İlişkisel analiz yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Araştırma neticesinde, en likit firmanın Türkcell, likit durumu en düşük olan firmanın ise Sabancı olduğu bilgisine ulaşılmıştır.

Aytekin ve Erol (2018) yapmış oldukları çalışmada, işletmelerin finansal performanslarının sürdürülebilirlik endeksinde yer almaları için yeterli olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışma neticesinde, sosyal ve çevresel faktörler dâhil olmadan finansal performans göstergesinin işletmelerin kurumsal sürdürülebilirlik endeksinde yer alması için büyük ölçüde yeterli olduğu tespit edilmiştir.

Gümrah (2018) yapmış olduğu çalışmada, Türkiye’de sürdürülebilirlik raporlaması ve rapor kalitesinin İçerik Analizi ve CAMELS araştırma yöntemlerini kullanarak analiz etmeyi amaçlamıştır. Çalışma neticesinde, sürdürülebilir raporlamanın Türkiye’de tam olarak gelişmediği tespit edilmiştir. Ayrıca sürdürülebilirlik raporlamasının hazırlanmasındaki zorluklarda göz önüne alındığında raporun faydalı ve

anlaşılır olabilmesi rapor için verilen emeğin boşa gitmemesi amacıyla rapor kalitesini etkileyen bileşenlere önem verilmesi gerektiği düşünülmüştür.

Tanç (2019) yapmış olduğu çalışmada, 2018 yılında BİST'te yer alan 100 işletmenin sürdürülebilirlik faaliyetlerinde bulunmasının firma değerine etkisi Regresyon analiz tekniği kullanılarak incelenmiştir. Çalışma sonucunda, istatistiki açıdan anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Bunun temel sebebinin sürdürülebilirlik yaklaşımının yeni olması ve öneminin tam olarak anlaşılmamasından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Tutkavul (2019) yapmış olduğu çalışmada, sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan firmaların performanslarını ölçmek ve değerlendirmek için model oluşturmayı amaçlamıştır. Bu amaçla TOPSİS yöntemi kullanılmış Arçelik A.Ş. örnek işletme olarak seçilmiştir. İşletmenin yıl bazında sürdürülebilirlik endeksi performansları incelenmiştir. Çalışma sonucunda, işletmenin sosyal, çevresel ve ekonomik faktörler açısından her yıl değişik performanslar gösterdiği ancak üç göstergenin de yüksek performans gösterdiği bir yıla rastlanmamıştır.

Aytar (2019) yapmış olduğu çalışmada, sürdürülebilirlik endeksinde yer alan işletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin incelenmesi amaçlanmıştır. Çalışma neticesinde, sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan işletmelerin eğitim ve ağaçlandırma gibi faaliyetlere önem gösterdikleri tespit edilmiştir. Ancak işletmelerin sosyal sorumluluk faaliyetleri eğilimleri kapsamında sektör dağılımına göre farklılıklara rastlanmaktadır.

Güler (2019) yapmış olduğu çalışmada, gelişmekte olan ülkelerde sürdürülebilirlik endeksine dâhil olmanın işletmelere olan etkisini Panel Regresyon yöntemini kullanarak analiz etmeyi amaçlamıştır. Çalışma kapsamında Türkiye, Endonezya ve Brezilya olmak üzere 3 ülke analize dâhil edilmiştir. Çalışma sonucunda, sürdürülebilirlik endeksine dâhil olmanın işletme performansına pozitif etkisinin bulunduğu ülkeler olarak Türkiye ve Brezilya tespit edilirken Endonezya örneğinde ise işletmenin sürdürülebilirlik endeksinde yer almasının finansal performansını etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Kılınç (2019) yapmış olduğu çalışmada, sürdürülebilirlik endeksinde yer alan işletmelerin sürdürülebilirlik seviyelerini ölçmek amacıyla TOPSİS yöntemi kullanılmış

ve imalat sektörü işletmeleri analize tabi tutulmuştur. Araştırma sonucunda, çevresel, ekonomik ve sosyal sürdürülebilirlik alanları açısından bakıldığında, sosyal boyutta en iyi işletme Ford Otosan, çevresel boyutta Otokar ve ekonomik boyutta ise Arçelik ön plana çıkmaktadır.

Aghayeva (2019) yapmış olduğu çalışmada, işletmelerin sürdürülebilirlik düzeyinin finansal performansları üzerine etkisini anket yöntemini kullanarak analiz etmeyi amaçlamıştır. Analiz kapsamında sürdürülebilirlik kriteri doğrultusunda en yüksek değere sahip işletme zorlu iken en düşük değere sahip işletmenin ise Akbank olduğu tespit edilmiştir.

Sak ve Dalgar' ın (2020) yapmış oldukları çalışmada, kurumsal sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan işletmelerin finansal performansına etkisinin araştırılması amacıyla 2013-2016 yılları arasında banka dışı faaliyet gösteren 35 işletme panel veri analiz yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Çalışma sonucunda, işletmelerin sürdürülebilirlik faaliyetlerinde bulunmalarının finansal performanslarına olumlu bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Bu sonuçlar neticesinde finansal performanslarını artırmak isteyen işletmelerin sosyal ve çevresel sürdürülebilirlik faaliyetlerine önem vermesi gerektiği düşünülmektedir.

Çokmutlu (2019) yapmış olduğu çalışmada, sürdürülebilirlik endeksinde yer alan işletmelerin finansal performansları ile sürdürülebilirlik performanslarının karşılaştırılmasını amaçlamıştır. Çalışma neticesinde, analize tabi tutulan imalat işletmeleri çevresel, sosyal, ekonomik ve toplam sürdürülebilirlik performansları açısından incelendiğinde finansal performansla aralarında karma bir ilişkinin olduğu tespit edilmiştir. Bunun sebebi çevresel, sosyal ve ekonomik performansla firmanın finansal performansının her seferinde aynı doğrultuda gelişim göstermemesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Sosyal sürdürülebilirlik açısından yüksek bir puana sahip işletmenin finansal performans göstergesinin düşük olduğu gözlemlenebilmektedir.

Aksoylu ve Taşdemir'in (2020) yapmış oldukları çalışmada, imalat sanayi sektöründe yer alan 6 işletmenin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının değerlendirmesi amaçlanmıştır. Çalışmada TOPSİS yöntemi kullanılmış ve 2018 yılı verilerinden yararlanılmıştır. Çalışma sonucunda, ekonomik, sosyal ve çevresel sürdürülebilirlik faktörleri değerlendirilmiştir. Değerlendirme sonucunda ekonomik

performans puanı en yüksek işletme Otokar, en düşük işletme Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları iken çevresel performans puanı en yüksek işletme Ford Otomotiv, en düşük işletme Ereğli Demir ve Çelik Fabrikalarıdır. Son olarak sosyal performans puanı en yüksek işletmenin Vestel, en düşük işletmenin ise Tofaş olduğu tespit edilmiştir.

Dozen ve Baskan'ın (2020) yapmış oldukları çalışmada işletmelerin kar dağıtım kararlarının finansal performans üzerindeki etkisini Logistik Regresyon yöntemi kullanılarak analizini amaçlamıştır. Çalışmada sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan 42 işletme ve Özkaynak, stok devir hızı, öz sermaye karlılığı, aktif devir hızı, kaldıraç oranı değişkenlerinden yararlanılmıştır. Çalışma neticesinde, kar dağıtım kararı ile Özkaynak, stok devir hızı ve Özsermaye karlılığı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Gök ve Gökşen'in (2020) yapmış oldukları çalışmada, 2014-2019 dönemleri arasında sürdürülebilirlik endeksine dâhil olan bankacılık sektöründe bulunan firmaların endekse alınmasının hisse senedi getirileri üzerine etkisi araştırılmıştır. Çalışma neticesinde, kurumsal sürdürülebilirlik endeksine giren bankaların yatırımcılar üzerinde pozitif ve anlamlı etki yarattığı sonucuna ulaşılmıştır.

Doğukanlı ve Borak'ın (2020) yapmış oldukları çalışmada, 2015-2017 yılları arasında Borsa İstanbul' da yer alan 235 firma verileri kullanılmıştır. Çalışmada net kar, aktif karlılık, kaldıraç oranı, satışların büyüme oranı ve sermaye yoğunluğu değişkenlerinden faydalanılmıştır. Çalışma sonucunda, kurumsal sürdürülebilirlik endeksine dâhil olmanın firmaların finansal performanslarına anlamlı bir etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Bunun temel sebebinin ise sürdürülebilirlik endeksine dâhil olmak için yerine getirilmesi gereken sorumluluklar ve bunun getirdiği masraflardan kaynaklandığı düşünülmektedir.

Aksoy (2020) yapmış olduğu çalışmada, 2014-2018 yılları arasında kurumsal sürdürülebilirlik endeksinde düzenli olarak yer alan 63 işletmeyi Panel Logit ve Panel Probit modelini kullanarak analiz etmiştir. Çalışmanın temel amacı işletmelerde kurumsal sürdürülebilirlik ile marka performansı arasında nasıl bir ilişki olduğunun tespit edilmesidir. Çalışma sonucunda, işletmelerin sürdürülebilirlik performanslarının, finansal ve marka performanslarına pozitif etkisi olduğu ve işletmelerin sürdürülebilirlik ve marka performansının işletmelerin finansal kaldıraç oranlarıyla da anlamlı ve pozitif bir ilişkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Özbey ve Özar (2020) yapmış oldukları çalışmada, imalat sanayi sektöründe bulunan ve Borsa İstanbul'da yer alan işletmelerin, işletme karlılığını etkileyen faktörler açısından analizi amaçlanmıştır. Analiz kapsamında 162 işletme Panel Regresyon yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Araştırma neticesinde, işletmenin karlılığını etkileyen en önemli oranların likidite, Altman Z-Skor, kaldıraç, maddi duran varlık devir hızı, aktif karlılık ve yapılan denetimin 4 büyük denetim şirketinden birisi tarafından yapılması olarak belirlenmiştir.

3. 2.ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramı ile ilgili yapılan çalışmalar incelendiğinde Kurumsal Sürdürülebilirliğin işletmelerin gelişimine katkıda bulunması muhtemel bir kavram olduğu ortaya çıkmaktadır. Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramı işletmelerin sürdürülebilirlik alanlarında yaptıkları çalışmaların bir göstergesidir. Ancak toplum nezdinde yaygınlaştırılmadığı için önemi tam olarak kavranmamıştır (Ersoy ve Çıtak,2016: 48).

Çalışmada Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde 2014 yılından itibaren sürekliliğini koruyan 24 işletmenin endekse dâhil olmadan ve olduktan sonraki finansal performanslarının panel regresyon yöntemi kullanılarak karşılaştırılması amaçlanmıştır. Bu amaçla araştırmadaki işletmeler endekse dâhil olmadan önce (2009-2014) ve dâhil olduktan sonra (2015-2020) olarak iki dönemde incelenmiştir.

Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi tanınmakta olan bir endekstir. Yatırımcılar ve paydaşlar işletmeler ile sürekli iletişim halindedir ve işletmelerin sürdürülebilirlik açısından yürüttüğü faaliyetlere sürdürülebilirlik raporları sayesinde ulaşabilmektedirler. Sürdürülebilirlik raporları sosyal, çevresel ve ekonomik açıdan işletmeler hakkında bilgi veren önemli kaynaklardan biridir böylelikle işletmeler hakkında ortaklık, yatırım faaliyetleri ve rekabet açısından bilgi edinebilmek ve kararlarını sorgulayabilmek açısından kolaylık sağlamaktadır. Literatürde yapılan çalışmalar incelendiğinde Kurumsal Sürdürülebilirlik alanında yapılan çeşitli çalışmalara rastlanmıştır. Araştırmada Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde sürekliliğini koruyan firmaların endekse dâhil olduktan ve olmadan önceki performans farklarının panel regresyon yöntemi kullanılarak incelenmesi literatüre katkı açısından önemlidir.

3.3. ARAŞTIRMANIN KAPSAMI

Çalışmada Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde 2014 yılında yer alan ve 2020 yılı dâhil olmak üzere sürekliliği olan firmaların endeksin oluşum tarihinden 6 yıl önce (2014, 2013, 2012, 2011, 2010, 2009) ve 6 yıl sonra (2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020) ki dönemler için verileri kullanılmıştır. Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde sürekliliğini koruyan 24 firma belirlenmiştir. Belirlenen firmalar; aktif karlılık, öz sermaye karlılığı, net kar marjı, cari oran, kaldıraç oranı, aktif devir hızı, fiyat- kazanç oranı (F/K), piyasa değeri- defter değeri PD/DD değişkenleri kullanılarak panel regresyon analizine tabi tutulmuştur.

3.4. ARAŞTIRMANIN KISITLARI

Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde yer alan firmaların endeks oluşum tarihinden önceki 6 yıl ile endeks oluşum tarihinden sonraki 6 yıl için finansal performans ve hisse senedi getiri oranı karşılaştırmalı olarak incelenmektedir. Bu amaçla firmaların Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde sürekliliğini koruması ve firmaların bankacılık sektöründe bulunmaması araştırmanın kısıtlarını oluşturmaktadır.

İncelenen endeks firmaları arasında yer alan (TSKB) Türkiye Sınai Kalkınma Bankası, modelde kullanılacak değişkenler açısından bankacılık sektöründe olduğu için analiz dışında tutulmuştur. Bankacılık sektöründe bulunan TSKB için bazı bağımsız değişkenlerin hesaplanması mümkün olmadığı gibi, panel regresyon modelinde de dengeli panel olabilmesi için analiz dışında tutulmuştur.

3.5. ARAŞTIRMANIN HİPOTEZİ VE VERİLERİ

Araştırmada Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde yer alan 24 adet firma veri setini oluşturmaktadır. Araştırmada iki dönem ve iki hipotez bulunmaktadır.

3.5.1. Araştırmanın Hipotezi

H_1 = İşletmelerin Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksine dâhil olmadan önceki finansal performansları ile endekse dâhil olduktan sonraki performansları arasında fark vardır.

Tablo 3: Araştırmada Veri Setinde Bulunan Firmalar

BIST Sürdürülebilirlik endeksinde sürekliliğini koruyan 24 firma belirlenmiştir. Belirlenen bu firmalar Tablo 3’de gösterilmiştir.

BİST Kodu	Firma Adı
AEFES	Anadolu Efes
AKSEN	Aksa Enerji
ARCLK	Arçelik
ASELS	Aselsan
BRISA	Brisa
CCOLA	Coca Cola İçecek
DOAS	Doğuş Otomotiv
DOHOL	Doğan Holding
EREGL	Ereğli Demir Çelik
FROTO	Ford Otosan
KCHOL	Koç Holding
MGROS	Migros Ticaret
OTKAR	Otokar
PETKM	Petkim
SAHOL	Sabancı Holding
SISE	Şişe Cam
TAVHL	TAV Havalimanları
TCELL	Türkcell
THYAO	Türk Hava Yolları
TKFEN	Tekfen Holding
TOASO	Tofaş Oto Fab.
TUPRS	Tüpraş
ULKER	Ülker Bisküvi
VESTEL	Vestel

Araştırmada kullanılan değişkenler ise aşağıdaki modeller halinde kurgulanmıştır. Analizlerde 2 döneme ayrılan firmaların veri seti her bir dönem için aşağıda belirtilen Panel Regresyon modelleri ile test edilmiştir.

1. Dönem: Endeks öncesi firmaların performans ölçüm dönemi (2009 – 2014)

2. Dönem: Endeks sonrası firmaların performans ölçüm dönemi (2015 – 2020)

Tablo 4: Değişkenler Listesi

Değişken	Hesaplanma Formülleri	Modeldeki Simgesi	Açıklama
HİSSE GETİRİ ORANI	Sermaye Kazancı + Kar Payı / Başlangıç Hisse Fiyatı	HGO	Bağımlı Değişken
AKTİF KARLILIK	Net Kar / Aktif Toplam	ROA	Bağımsız Değişken
ÖZSERMAYE KARLILIĞI	Net Kar / Özsermaye	ROE	Bağımsız Değişken
NET KAR MARJİ	Net Gelir / Net Satışlar	NKM	Bağımsız Değişken
CARİ ORAN	Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	CO	Bağımsız Değişken
KALDIRAÇ ORANI	Toplam Yabancı Kaynak / Toplam Varlık	KO	Bağımsız Değişken
AKTİF DEVİR HIZI	Net Satışlar / Aktif Toplam	ADH	Bağımsız Değişken
FİYAT / KAZANÇ ORANI	Hisse Güncel Fiyatı / Hisse Başına Kar	FK	Bağımsız Değişken
PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ	Hisse Senedi Fiyatı/ Hisse Başına Özkaynak	PDDD	Bağımsız Değişken

$$\text{Model 1} = \beta_0 + \beta_1 ROA_1 + \beta_2 ROE_1 + \beta_3 NKM_1 + \beta_4 CO_1 + \beta_5 KO_1 + \beta_6 ADH_1 + \beta_7 FK_1$$

$$\text{Model 2} = \beta_0 + \beta_1 ROA_2 + \beta_2 ROE_2 + \beta_3 NKM_2 + \beta_4 CO_2 + \beta_5 KO_2 + \beta_6 ADH_2 + \beta_7 FK_2$$

Yukarıda belirtilen modeller veri setinin yapısına uygun olarak Panel Regresyon Modelleri ile test edilmiş ve Araştırmanın Bulguları kısmında açıklanmıştır.

3.6.ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ VE BULGULARI

Araştırmada Panel Regresyon Yönteminden yararlanılmıştır.

Panel Veri Regresyon modelleri aynı varlık grubuna ait verileri aynı zaman içerisinde inceleyen modellerdir. Aynı varlık grubu olarak; ülkeler, firmalar ve bireyler örnek gösterilebilir (Gujarati,2016: 405).

Panel veri analizi, belirli bir konuyu belirli bir zaman dilimi içerisinde periyodik olarak incelenmesini sağlayan araştırma yöntemidir. Panel veri analizi Sosyal bilimler kapsamında araştırmacıların daha geniş kapsamda boylamsal analiz yapmasını sağlarken Ekonomi alanında genellikle firmaların davranışlarını ve çalışan ücretlerini incelerken kullanılan bir araştırma yöntemidir (Yaffe,2003: 1,2).

Ekonometrik çalışmalarda genellikle yatay kesit veya zaman serisi modelleri kullanılmaktadır. Yatay kesit, kesit boyutunu ele alırken, zaman serisi çalışmanın zaman boyutunu ele almaktadır. Fakat Panel Regresyon yöntemi kullanılarak zaman ve kesit boyutu birlikte incelenebilmektedir. Böylelikle diğer araştırma yöntemleri içerisinde büyük bir avantaj olarak görülmektedir (Çetin ve Ecevit,2010: 171).

Araştırmada Model 1'in test edilebilmesi için veri seti 2009 ile 2014 yılları arası olarak seçilerek analiz edilmiştir. Seçilen dönemde modele dâhil olan tüm değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Tablo 5. Model 1 İçin 2009 – 2014 Dönemi Tanımlayıcı İstatistikleri

Variable		Mean Std. Dev.		Min	Max	Observations
HGO	Overall	49.52708	73.54615	-56.97279	433.6116	N = 144
	Between		28.57606	-1.943675	109.0133	n = 24
	within		67.97792	-112.3751	374.1254	T = 6
ROA	Overall	5.778114	4.669055	-9.014993	23.68484	N = 144
	Between		3.542195	-.8425515	13.66009	n = 24
	within		3.11314	-3.902101	20.83473	T = 6
ROE	Overall	15.08885	12.03943	-44.29993	53.46434	N = 144
	Between		8.838328	-5.314191	29.17623	n = 24
	Within		8.340451	-23.89689	46.18254	T = 6
NKM	Overall	6.697541	7.003862	-26.34812	36.7835	N = 144
	Between		4.59595	-1.162278	17.87815	n = 24
	within		5.354426	-18.48831	33.91126	T = 6
CO	Overall	1.568073	.6011294	.5114822	3.25122	N = 144
	Between		.5277186	.6452002	2.612416	n = 24
	within		.3043139	.7635745	2.434724	T = 6
KO	Overall	58.7641	14.12718	29.48904	85.67748	N = 144
	Between		13.23501	33.71569	82.73924	n = 24
	within		5.52597	41.54039	73.6786	T = 6
ADH	Overall	.9967922	.6140381	.1218442	2.907513	N = 144

	Between		.6033996	.145764	2.526326	n = 24
	within		.1602567	.0699675	1.526349	T = 6
FK	Overall	20.40468	53.11481	0	612.1265	N = 144
	Between		26.47415	3.110162	138.5316	n = 24
	within		46.31208	-105.0198	493.9995	T = 6
PDDD	Overall	2.127946	1.262731	0	8.521354	N = 144
	Between		.9756931	.6387661	4.239606	n = 24
	within		.8220703	-.0047451	6.409693	T = 6

Tanımlayıcı istatistik sonuçlarından sonra veri setinin 6 yıl ve 24 adet firmadan oluşması nedeniyle En Küçük Kareler yöntemi ile Regresyon analizi yapmak hatalı bulgulara neden olmaktadır. Yatay Kesit ve Zaman serisi özelliğini birlikte analiz edebilmek için Panel Regresyon Analizi ile araştırmaya devam edilmiştir. Panel Regresyon analizinde varsayımların test edilmesi analiz sürecinin daha doğru sonuçlara ulaşması için gereklidir. Bu amaçla modele dâhil edilen değişkenlerin durağan olması ilk varsayımdır.

Bir zaman serisi durağan değilse, o zaman serisinin davranışını ancak ele alınan dönem için incelenebilir. Durağan olmayan verileri başka dönemlere genelleştirmek mümkün olmayacaktır. Bu amaçla değişkenlerin durağanlık testleri Harris-Tzavalis Birim Kök Testi ile analiz edilmiş ve sonuçları aşağıda listelenmiştir.

Tablo 6: 1. Dönem İçin Harris-Tzavalis Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Rho İstatistik Değeri	Z	p-value
HGO	-0.1712	-8.6218	0.0000
ROA	-0.3336	-10.5072	0.0000
ROE	-0.3630	-10.8477	0.0000
NKM	-0.4459	-11.8104	0.0000
CO	0.1512	-4.8788	0.0000
KO	0.3831	-2.1862	0.0144
ADH	0.2970	-3.1854	0.0007
FK	-0.0287	-6.9676	0.0000
LogPDDD	0.2807	-3.3756	0.0004

PD/DD Değişkeni Log seri haline getirildiğinde durağan hale gelmiş ve analize bu şekilde devam edilmiştir. Analizine geçmeden önce Model 1 için Değişen varyans kontrolü Yatay Kesit Değişen varyans Breusch-Pagan / Cook-Weisberg testi ile yapılmış ve değişen varyans olduğu görülmüştür. Bunun için dirençli tahminci robust kullanarak model çalıştırılacaktır.

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity

Ho: Constant variance

Variables: fitted values of HGO

chi2(1) = 8.86

Prob > chi2 = 0.0029

Ayrıca Seride otokorelasyon olup olmadığı da Wooldridge testi ile test edilmiş ve otokorelasyon olmadığı görülmüştür.

Analizlerde Panel Veri Regresyon modelini Sabit Etkiler Modeli ve Rastsal Etkiler Modeli olarak iki şekilde test etmek mümkündür. Hangi panel veri metodunun kullanılması gerektiğine Hausman Testi ile karar verilmektedir. Bu durumda Hausman test sonucu aşağıda belirtilmiştir.

Tablo 7: Hausman Test Sonuçları

	Coefficients		(b-B) Difference	Sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E
	(b)fixed	(B)random		
ROA	-.3530304	1.179216	-1.532246	4.403856
ROE	4.03886	2.65401	1.38485	1.303689
NKM	-4.125033	-2.646804	-1.478228	1.513681
CO	-33.8756	-14.75372	-19.12188	14.94216
KO	-4.194489	-.650745	-3.543744	1.062607
ADH	-111.4355	-18.35308	-93.08245	37.66874
FK	-.0218725	.0184189	-.0402914	.0427448
LogPDDD	31.32912	1.857092	29.47203	15.98139

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(8) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 29.35 \end{aligned}$$

$$\text{Prob}>\text{chi2} = 0.0003$$

Tablo 3'te belirtilen Hausman test sonuçlarına göre p-değeri 0.0003 bulunmuştur. Hausman test sonucunun 0.05 anlamlılık düzeyinden küçük olması sebebiyle H0: Rastsal Etkiler Modeli reddedilmiş ve Ha: Sabit Etkiler Modeli kabul edilmiştir. Model 1 Sabit Etkiler Modeli ile test edilecek ve sonuçlar yorumlanmıştır.

Tablo 8: Tüm Yöntemlere Göre Model 1 Panel Regresyon Test Sonuçları

Variable	fixed	random	ols	areg
ROA	-.35303035	1.1792158	1.1792158	-3530305
ROE	4.0388599*	2.6540099	2.6540099	4.0388599*
NKM	-4.1250326	-2.6468045	-2.6468045	-4.1250326
CO	-33.8756	-14.753721	-14.753721	-33.8756
KO	-4.1944889**	-.65074498	-.65074498	-4.1944889**
ADH	-111.43552**	-18.353077	-18.353077	-111.43552**
FK	-.02187252	.0184189	.0184189	-.02187252
logPDDD	3.329124	1.8570925	1.8570925	31.329124
_cons	410.41744***	98.564138	98.564138	410.41744***
N	144	144	144	144
r^2	.19494877		.09981381	.31223615
r^2_a	-.02787791		.04646944	.12187294

legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Regresyon analizi sonucunda R^2 kat sayısına göre işletmelerin Hisse senedi getiri oranındaki değişimin % 19.49'unu analizde kullanılan değişkenler açıklamaktadır. Sabit Etkiler Modelinin seçildiği Model 1 test sonuçlarında ROE, KO, ADH değişkenlerinin istatistiki açıdan anlamlı sonuçlara ulaştığı görülmektedir. Bu durumda Model 1 için incelenen dönemde (2009 – 2014) yılları için HİSSE GETİRİ ORANI (HGO) değişkenini tahmin edebilecek panel regresyon denkleminde ÖZSERMAYE KARLILIĞI (ROE), KALDIRAÇ ORANI (KO), AKTİF DEVİR HIZI (ADH) değişkenlerinin tahminde anlamlı değerlere sahip olduğu görülmüştür.

Araştırmada Model 2'nin test edilebilmesi için veri seti 2015 ile 2020 yılları arası olarak seçilerek analiz edilmiştir. Seçilen dönemde modele dâhil olan tüm değişkenlerin tanımlayıcı istatistikleri Tablo 9'da görülmektedir.

Tablo 9. Model 2 için 2015 – 2020 Dönemi Tanımlayıcı İstatistikleri

Variable		Mean Std. Dev.		Min	Max	Observations
HGO	Overall	24.65686	47,60802	-47.76999	213.1737	N = 144
	Between		12.84884	4.781607	47.24564	n = 24
	within		45.90428	-63.28342	214.5934	T = 6
ROA	Overall	5.859726	5.981961	-8.865435	33.75285	N = 144
	Between		3.993248	-3.29425	13.78629	n = 24
	within		4.516124	-6.628473	32.54909	T = 6
ROE	Overall	14.88618	30.95388	-210.1261	75.50982	N = 144
	Between		22.92525	-77.53066	48.54366	n = 24
	Within		21.23563	-117.7092	154.1037	T = 6
NKM	Overall	6.905843	11.79913	-94.5276	49.79805	N = 144
	Between		5.20929	-1.866209	22.20236	n = 24
	within		10.63163	-94.20608	50.11957	T = 6
CO	Overall	1.466586	.6737021	.5402924	5.404872	N = 144
	Between		.5654136	.7014624	2.798788	n = 24
	within		.3812612	.002705	4.323189	T = 6
KO	Overall	64.93573	15.34775	29.09329	99.78241	N = 144
	Between		14.39655	31.81106	94.19655	n = 24
	within		5.961521	46.62156	86.54556	T = 6
ADH	Overall	.9698429	.6227052	.083898	3.208288	N = 144
	Between		.6121125	.1335875	2.662128	n = 24
	within		.1618048	.3881335	1.640342	T = 6
FK	Overall	12.14696	13.50091	0	95.89712	N = 144
	Between		6.380243	1.594971	27.80443	n = 24
	within		11.95786	-15.65748	87.24262	T = 6
PDDD	Overall	4.154938	20.72564	.3862674	249.4807	N = 144
	Between		9.644476	.639066	48.73208	n = 24
	within		18.43335	.639066	204.9036	T = 6

Model 2 için de değişkenlerin birim kök içerip içermediği kontrol edilmektedir. Bu amaçla değişkenlerin durağanlık testleri Harris-Tzavalis Birim Kök Testi ile analiz edilmiş ve sonuçları Tablo 10’da yer almaktadır.

Tablo 10: 2. Dönem İçin Harris-Tzavalis Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	Rho İstatistik Değeri	Z	p-value
HGO	-0.0725	-7.4750	0.0000
ROA	0.0167	-6.4403	0.0000
ROE	0.0335	-6.2446	0.0000
NKM	-0.7062	-14.8328	0.0000
CO	-0.2358	-9.3712	0.0000
logKO	0.6409	0.8064	0.0790
ADH	0.1064	-5.3991	0.0007
FK	-0.2520	-9.5590	0.0000
LogPDDD	0.3311	-2.7905	0.0026

LogKO ve LogPDDD değişkenleri durağan hale getirmek için Log serisi haline dönüştürülmüştür. Bu amaçla tüm değişkenlerin 0.10 anlamlılık düzeyinde durağan olduğunu söylemek mümkündür. Model 2 için değişen varyans kontrolü Yatay Kesit Değişen varyans Breusch-Pagan / Cook-Weisberg testi ile yapılmış ve değişen varyans olduğu görülmüştür. Bunun için dirençli tahminci robust kullanarak model çalıştırılacaktır.

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
 Ho: Constant variance
 Variables: fitted values of HGO

chi2(1) = 6.56
 Prob > chi2 = 0.0104

Ayrıca Seride otokorelasyon olup olmadığı da Wooldridge testi ile test edilmiş ve birinci dereceden otokorelasyon olmadığı görülmüştür.

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H0: no first-order autocorrelation

F(1, 23) = 40.856

Prob > F = 0.0000

Model 1’de olduğu gibi Model 2’de de Hausman Testi ile hangi modelin daha iyi olduğu test edilmiştir. Bu durumda Hausman test sonucu Tablo 11’de belirtilmiştir.

Tablo 11: Hausman Test Sonuçları

	Coefficients		(b-B) Difference	Sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E
	(b)fixed	(B)random		
ROA	.0623636	2.290031	-2.227668	.6818892
ROE	1.239931	.0690333	1.170898	.2002205
NKM	-.4333992	-.0574263	-.3759728	.
CO	.1002629	-16.30124	16.40151	5.911815
logKO	-72.7863	-47.7994	-24.9869	35.76889
ADH	-67.71751	-2.577416	-65.14009	23.7202
FK	.2588779	.2009761	.0579017	.
LogPDDD	84.72777	17.63361	67.09416	10.22246

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg

B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 44.71$$

$$\text{Prob}>\chi^2 = 0.0000$$

(V_b-V_B is not positive definite)

Tablo 7’de belirtilen Hausman test sonuçlarına göre p-değeri 0.0000 bulunmuştur. Hausman test sonucunun 0.05 anlamlılık düzeyinden küçük olması sebebiyle H0: Rastsal Etkiler Modeli reddedilmiş ve Ha: Sabit Etkiler Modeli kabul edilmiştir. Model 1 Sabit Etkiler Modeli ile test edilecek ve sonuçlar yorumlanacaktır.

Tablo 12: Tüm Yöntemlere Göre Model 2 Panel Regresyon Test Sonuçları

Variable	fixed	random	ols	areg
ROA	.06236365	2.2900313	2.2900313	.06236365
ROE	1.2399312***	.06903333	.06903333	1.2399312***
NKM	-.43339916	-.05742635	-.05742635	-.43339916
CO	.1002629	-16.301243*	-16.301243*	.1002629
logKO	-72.7863	-47.799404*	-47.799404*	-72.7863
ADH	-67.717509**	-2.5774163	-2.5774163	-67.717509**
FK	.25887787	.20097614	.20097614	.25887787
logPDDD	84.72777***	17.63361*	17.63361*	84.72777***
_cons	319.56078	221.48194*	221.48194*	319.56078
N	144	144	144	144
r^2	.39512402		.20079398	.43764243
r^2_a	.22770299		.15343362	.28198989

legend: * p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001

Sabit Etkiler Modelinin seçildiği Model 2 test sonuçlarında ROE, ADH ve PDDD değişkenlerinin istatistiki açıdan anlamlı sonuçlara ulaştığı görülmektedir. Bu durumda Model 2 için incelenen dönemde (2015 – 2020) yılları için HİSSE GETİRİ ORANI (HGO) değişkenini tahmin edebilecek panel regresyon denkleminde ÖZSERMAYE KARLILIĞI (ROE), AKTİF DEVİR HIZI (ADH) ve PİYASA DEĞERİ / DEFTER DEĞERİ (PDDD) değişkenlerinin tahminde anlamlı değerlere sahip olduğu görülmüştür. Her iki model sonuçlarının karşılaştırıldığı tablo ise aşağıda gösterilmektedir.

Tablo 13: Karşılaştırmalı Model Sonuçları Özeti

Değişkenler HGO : Bağımlı Değişken	Model 1 2009 – 2014	Model 2 2015 – 2020
ROE	4.0388599*	1.2399312***
KO	-4.1944889**	
ADH	-111.43552**	-67.717509**
logPDDD		84.72777***
R ²	0.19494877	0.39512402
* p<0.05; ** p<0.01; *** p<0.001		

Model 1'in açıklama gücü Model 2' ye göre artış göstermiştir.

Tablo 13. İncelendiğinde, Model 1 için R² katsayısına göre işletmelerin hisse getiri oranındaki değişimi % 19,49 analizde kullanılan değişkenler açıklamaktadır. Bu oran Model 2' de % 39,51 olarak artış göstermiştir. Hipotez incelendiğinde H_1 Hipotezi kabul edilmiştir.

SONUÇ

Çalışmada, firmaların finansal performanslarında kurumsal sürdürülebilirliğin rolü araştırılmıştır. Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde yer alan firmaların endeks oluşum tarihinden önceki 6 yıl ve endeks oluşum tarihinden sonraki 6 yıl finansal performans ve hisse senedi getiri oranı karşılaştırmalı olarak incelenmiştir. Endekste yer alan 24 firma bulunmaktadır. Firmalar, Hisse senedi getiri oranı, Aktif karlılık, Özsermaye karlılığı, Net kar marjı, Cari oran, Kaldıraç oranı, Aktif devir hızı, Fiyat / Kazanç oranı ve Piyasa değeri / Defter değeri değişkenlerinden yararlanılarak analiz edilmiştir. Analiz yöntemi olarak Panel Regresyon yönteminden yararlanılmıştır.

Araştırma iki modelden oluşmaktadır. Model 1, 2009-2014 yıllarını kapsarken Model 2 ise 2015-2020 yıllarını kapsamaktadır. Model 1 yardımıyla firmaların Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksine dâhil olamadan önce hisse senedi getiri oranını etkileyen değişkenler gözlemlenirken, Model 2 ile Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksine dâhil olduktan sonra hisse senedi getiri oranını etkileyen değişkenler gözlemlenmiştir.

Finansal performans ölçen bağımlı değişkenin Hisse senedi getiri oranı olarak alındığı analizlerde Özsermaye karlılığı değişkeninin Model 1 ve Model 2 için anlamlı ve pozitif bir etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Aynı durum Aktif devir hızı bağımsız değişkeni için incelendiğinde Hisse senedi getiri oranı değişkeni üzerinde anlamlı ve negatif bir etkisinin bulunduğu görülmektedir. Son olarak Model 2 test sonucuna göre PD/DD değişkeninin analiz sonucuna göre anlamlı ve negatif bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Araştırma sonucunda Model 1 incelendiğinde ROE, KO, ADH değişkenlerinin istatistiki açıdan anlamlı sonuçlara ulaştığı görülmüştür. Bu durumda firmaların endekse dâhil olmadan önce (2009-2014 dönemi) HİSSE SENEDİ GETİRİ ORANI (HGO), değişkenini tahmin edebilecek Panel Regresyon denkleminde ÖZSERMAYE KARLILIĞI (ROE), KALDIRAÇ ORANI (KO), AKTİF DEVİR HIZI (ADH), değişkenlerinin tahminde anlamlı değerlere sahip olduğu bilgisine ulaşılmıştır.

Model 2 test sonuçlarında ise ROE, ADH VE PD/DD değişkenlerinin istatistiki açıdan anlamlı sonuçlara ulaşıldığı görülmektedir. Bu durumda ise firmaların Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksine dâhil olduğu dönem için (2014-2020 dönemi), HİSSE SENEDİ GETİRİ ORANI (HGO) değişkenini tahmin edebilecek Panel Regresyon denkleminde ÖZSERMAYE KARLILIĞI (ROE), AKTİR DEVİR HIZI (ADH) VE PİYASA DEĞERİ/ DEFTER DEĞERİ (PD/DD) değişkenlerinin tahminde anlamlı değerlere sahip olduğu bilgisine ulaşılmıştır. Model 2'nin açıklama gücü Model 1'e göre daha da artmıştır. İşletmelerin Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinde yer almasının işletmelerin finansal performansları üzerinde pozitif bir etkisi bulunmaktadır.

Panel regresyon yöntemini kullanarak Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan işletmelerin finansal performansını inceleyen (Önder, 2017), (Sak ve Dalgıç 2020), (Güler 2019) olumlu sonuçlar elde etmişken, (Doğukanlı ve Borak, 2020), (Tanç, 2019), olumsuz veya yorumsuz sonuçlara ulaşmışlardır. Bunun temel sebebinin çalışmalarda seçilen dönem aralığından kaynaklandığı düşünülmektedir. Farklı araştırma yöntemi kullanılan (Kurnaz ve Kestane, 2016), (Düzer ve Önce, 2017) ve (Aksoy, 2020) kurumsal sürdürülebilirliğin işletme performansını olumlu yönde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır.

Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi tanınmakta olan bir endekstir. Gelecek dönemlerde Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinin tanınması, endekse dâhil olan işletme sayısının, dönemin ve işletmelerin sürekliliğinin artması ile Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksinin firmaların finansal performanslarına etkisinin artış göstereceği düşünülmektedir.

Modelde kullanılan finansal performans göstergeleri ve dönem sayısı farklılaştıkça, farklı finansal performans sonuçlarının elde edilmesi mümkündür. Gelecek çalışmalarda, finansal performans değişkenleri değiştirilebilir veya çoğaltılabilir. Ayrıca konuya ilişkin yapılacak çalışmalarda işletmelerin ve paydaşların kurumsal sürdürülebilirlik endeksine karşı değer algıları farklı çalışmaların konusu olabilir.

KAYNAKÇA

- ACARAVCI, S., ve S. K. (2015). Kurumsal Yönetimin BİST Şirketlerinin Performanslarına Etkisinin Araştırılması. 175-181.
- AGHAYEVA, R. (2019). Kurumsal Sürdürülebilirlik Düzeyinin İşletmelerin Finansal Performans Göstergeleri Üzerinde Etkisi. 9-80.
- AKSOY, M. (2020). Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı ve Marka Performansı Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Örneği. 139-145-146.
- AKSOYLU, S., ve B. T. (2020). Kurumsal Sürdürülebilirlik Performans Değerlendirilmesi: BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Bir Araştırma . 98-104-105.
- AKTAN, C. C. (2007). Kurumsal Sosyal Sorumluluk. İGİAD, 40.
- AKTÜZ, F., ve T. Y. (2017). BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Kayıtlı Üretim Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Performanslarının İncelenmesi. 75-76.
- ALTINAY, A., ve B. K. (2017). Sürdürülebilirlik Endeksinin Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Değerlerine Etkileri, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Üzerine Bir İnceleme. 208-223-224.
- AYDIN, G., ve B. Ü. (2011). Tüketici Temelli Marka Değerinin Finansal Performans Üzerine Etkisi. İtÜdergisi, 63,.
- AYTAR, O. (2019). BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Sosyal Sorumluluk Faaliyetleri Üzerine Bir İçerik Analizi. 333-334.
- AYTEKİN, S., ve A. F. (2018). Finansal Performans Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansının Temel Belirleyicisi midir? BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Aras Yönetimi ile Bir Uygulama. 882-883.
- BATI, G. B. (2006). Paydaş Teorisi ve Bankalarda Paydaş Analizi. 2-3. Bursa.
- BAUMGARTNE, R. J., and D. E. (2010). Corporate Sustainability Strategies: Sustainability Profiles and Maturity Levels. 77.

- BECAN, C. (2011). Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramının Paydaş Teorisi ve İletişim Yaklaşımı Açısından Değerlendirilmesi: Bankaların Basın Bültenlerine Yönelik Bir İçerik Analizi. Dergipark, 23.
- BERK, N. (2010). Finansal Yönetim. Türkmen Kitabevi.
- BIST. (2015, Aralık). BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Araştırma Metodolojisi.
- BORSA İSTANBUL. (tarih yok). Şirketler için Sürdürülebilirlik Rehberi.
- Borsa İstanbul'da Sürdürülebilirlik. (tarih yok).
<https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/58/borsa-istanbulda-surdurulebilirlik>
 adresinden alınmıştır
- BOYRAZ, E. (2008). Açıklamalı Örneklerle Finansal Yönetim. Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Brian R. Keeble BSc. (1987). The Brundtland report: 'Our common future'.
- BÜKER, S., ve R. A. (2010). Finansal Yönetim. Sözkese Matbaacılık.
- CELEP, H. (2010). Kamu Sektöründe Performans Yönetimi ve Ölçümü. 3. Ankara.
- CEYLAN, A., ve T. K. (2008). İşletmelerde Finansal Yönetim. Ekin Yayınları.
- COHEN, S. (1995). Stakeholders and Consent. Business and Professional Ethics Journal, 5-6.
- Communities, C. o. (2001). Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility., (s. 6).
- ÇETİN, M., ve E. E. (2010). Sağlık Harcamalarının Ekonomik Büyüme Üzerindeki Etkisi: OECD Ülkeleri Üzerine Bir Panel Regresyon Analizi . Doğu Üniversitesi Dergisi, 171.
- ÇINAR, D. (2017). Perakende Karmasının Kurumsal İtibar ve Finansal Performansa Etkisi: AVM ve Cadde Mağazaları Farklılığının Rolü Üzerine Bir Araştırma. İstanbul.

- ÇOKMUTLU, M. E. (2019). Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alan İşletmelerin Sürdürülebilirlik Performansları ile Finansal Performanslarının Karşılaştırılması. 179.
- DEMİR, B. (2013). Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Muhasebe. Eğitim ve Öğretim Araştırmaları Dergisi, 213-214.
- DEMİRCİ, N. S. (2013). Hisseleri Borsa İstanbul'da İşlem Gören Kobi'lerde Finansal Performansı Belirleyen Faktörler: Panel Veri Analizi. 49. Erzurum.
- DOĞUKANLI, H., ve M. B. (2020). Sürdürülebilirliğin Firma Performansına Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. 85-90-91.
- DOZEN, B.,ve T. D. (2020). Firma Performansının Kar Dağıtımına Etkisi: Sürdürülebilirlik Endeksine Tabi Firmalarda Değerlendirme. 258-265.
- DURAN, B. (2018). Sürdürülebilirlik Kavramının Önemi, Karşılaşılan Sorunlar ve Şirketlerin Sürdürülebilirlik Raporlarının İncelenmesi. 21. Ankara.
- DÜZAKIN, H. G. (2013). İşletme Finansmanı Excel Çözümlü Örneklerle. Seçkin.
- DÜZER.M.,ve S. Ö. (2017). Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlaması ve Finansal Performans: BİST'te İşlem Gören Şirketler İçin Karşılaştırmalı Bir Analiz. 641-646.
- ENGİN, E.,ve B. E. (2013). Sürdürülebilir Kalkınma ve Kurumsal Sürdürülebilirlik Çerçevesinde Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramının Değerlendirilmesi. 88.
- EREN, B. S. (2021). Sürdürülebilir Performansın Finansal Performansa Etkisi: Gelişmekte Olan Piyasalar Üzerine Bir Uygulama. 98. İzmir.
- ERSOY, E.,ve L. Ç. (2016). Firmaların Sürdürülebilirlik Endeksine Alınmasına Yatırımcı Tepkisi: Olay Çalışması ve Otalama Testleri İle Bir Analiz. 44-48-50-56.
- ERTUĞRUL, F. (2008). Paydaş Teorisi ve İşletmelerin Paydaşları ile İlişkilerinin Yönetimi. Dergipark, 205.
- FETTAHOĞLU, S. (2014). İşletmelerde Sosyal Sorumluluk İle Finansal Performans Arasındaki İlişki: İMKB'ye Yönelik Bir Uygulama. 14-18.

- GENÇOĞLU, Ü. G., ve A. A. (2016). Kurumsal Sürdürülebilirlik Açısından Entegre Raporlamanın Önemi ve BİST Uygulamaları. 63-64.
- GÖK, İ. Y., ve H. G. (2020). Bankaların Sürdürülebilirlik Endeksine Dahil Edilmelerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi. 89-102-103.
- GÖZÜM, A. G., ve F. P. (2018). İşletmelerin BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alma Durumuna Göre Üst Kademe Teorisi Kapsamında Değerlendirilmesi. 100-105.
- GUJARATI, D. (2016). Örneklerle Ekonometri. ANKARA: Tarcan Matbaası.
- GÜLER, B. (2019). Gelişmekte Olan Ülkelerde Sürdürülebilirlik. 23-96-97-98.
- GÜMRAH, A. (2018). Türkiye'de Sürdürülebilirlik Raporlaması ve Rapor Kalitesi: BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Bir Uygulama. 67-135.
- GÜNAY, B. (2018). Firma Değeri İle Performans Ölçüm Yöntemleri Arasındaki İlişki: BİST İmalat Sanayi Örneği. 46-49-62. Trabzon.
- Investment, S. (tarih yok). <https://www.nachhaltiges-investment.org/Indizes/Datenbank/Indexbildung.aspx?idIndex=100> adresinden alınmıştır
- K. R. A. Nunes, R. Valle, J. A. A. Peixoto. (2010). Automotive Industry Sustainability Reports: A Comparison Of Brazilian and German Factories.
- KABAKÇI, Y. (2007). Sermaye Yapısının Firmaların Finansal Performansı Üzerine Etkisi.
- KARA, M. (2020). BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alan ve Endüstri 4.0'ı Benimsemiş Firmaların Finansal Performanslarının Araştırılması: Gri İlişkisel Analiz Yöntemi Uygulaması. 8. Bartın.
- KARADEMİR, K. (2019, Haziran). Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramının Hisse Senedi Getirisine Etkisi: BİST Sürdürülebilirlik Endeksinin Sektörel Bazda İncelenmesi. 36.

- KILINÇ, C. L. (2019). BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alan İmalat Sektöründeki İşletmelerin Kurumsal Sürdürülebilirlik Seviyelerinin Karşılaştırılması. 73-74.
- KURT, A. (2020). Corporate governance and financial performance relation: an application on companies in The Borsa İstanbul corporate governance index. 71-72-73-74. Çanakkale.
- KURT, A. (2020). Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerde Bir Uygulama. 69. Çanakkale.
- KUŞAT, N. (2012). Sürdürülebilir İşletmeler İçin Kurumsal Sürdürülebilirlik ve İçsel Unsurlar. 238-239.
- LORCU, F. (2008). Veri Zarflama Analizi (DEA) ile Türkiye ve Avrupa Birliği Ülkelerinin Sağlık Alanındaki Etkinliklerinin Değerlendirilmesi. 18. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- MARIUS, P., and D. G. (2013). Economic Determinants of Romanian Firms' Financial Performans. Science Direct, 273.
- MARREWİJK, M., and M. W. (2002). Multiple Levels of Corporate Sustainability. Journal of Business Ethics, 1-2.
- Müdürlüğü, İMKB İstatistik. (2011). Sürdürülebilirlikle İlgili Özet Bilgiler.
- OKKA, O. (2009). Finansal Yönetim Teori ve Çözümlü Problemler. Nobel Yayın.
- ÖZAHMET, E. (2008). Dünyada ve Türkiye Sürdürülebilir Kalkınma Yaklaşımları. Journal Of Yaşar, 13-14-15.
- ÖZBEY, S., ve Ç. Ö. (2020). Borsa İstanbul İmalat Sanayi İşletmelerinin Karlılığına Etki Eden Faktörlerin Panel Regresyon İle İncelenmesi. 551-565-566.
- ÖZDEMİR, Z., ve F. P. (2016). Kurumsal Sürdürülebilir Raporlama Sisteminin Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi Kapsamındaki İşletmelerde Ananlizi. 32-33.
- ÖZKOL E.,ve M. Ç. (2005). Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramı ve Muhasebenin Sosyal Sorumluluğu . Dergipark, 135.

- ÖZTEL, A., ve M. S. (2012). Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansının Ölçümü İçin Çok Kriterli Bir Çerçeve: Henkel Örneği. 34-40.
- PARLAKKYA, R., ve Ü. M. (2018). BİST Sürdürülebilirlik Endeksine Alınmanın Etkileri: Borsa İstanbul'da Bir Uygulama. 46-47.
- POLAT, M. (2016). AR-GE Yatırımlarının Firmaların Finansal Performansına Etkisi: BİST'te İşlem Görme İmalat Şirketleri Üzerine Bir Uygulama. 63-66-67. Erzurum.
- PORTER, B. (2009). The Audit Trinity: The Key to Securing. Managerial Auditing Journal, 2.
- SABAN, M., ve H. K. (2017). Kurumsal Sürdürülebilirlikle İlgili Raporlama Çerçeveleri ve Sürdürülebilir Raporlamada Muhasebenin Rolü. 201-113.
- SAHABİ, M. A. (2020). Finansal Performans Ölçütlerinin Firma Değeri Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. 11-12. Eskişehir.
- SAK, A. F.,ve H. D. (2020). Kurumsal Sürdürülebilirliğin Firmaların Finansal Performansına Etkisi: BIST Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir Araştırma. 42-174-184.
- SANCAR, G. A. (2013). Kurumsal Sürdürülebilirlik Bağlamında Kurumsal Yönetişim Kavramının Doğuşu, Gelişimi ve Değerlendirilmesi. Dergi Park, 73-74.
- SÖNMEZ, D. (2008). Paydaş Teorisi Çerçevesinde Otel İşletmelerinin Seyahat Acentaları ile İlişkileri, Bu İlişkileri Yönetmede İzlenen Stratejiler ve Otel İşletmelerinin Performansı Arasındaki İlişkiler ve Bir Araştırma. 6. İstanbul.
- Swift, T. (2001). Trust, Reputation and Corporate Accountability to Stakeholders. Bussiness Ethics, The Environment and Responsibility, 17.
- ŞAHİN, Z., ve F. Ç. (2018). Sürdürülebilirlik Raporlarının İşletmeye Etkisi. 638-640.
- ŞAMİLOĞLU, F., ve H. B. (2018). İşletmelerin Likidite Düzeylerinin Karşılaştırılması: BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Uygulaması. 115-126.
- TANÇ, Ş. G. (2019). Kurumsal Sürdürülebilirlik Faaliyetlerinin Firma Değeri Üzerine Etkisi: BİST 100 Örneği. 2079-2081.

- TEMİZ, H.,ve M. A. (2018). Sürdürülebilirlik Endeksinde İşlem Gören Firmaların Finansal Performansı: Olay Çalışması Örneği. 1978-1983-1987.
- The Corporate Accountability Movement: Lessons and Opportunities. (1999). Robin Broad and John Cavanagh, 151.
- TOKGÖZ, N.,ve S. Ö. (2009). Şirket Sürdürülebilirliği: Geleneksel Yönetim Anlayışına Alternatif. 249-270-271.
- TUTKAVUL, M. (2019). Kurumsal Sürdürülebilirlik Bağlamında Sürdürülebilirlik Raporları ve Sürdürülebilirlik Performansının Ölçümü: Arçelik A.Ş' de Bir Uygulama. 162-163.
- UTTING, P. (2008). The Struggle for Corporate Accountability. 965.
- WILSON, M. (2003). Corporate Sustainability: What is it and where does it come from? Ivey Business Journal, 1-5.
- www.borsaistanbul.com. (tarih yok). <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/165/bist-surdurulebilirlik-endeksi> adresinden alınmıştır
- YAFFE, R. A. (2003). A Primer For Panel Data Analysis. Information Technology, 1-2.
- YAMAN, S., ve T. K. (2017). Pay Getirilerine Etki Eden Finansal Oranların Panel Veri Analiz Yöntemi İle Tespiti: BİST Gıda Firmaları Üzerine Bir Uygulama. 187-197.
- YAVUZ, A. (2010). Sürdürülebilirlik Kavramı ve İşletmeler Açısından Sürdürülebilir Üretim Stratejileri. 81-82.
- YAZICIOĞLU, İ. (2002). Konaklama İşletmelerinde Finansal Performans Değerleme Aracı Olarak Karların Kalitesinin Analizi ve Ortaya Çıkan Eğitim İhtiyacı. 24-38-39-40-41-42-43-44-45. Ankara.
- YILDIRIM, G.,ve T. U. (2018). Sürdürülebilirlik ve Firma Performansı: BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Şirketleri Üzerine Bir Uygulama, 93-95.
- YÖNET, E. (2005). Kurumsal Sosyal Sorumluluk Anlayışında Son Dönemeç: Stratejik Sorumluluk. Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 242.

(2017). SKD Türkiye Raporu