

**BIST SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNE DAHİL OLMANIN
ŞİRKETLER AÇISINDAN İNCELENMESİ**

BANU ZEYNEP MÜDERRİSOĞLU

**YÜKSEK LİSANS
İŞLETME ANABİLİM DALI**

**DANIŞMAN
PROF. DR. MEHMET AKİF ÖNCÜ**

DÜZCE, 2025

T.C.
DÜZCE ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

BİST SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNE DAHİL OLMANIN
ŞİRKETLER AÇISINDAN İNCELENMESİ

Banu Zeynep MÜDERRİSOĞLU tarafından hazırlanan tez çalışması aşağıdaki jüri tarafından Düzce Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü İŞLETME Anabilim Dalı'nda **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Mehmet Akif ÖNCÜ

Düzce Üniversitesi

Jüri Üyeleri

Prof. Dr. Mehmet Akif ÖNCÜ

Düzce Üniversitesi

Doç. Dr. Nevin ÖZER

Düzce Üniversitesi

Doç. Dr. Gülçin ÖZBAY

Sakarya Uygulamalı Bilimler Üniversitesi

Tez Savunma Tarihi: 26/06/2025

BEYAN

Bu tez çalışmasının kendi çalışmam olduğunu, tezin planlanmasından yazımına kadar bütün aşamalarda etik dışı davranışımın olmadığını, bu tezdeki bütün bilgileri akademik ve etik kurallar içinde elde ettiğimi, bu tez çalışmasıyla elde edilmeyen bütün bilgi ve yorumlara kaynak gösterdiğimi ve bu kaynakları da kaynaklar listesine aldığımı, yine bu tezin çalışılması ve yazımı sırasında patent ve telif haklarını ihlal edici bir davranışımın olmadığını beyan ederim.

26.06.2025

Banu Zeynep MÜDERRİSOĞLU

TEŞEKKÜR

Yüksek lisans öğrenimim ve bu tezin hazırlanması sürecindeki her türlü destek ve yardımdan dolayı; özellikle gösterdiği güven ve rehberliği ile başladığım yüksek lisans öğrenimimi tamamlama sürecimdeki sonsuz desteği, bonkörce paylaştığı pozitif ve yapıcı geri bildirimlerine ek olarak bana çalışma alanı seçimimde açtığı yol ve o yolda ilerlerken gösterdiği eşsiz liderliği için çok değerli hocam Prof. Dr. Mehmet Akif ÖNCÜ'ye en içten dileklerimle teşekkür ederim.

Tez çalışmam boyunca değerli katkılarını esirgemeyen, pozitifliği ile sonsuz destekleyici olan, yapıcı yönlendirmeleriyle tez yazım sürecime rehberlik yapan ve aynı zamanda motivasyonumu korumamı sağlayan, Doç. Dr. Nevin ÖZER'e içtenlikle teşekkür ederim.

Yüksek lisansını bana hamileyken tamamlayarak benim bu çalışmayı yapmama her zaman ilham olan annem Seher SAVAŞ'a ve bana yaşımdan bağımsız, bilimsel güçlenmem konusunda yönlendirici olan babam Kutlu SAVAŞ'a tükenmeyen destekleri için teşekkürlerimi sunarım.

Oğlum Baha MÜDERRİSOĞLU ve kızım Runa MÜDERRİSOĞLU'nun, devran değişip bana verdikleri odaklanma taktikleri ve motivasyon konuşmaları ile eşim Haldun MÜDERRİSOĞLU'nun koşulsuz, kesintisiz desteği olmasaydı bu çalışmanın tamamlanması mümkün olamazdı, çok teşekkür ederim.

Ailemin ve tüm arkadaşlarımdan tereddütsüz inanç, bitmek bilmeyen yüreklendirme, sonsuz destek, derin sabır ve sonuca dair hevesleri için müteşekkirim.

Haziran 2025

Banu Zeynep MÜDERRİSOĞLU

İÇİNDEKİLER

Sayfa No

ŞEKİL LİSTESİ.....	vii
ÇİZELGE LİSTESİ.....	viii
KISALTMALAR.....	x
ÖZET	xi
ABSTRACT	xii
1. GİRİŞ.....	1
2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE ve LİTERATÜR TARAMASI.....	4
2.1. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK	4
2.1.1. Sürdürülebilirliğin Tanımı ve Tarihçesi.....	4
2.1.2. Kurumsal Sürdürülebilirlik ve Sürdürülebilirlik Skorları (ÇSY).....	5
2.1.2.1. Çevresel Boyut	7
2.1.2.2. Sosyal Boyut.....	9
2.1.2.3. Yönetişim Boyutu.....	10
2.2. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ	12
2.2.1. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi (BISTSE) Kuruluş ve Tarihçesi.....	12
2.2.2. BIST Sürdürülebilirlik Endeksine Katılım ve İşleyiş.....	13
2.3. LİTERATÜR TARAMASI	14
3. VERİ SETİ ve YÖNTEM.....	25
3.1. VERİ SETİ.....	25
3.2. YÖNTEM.....	28
4. BULGULAR VE TARTIŞMA	33
4.1 ELEKTRİK GAZ VE SU SEKTÖRÜ ANALİZİ	33
4.1.1 Aksa Enerji Üretim A.Ş.....	33
4.1.2 Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.....	35
4.1.3 Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	37
4.1.4 Elektrik, Gaz ve Su Sektörünün Genel Değerlendirmesi.....	39
4.2 BİLGİ VE İLETİŞİM SEKTÖRÜ ANALİZİ	41
4.2.1 Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.....	41
4.2.2 Türk Telekomünikasyon A.Ş.	44
4.2.3 Bilgi ve İletişim Sektörünün Genel Değerlendirmesi	46
4.3 ULAŞTIRMA VE DEPOLAMA SEKTÖRÜ	48
4.3.1 Türk Hava Yolları A.O.	48
4.3.2 Ulaştırma Sektörü Analizi.....	50
4.4 TEKNOLOJİ SEKTÖRÜ.....	52
4.4.1 Aselsan Elektronik San. Ve Tic. A.Ş.	52
4.4.2 Logo Yazılım San. Ve Tic. A.Ş.....	55
4.4.3 Teknoloji Sektörü Analizi	57

4.5	TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET SEKTÖRÜ	59
4.5.1	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.....	59
4.5.2	Migros Ticaret A.Ş.....	61
4.5.3	Toptan ve Perakende Ticaret Sektörü Analizi.....	63
4.6	MALİ KURULUŞLAR / HOLDİNGLER SEKTÖRÜ	65
4.6.1	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.....	65
4.6.2	Global Yatırım Holding A.Ş.	67
4.6.3	Koç Holding A.Ş.....	70
4.6.4	Polisan Holding A.Ş.	72
4.6.5	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	74
4.6.6	Tav Havalimanları Holding A.Ş.	76
4.6.7	Tekfen Holding A.Ş.....	79
4.6.8	Mali Kuruluşlar / Holdingler Sektör Analizi	81
4.7	İMALAT SEKTÖRÜ	82
4.7.1	Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.	83
4.7.2	Arçelik A.Ş.....	85
4.7.3	Aygaz A.Ş.....	87
4.7.4	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.....	89
4.7.5	Coca-Cola İçecek A.Ş.	91
4.7.6	Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.	93
4.7.7	Ereğli Demir ve Çelik T.A.Ş.	96
4.7.8	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	97
4.7.9	Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.....	99
4.7.10	Otokar Otomotiv ve Savunma San. A.Ş.	101
4.7.11	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.	103
4.7.12	Tat Gıda Sanayi A.Ş.	105
4.7.13	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	107
4.7.14	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	109
4.7.15	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	112
4.7.16	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	115
4.7.17	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.....	117
4.7.18	Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.....	119
4.7.19	İmalat Sektör Analizi.....	121
4.8	MALİ KURULUŞLAR / BANKACILIK	122
4.8.1	Akbank T.A.Ş.....	123
4.8.2	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	125
4.8.3	Türkiye İş Bankası A.Ş.....	127
4.8.4	Şekerbank T.A.Ş.	129
4.8.5	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	132
4.8.6	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.....	134
4.8.7	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.....	136
4.8.8	Mali Kuruluşlar / Bankacılık Sektör Analizi	138
4.9	TÜM FİRMALAR TOPLU ANALİZ.....	140
5.	SONUÇ VE ÖNERİLER	143
6.	KAYNAKLAR.....	148
	ÖZGEÇMİŞ	166

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 2.1. BISTSE’de Yer Alan Şirketlerin Sektör Dağılımları	14
Şekil 3.1. Veri Setinin Sektörel Dağılımı	26



ÇİZELGE LİSTESİ

Çizelge 2.1. Literatür Özeti.....	15
Çizelge 3.1. Veri Seti.....	27
Çizelge 3.2 Tüm Sektörlerde Kullanılan Ortak Rasyolar.....	29
Çizelge 3.3. Finansal Olmayan Sektörlerde Sektörlerde Kullanılan Rasyolar.....	30
Çizelge 3.4. Bankalar Sektöründe Kullanılan Analiz Rasyoları.....	31
Çizelge 3.5. Bankalar Hariç Sektörler için Kullanılan Mali Analiz Rasyoları.....	32
Çizelge 3.6. Bankalar Sektöründe Kullanılan Mali Analiz Rasyoları.....	32
Çizelge 4.1. Aksa Enerji Üretim A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	33
Çizelge 4.2. Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	35
Çizelge 4.3. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	37
Çizelge 4.4. Elektrik, Gaz ve Su Sektörü Genel Değerlendirmesi.....	40
Çizelge 4.5. Turkcell İletişim Hizmetler A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	42
Çizelge 4.6. Turk Telekomünikasyon A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	44
Çizelge 4.7. Bilgi ve İletişim Sektörü Genel Değerlendirmesi.....	46
Çizelge 4.8. Türk Hava Yolları A.O. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	48
Çizelge 4.9. Ulaştırma Sektörü Analizi.....	51
Çizelge 4.10. Aselsan Elektronik San. ve Tic. A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	53
Çizelge 4.11. Logo Yazılım San. ve Tic. A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	55
Çizelge 4.12. Teknoloji Sektörü Analizi.....	57
Çizelge 4.13. Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	59
Çizelge 4.14. Migros Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	61
Çizelge 4.15. Toptan ve Perakende Ticaret Sektör Analizi.....	64
Çizelge 4.16. Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	66
Çizelge 4.17. Global Yatırım Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	68
Çizelge 4.18. Koç Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	70
Çizelge 4.19. Polisan Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	72
Çizelge 4.20. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	75
Çizelge 4.21. Tav Havalimanları Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	77
Çizelge 4.22. Tekfen Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	79
Çizelge 4.23. Holdingler Sektör Analizi.....	81
Çizelge 4.24. Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	83
Çizelge 4.25. Arçelik A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	85
Çizelge 4.26. Aygaz A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	87
Çizelge 4.27. Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	89
Çizelge 4.28. Coca-Cola İçecek A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	91
Çizelge 4.29. Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	94
Çizelge 4.30. Ereğli Demir ve Çelik T.A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	96
Çizelge 4.31. Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	98
Çizelge 4.32. Kordsa Teknik Tekstil A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	100
Çizelge 4.33. Otokar Otomotiv ve Savunma San. A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	101
Çizelge 4.34. Petkim Petrokimya Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	103
Çizelge 4.35. Tat Gıda Sanayi A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	106
Çizelge 4.36. Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	108
Çizelge 4.37. Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.....	101

.....	110
Çizelge 4.38. Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	113
.....	115
Çizelge 4.39. Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	117
Çizelge 4.40. Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	119
.....	121
Çizelge 4.41. Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	123
.....	125
Çizelge 4.42. İmalat Sektör Analizi.	128
Çizelge 4.43. Akbank T.A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	130
Çizelge 4.44. Türkiye Garanti Bankası A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	132
Çizelge 4.45. Türkiye İş Bankası A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	134
Çizelge 4.46. Şekerbank T.A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	136
Çizelge 4.47. Türkiye Halk Bankası A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	138
Çizelge 4.48. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	139
Çizelge 4.49. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.	141
Çizelge 4.50. Bankacılık Sektör Analizi.	142
Çizelge 4.51. Sektör Ortalamaları Üzerinde Yer Alan Banka Adetleri ve Toplam Sayıya Oranları.	
Çizelge 4.52. Sektör Ortalamaları Üzerinde Yer Alan Şirket Sayıları ve Toplam Sayıya Oranları.	

KISALTMALAR

BIST	Borsa İstanbul
BISTSE	Sürdürülebilirlik Endeksi
BM	Birleşmiş Milletler
CFP	Kurumsal Finansal Performans
ÇSY	Çevresel, Sosyal ve Yönetişim
DJSI	Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi
EIRIS	Ethical Investment Research Services Limited (Etik Yatırım Araştırma Hizmetleri Limited Şirketi)
ESG	Çevresel, Sosyal ve Yönetişim
FTSE	Financial Times Menkul Kıymetler Borsası Grubu
GHG	Düşük Sera Gazı Emisyonu
KSP	Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı
KSS	Kurumsal Sosyal Sorumluluk
KYD	Kurumsal Yönetim Değerleme
LSEG	Londra Menkul Kıymetler Borsası Grubu
MSCI	Morgan Stanley Capital Investments
PD/DD	Piyasa Değeri / Defter Değeri
PSTR	Panel Düzgün Geçiş Regresyonu
ROA	Aktif Karlılığı
ROE	Özkaynak Karlılığı
ROS	Satışların İadesi
TIE	Faiz Karşılama Oranı
UNEP	Birleşmiş Milletler Çevre Programı
VGO	Varlık Getiri Oranı
XSD25	Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi 25

ÖZET

BIST SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNE DAHİL OLMANIN ŞİRKETLER AÇISINDAN İNCELENMESİ

Banu Zeynep MÜDERRİSOĞLU

Düzce Üniversitesi
Lisansüstü Eğitim Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı
Yüksek Lisans Tezi
Danışman: Prof. Dr. Mehmet Akif ÖNCÜ

Haziran 2025, 165 sayfa

Sürdürülebilirlik kriterlerini benimseyen şirketler; çalışanlarına, çevreye, topluma ve genel olarak ekonomiye katkı sağlayarak çok yönlü faydalar üretmektedirler; ancak bu kriterlere uyum sürecinde karşılaşılan maliyetler, şirket sahiplerinin sürdürülebilirlik uygulamalarına mesafeli yaklaşmasına neden olabilmektedir. Bu çalışmanın temel amacı, sürdürülebilirliğin çevresel, sosyal ve yönetim boyutlarının benimsenmesini teşvik etmek ve bu yaklaşımların kazanımlarını görünür kılmaktır. Çalışma kapsamında, Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'nde kesintisiz olarak en az beş yıldır yer alan 42 şirketin son üç yıla ait mali verileri analiz edilmiştir. Her bir yıl için 11 adet finansal oran kullanılarak, şirketlerin performansları kendi sektör ortalamaları ile karşılaştırılmış; oran analizi, yatay analiz ve dikey analiz yöntemleri uygulanarak bulgular yorumlanmıştır. Firma bazında analizlerin ardından sektörel bazda sonuçlar değerlendirilmiş ve nihai olarak tüm sonuçlar bir arada analiz edilerek sürdürülebilirliğin finansal performansa etkileri incelenmiştir. Elde edilen sonuçlar; sürdürülebilirlik uygulamalarının özel sektör şirketlerinde kamu sahipliğindeki şirketlere kıyasla daha fazla finansal fayda sağladığını ortaya koymaktadır. Sektörler açısından en olumlu etkinin bankacılık sektöründe gözlemlendiği, karlılık oranları açısından holding ve teknoloji sektörlerinin görece daha az etkilendiği belirlenmiştir. Genel olarak, sürdürülebilirlik uygulamalarının en fazla şirketlerin mali yapı oranları üzerinde etkili olduğu, bu bağlamda borçlanma düzeylerinin azaldığı ve özkaynak yapılarının güçlendiği tespit edilmiştir. Öte yandan, sürdürülebilirlikten en sınırlı düzeyde etkilenen göstergelerin likidite oranları olduğu saptanmış; buna karşılık, net kâr marjı ile özkaynak kârlılığı oranlarının, borçlanma oranının ardından en fazla olumlu yönde etkilenen finansal göstergeler olduğu tespit edilmiştir. Bu çalışma sonucunda, sektörel ve oran bazlı karşılaştırmalı bulgular sunulurken ileri düzey finansal analizlere kaynak niteliği taşıması açısından literatüre katkı sağlanmaktadır. Bununla birlikte, genel ve sektöre özgü finansal avantajları ortaya koyan bu çalışma sürdürülebilirlik kriterlerinin kurumsal düzeyde daha yaygın benimsenmesini teşvik edebilir.

Anahtar Sözcükler: Borsa İstanbul, Çevresel sosyal yönetim (ÇSY-ESG), Kurumsal sürdürülebilirlik, Sürdürülebilirlik endeksi, Oran analizi

ABSTRACT

AN EXAMINATION OF INCLUSION IN THE BIST SUSTAINABILITY INDEX FROM THE PERSPECTIVE OF COMPANIES

Banu Zeynep MÜDERRİSOĞLU

Düzce University
Graduate School, Department of Business Administration
Master's Thesis
Supervisor: Prof. Dr. Mehmet Akif ÖNCÜ

June 2025, 165 pages

Companies that adopt sustainability criteria generate multifaceted value by contributing to their employees, the environment, society, and the overall economy. However, the costs encountered during the adaptation process to these criteria cause some business owners to approach sustainability practices with hesitation. The primary objective of this study is to promote the adoption of the environmental, social, and governance dimensions of sustainability and to highlight the potential gains associated with such practices. Within the scope of the research, the financial data from the past three years of 42 companies that have been continuously listed in the Borsa Istanbul Sustainability Index for at least five years were analyzed. For each year, 11 financial ratios were calculated and compared with sectoral averages. These comparisons were interpreted using ratio analysis, horizontal analysis, and vertical analysis methods. Following company-based evaluations, sectoral findings were assessed, and finally, all results were analyzed collectively to examine the impact of sustainability on financial performance. The findings reveal that sustainability practices provide greater financial benefits to privately-owned companies compared to those with public ownership. Among sectors, the most positive effect was observed in the banking sector, while holding and technology companies were found to be less affected in terms of profitability ratios. Overall, sustainability practices had the most significant impact on companies' financial structure ratios, with reduced levels of debt and strengthened equity structures. On the other hand, liquidity ratios were identified as the least affected indicators, whereas net profit margin and return on equity emerged as the financial metrics most positively influenced after the debt ratio. By presenting sector- and ratio-based comparative findings, this study contributes to the literature as a reference for advanced financial analyses. Moreover, by demonstrating both general and sector-specific financial advantages, this study may encourage a broader institutional adoption of sustainability criteria.

Keywords: BIST, Corporate sustainability, Environmental social governance (ESG), Sustainability index, Ratio analysis

1. GİRİŞ

Sürdürülebilirlik kavramı, tarihte çevrecilik kavramı kapsamında öncelikle ağaçların korunması ile başlayıp zamanla habitatın korunmasına dönüşmüş, 20.yüzyıla gelindiğinde Birleşmiş Milletlerin Brundtland (1987) raporu gelecek nesilleri koruma bakış açısıyla hazırlanmış ve bu raporda uluslararası ekonomilerin sürdürülebilir ekosistemlere bağlı olduğu belirtilerek ekonomik ve sosyal kalkınmanın sürdürülebilirlik çerçevesinde tanımlanması gerekliliği ortaya konmuştur. Sürdürülebilir büyüme konsepti her alana hakim oldukça XX. yüzyılın sonlarından itibaren kavram kendisine iş dünyasında önemli bir yer edinmeye başlamıştır. Bu dönüşüm, çevresel ve toplumsal faktörlere duyarlı bir işletme modeli geliştirilmesine katkı yaparken aynı zamanda sürdürülebilirlik konusu kurumsal iç ve dış sosyal uygulamalar ile kurumsal yönetim alanlarında da belirleyici rol oynar hale gelmiştir. Günümüzde şirketler için sürdürülebilirlik uygulamalarını kendilerine entegre etmek; çevresel ve toplumsal sorumluluklarını yerine getirmenin yanı sıra kendi varlıklarını sürdürebilmeleri için uzun vadede finansal başarılarını artırma potansiyeline de sahip olmaları anlamına gelmektedir (McKinsey & Company, 2023; Friede vd., 2015; Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, 2024).

Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi (BISTSE; Borsa İstanbul'da XUSDR koduyla işlem görmektedir) çevresel, sosyal ve yönetim (ÇSY) kriterlerine göre sürdürülebilirlik performansları yüksek firmaların yer aldığı bir endeks ile hem bu endekste yer alan firmaların risk yönetim becerilerinin geliştirilmesi hem Borsa İstanbul'da (BIST) yer alan tüm firmalarda sürdürülebilirlik konusuna odaklanmanın artması hem de yatırımcıların sürdürülebilirlik ilkelerini benimseyen firmaları yatırım kararlarında ayırt edebilmeleri amaçlarıyla oluşturulmuştur (BIST, 2014). Endekste yer almak, şirketlere yalnızca sürdürülebilirlik alanındaki başarılarını taçlandırmakla kalmaz, aynı zamanda itibarlarını ve yatırımcı güvenini pekiştirme fırsatı sunar (Borsa İstanbul, 2024) ancak literatürde şirketlerin sürdürülebilirlik uygulamaları ile finansal performansları arasındaki ilişki, hala tartışmalı bir konudur. Pozitif yönlü, karmaşık etkili, negatif yönlü, kısa vadede farklı uzun vadede farklı gibi çeşitli etkileşim olduğuna dair bu konuda giderek artan sayıdaki çalışmalar, farklı neticeler ortaya koymaktadır. Örneğin bir görüşe göre çevreye

duyarlı ve toplumsal sorumluluklarını yerine getiren şirketler, daha verimli operasyonlar ve daha güçlü müşteri sadakati elde eder, böylece finansal performanslarını iyileştirirlerken (Porter & Kramer, 2011; Nguyen vd., 2022; Rashid vd., 2015; Sahu & Tripathy, 2024; Kargeti, 2018) diğer bir görüş, sürdürülebilirlik uygulamalarının kısa vadede maliyetleri artırabileceği ve şirketlerin kar marjlarını daraltabileceği ancak başarılı uygulamalar uzun vadede kazançlarda artışa sebep olabileceği yönündedir (Gold & Taib, 2020; Das, 2022; Roffe & Gonzalez, 2023; Ameer & Othman, 2012). Maliyetlere odaklanan bakış açısına göre, şirketler öncelikle hissedarlarının ekonomik çıkarlarını gözetmeli ve sürdürülebilirlik gibi sosyal sorumlulukların esas faaliyetlerinin ana parçası olması temel amaç olmamalı ancak sürdürülebilirlik uygulamalarının ölçülebilir getirileri ile maliyetlerinin hesaplandığı durumlarda dengeli bir strateji içerisinde entegrasyon sağlanmalıdır (Friedman, 1970; Butler vd., 2011). Aynı zamanda yapılan bazı çalışmalar da sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişkinin karmaşık olduğunu söyleyerek; sürdürülebilirliğin finansal performansa olumlu etkisinin sektörlere, ülkelerin kalkınmışlık seviyelerine, şirket büyüklüklerine, belli finansal kriterlere bağlı olarak değişebileceğini ortaya koymaktadırlar (Akuoko-Sarpong vd., 2024; Margolis & Walsh, 2003; Eccles vd., 2014; Denuwara vd. 2022; Yılmaz & Topaloğlu, 2024; Morales vd., 2023).

Bu çalışma, BISTSE’de yer alan firmaların finansal performanslarını, sektörel ortalamalarla karşılaştırarak, sürdürülebilirlik kriterlerini stratejik olarak benimseyen ve uygulamaya koyan şirketlerin, finansal performans açısından sektörlerine göre farklılaşp farklılaşmadıklarını araştırmaktadır. Çalışma, şirketlerin karlılık, likidite, borçluluk oranları ve diğer finansal göstergeleri gibi kriterler üzerinden, firma ve sektör bazında karşılaştırmalar yaparak sürdürülebilirlik uygulamalarının genel olarak uzun vadede finansal performansa etki edip etmediği, hangi sektörlerde daha fazla değer yaratma potansiyeline sahip olduğu, hangi sektörlerde ise finansal performansa sınırlı bir katkı sağladığı anlaşılmaya çalışılacaktır ve sonucunda sektörel dinamiklerin sürdürülebilirlik stratejilerinin etkinliğini belirlemeye de katkı sağlayacaktır. Örneğin, enerji sektöründe faaliyet gösteren bir şirketin çevreye duyarlı üretim teknikleri kullanması, finansal performansını daha doğrudan etkileyebilirken; hizmet sektöründeki bir şirketin sosyal sorumluluk projelerine yatırım yapması, daha az doğrudan finansal sonuçlara yol açabilir (Ioannou & Serafeim, 2015). Bu bağlamda, sektörel bazda yapılacak karşılaştırmalar,

sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performans üzerindeki etkilerini daha net bir şekilde ortaya koyabilecektir.

Ülkemizde 2014 yılında uygulamaya başlayan BISTSE nispeten yeni bir çalışma alanıdır. Sürdürülebilirlik konusu akademik bir konu olmanın ötesindedir zira finansal performans ile arasındaki ilişki hem yöneticilerin hem de yatırımcıların karar alma süreçlerinde belirleyici bir rol oynamaktadır (da Silva & Filho, 2020; O’Sullivan, 2024). Literatür taramasında sürdürülebilirlik endeksindeki firmaların hisse senedi fiyatlarına etkileri ile hisse getirileri üzerinde çeşitli çalışmalar gözlemlenmiş olup finansal performans konusunda ise karlılık analizi, spesifik bölgeler ile spesifik sektörler üzerinde çalışmalara rastlanmıştır ancak BISTSE’de genel bir sektör kıyaslaması çalışmasına rastlanılmamıştır.

Bu çalışmanın amacı firmalara sürdürülebilirlik kriterlerine uyumlanmaya teşvik edici olmaktır. Firmaların sürdürülebilirlik kriterlerine uyumlanması durumunda, firma faaliyetleri hem çevresel hem de sosyal açıdan topluma fayda sağlar hale gelirken varlığını uzun süre sürdürerek firmaların hem hissedarlarına hem piyasaya hem de çalışanlara katkı sağlamaya devam etme gücü artacaktır. Sektör ortalamaları ile sürdürülebilirlik endeksine dahil firmalar arasında farklılıkların endekstekiler lehine olması durumunda diğer tüm firmalara da bu konuya önem vermenin özendirici olması ve yatırımcılara da hem sürdürülebilirlik hem de sektörel bazda tercih yapmada yol gösterici olma hedefi bulunmaktadır. Ek olarak bu çalışmanın incelenen rasyolarla ilgili ileri araştırma konularına özellikle sebep sonuç ilişkilerinin detaylı ortaya çıkarılması açısından kaynaklık etmesi de hedeflenmektedir.

2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE VE LİTERATÜR TARAMASI

2.1. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Sürdürülebilirlik, ÇSY ve kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) kavramları; bir şirketin, gönüllü olarak topluma katkı sunmak amacıyla sosyal ve çevresel etkilerini yönetme amacıyla yaptıkları uygulamaları tanımlamak için literatürde birbirinin yerine kullanılmaktadır (Khan vd., 2016: 1697).

Sürdürülebilirlik kavramı, Türk Dil Kurumu (TDK) sözlüğünde “sürdürülebilir olma durumu” şeklinde tanımlanmaktadır. Bu tanımda yer alan “sürdürülebilir” kelimesi ise “aynı düzeyde veya biçimde devam edebilen” olarak açıklanmıştır ancak, varlıkların veya süreçlerin tamamen aynı şekilde devam etmesi bireyler açısından fiziksel olarak mümkün değildir. Bu nedenle, sürdürülebilirlik kavramının insanlık tarihi kadar eski olmadığı; aksine, doğa ve ekonomi temelli olarak 18. yüzyılda ortaya çıkması, kavramın ancak bireylerin zarar görme ihtimali oluştuğunda gündeme geldiğini göstermektedir.

2.1.1. Sürdürülebilirliğin Tanımı ve Tarihçesi

“Dünyanın sermayesini tüketmek yerine dünyanın getirileri ile yaşamak” tanımı (Duncker, 1997: 230) birçok kültürde ve organizasyonda farklı yorumlanan sürdürülebilirlik kavramına (Redclift, 2005: 213) iyi bir başlangıç noktası oluşturmaktadır.

İnsanlık yaşam kalitesini maksimize etmek yerine optimum seviyede olmasını hedeflese dünyanın taşıma kapasitesi kendisinden sonra gelecek kuşakların yaşam kalitesini de sürdürülebilir kılacaktır. Sürdürülebilirlik kavramı dünya kaynaklarının akıllı tüketimi ifadesi ile yaygın olarak büyümeye atıf yaparak kullanılmaktadır ki bu durum sürdürülebilir kalkınma ile nihai halini bulan kavramda da kendisini gösterir, nihayetinde imkansız olan üssel büyümeyi gerçekleştirmeye çalışma boyutuna çıkmaktadır (Cairns, 2004: 49-50). Dolayısıyla kavramların amaçlarından sapmaması için doğru kullanımları doğru hedeflemeleri de beraberinde getirecektir.

Sürdürülebilirlik kavramı gündelik konuşmalarda dile gelmiş olsa da politika yapıcılarının gündemine girmesi; 1972’deki çevresel meseleleri global düzeyde ilk defa gündeme getiren Birleşmiş Milletler (BM) İnsan ve Çevre Konferansının BM Çevre Programı (UNEP)’in kurulmasına vesile olması, UNEP’in de 1987 yılında yayımladığı komisyon başkanının adı ile Brundtland Raporu olarak anılan “Bizim Ortak Geleceğimiz” başlığıyla

yayınlanan raporla (Brundtland, 1987) gerçekleşmiştir. Dünyanın kaynaklarının tükenmesine doğru gidildiğinin farkına varılması ile çevresel politika ve kalkınma tartışmalarında bu kavram gündeme alınmış olup ancak terim kendi içerisinde çelişki barındırsa da sürdürülebilir kalkınmaya rehber niteliği olmayı hedeflemiştir. Rapordaki tanıma göre, sürdürülebilir kalkınma, “bugünün ihtiyaçlarını, gelecek nesillerin kendi ihtiyaçlarını karşılama yeteneğini tehlikeye atmadan karşılayan kalkınma”dır (World Commission on Environment and Development [WCED], 1987). Bu tanım, yalnızca çevresel değil, aynı zamanda ekonomik ve toplumsal boyutları da içeren çok yönlü bir yaklaşımı yansıtmaktadır. Bundan on sene sonra Hart (1997) raporun özet hedefi olarak dünyanın taşıma kapasitesi tarafından desteklenebilecek seviyede küresel ekonomiyi sonsuza dek sürdürebilme hedefi tarifi yapmıştır. 2015’de de yine Birleşmiş Milletler tarafından yayımlanan on yedi adet sürdürülebilir kalkınma hedefinin belirlenmesi (UN, 2015) sonrası bu kavram artık devletlerin nezdinde de sürdürülebilirlik konusunu öncelikli hale getirmiştir (Kosmopoulos, 2024). Ülkemizde de Borsa İstanbul’da Sürdürülebilirlik Endeksinin hesaplanmaya başlaması Birleşmiş Milletler kararlarının hazırlık döneminde, 4 Kasım 2014’de gerçekleşmiştir.

2.1.2. Kurumsal Sürdürülebilirlik ve Sürdürülebilirlik Skorları (ÇSY)

Faaliyetlerine uzun yıllar devam eden firmaların başarılarının kaynağına dair yapılan araştırmalarda; uzun ömürlü firmaların doğasında kurumsal sürdürülebilirlik mantalitesinin olduğu, bugün sürdürülebilirlik kriterleri olarak karşımıza çıkan ÇSY kriterlerinin bu tip firmalarda on yıllardır bu başlıklarda telaffuz edilmese de prensiplerinin entegre şekilde uygulandığı gözlemlenmektedir (Millan-Tudela vd., 2023). ÇSY kriterleri, sosyal sorumluluk bilinci taşıyan yatırımcıların olası yatırım hedeflerini değerlendirmek amacıyla başvurduğu standartlar bütünüdür. Bu kriterler, bir kurumun ya da şirketin faaliyetlerini ÇSY boyutlarında nasıl yürüttüğünü kapsamlı biçimde analiz etmeyi amaçlar (TTGV, 2022).

ÇSY sistematğine geçilmeden önce kurumsal sürdürülebilirlik yaklaşımı, köklerini 20. yüzyılın başlarında ortaya çıkan sosyal ve çevresel duyarlılık temelli hareketlerden almaktadır. İnsan ve doğa arasındaki ilişkiyi derinlemesine kavramaya çalışan görüş olan antroposofi ve yaşam reformu gibi akımlar, çevresel uyum ve toplumsal bütünlüğü esas alan ilk şirket pratiklerine yön vermiş; özellikle Waldorf okulları ve biyodinamik tarım girişimleri bu yaklaşımın öncül örneklerini teşkil etmiştir (Schaltegger & Burritt, 2018; Schaltegger vd., 2016).

1970’li yıllarda yaşanan petrol krizleri ile birlikte kaynak kullanımına dair endişeler derinleşmiş; aynı dönemde Club of Rome tarafından yayımlanan "Limits to Growth" raporu (Meadows & Randers, 2012), büyüme temelli ekonomik modellerin ekolojik sınırlarla çatıştığını ortaya koyduğundan, oluşan çevresel kaygılar iş dünyasının gündemine taşınmış ve sürdürülebilir yönetim anlayışına zemin hazırlamıştır.

1980’li ve 1990’lı yıllar ise, Bhopal felaketi ve Exxon Valdez petrol sızıntısı gibi yüksek etkili çevresel kazaların etkisiyle, şirketlerin çevresel risk algısı artmış ve kaynak verimliliği alanlarına öncelik vermeye başladıkları bir dönem olmuştur. Bu süreçte “eko-verimlilik” kavramı öne çıkmış ve çevresel sürdürülebilirlik, operasyonel stratejilere entegre edilmeye başlanmıştır (Shrivastava, 1995).

1990’lardan itibaren sürdürülebilirlik çabalarının kurumsallaşmasına yönelik önemli adımlar atılmış, ISO 14000 gibi çevre yönetim sistemleri, şirketlerin çevresel etkilerini sistematik biçimde ölçmesine ve yönetmesine olanak tanımış; ayrıca FSC, Fairtrade gibi ürün bazlı sertifikasyonlar, piyasalarda sürdürülebilir ürünlere olan talebi artırarak kurumsal dönüşümü teşvik etmiştir (Delmas & Montiel, 2009).

Sürdürülebilirliğin benimsenmesinin yaygınlaşması sürecinde kurumlar çevresel boyuta hızlı uyumlanmış, daha sonra yönetim boyutunda adaptasyonlar gözlemlenirken süreçte sosyal boyut yaygın olarak göz ardı edilmiş oysa üç ayaklı bir tabure gibi davranılması gerektiğinden (Butler vd., 2011) ancak zaman içerisinde sürdürülebilirliğin her açıdan sahiplenmesi artmıştır. Yine bu süreçte paydaş katılımı kurumsal stratejilerde belirleyici bir boyut kazanmıştır. Toplumsal meşruiyet, yalnızca finansal başarı için değil, aynı zamanda uzun vadeli varoluşsal güvence açısından da kritik bir unsur olarak değerlendirilmiştir. Bu bağlamda hükümetler, sivil toplum kuruluşları, medya ve tüketiciler gibi aktörlerin kurumsal karar alma süreçleri üzerindeki etkisi artmıştır (Freeman, 2010; Mitchell vd., 1997).

Günümüzde sürdürülebilirlik, yalnızca kurumsal sorumluluk değil, aynı zamanda stratejik rekabet avantajı sağlayan bütünlüklü bir yönetim paradigması haline gelmiştir. Şirketler, hem etik değerlere bağlılık hem de piyasa beklentileri doğrultusunda ÇSY performanslarını artırma yönünde kapsamlı politikalar benimsemektedir (Eccles vd., 2014).

ÇSY skorları bir firmanın çevresel, sosyal ve yönetim konularında; ortakları, yatırımcıları ve müşterileri tarafından riskleri nasıl yönettikleri, bu üç faktör açısından fırsatları nasıl değerlendirdiklerini anlamaya yardımcı olan metriklerden oluşmaktadırlar

(Chen, 2023). Firmalar artık ÇSY kriterlerine verdikleri önem derecesine göre hem dünyanın hem kendilerinin devamlılığını sağlama konusunda adım atmış olmaktadır. ÇSY kriterlerini uygulamanın firmalara sayısız katkısı bulunmakta; uzun vadeli kazanç ve büyümenin yanı sıra operasyonel maliyetlerde düşüş, tedarik zincirlerinde kesintisizlik, regülasyonlara uyumluluk, çalışan bağlılığı, üretkenlik sağlamakta ve yaratıcılığı, karlılığı, risk yönetimini geliştirmekte nihayetinde firma itibarını da arttırarak yatırımcılarda tercih sebebi olmaktadır (Sousa vd. 2023; Chen, 2023; Odell & Ali, 2016; Sibarani (2023).

ÇSY derecelendirmesi yapan çeşitli kuruluşlar bulunmakta olup ülkelerdeki çeşitli hisse senedi borsaları farklı kuruluşlarla anlaşma yapmış durumdadırlar. Bu kuruluşlardan, saygınlığı genel olarak kabul edilmiş, sistemlerine güven oluşmuş uluslararası kabul gören on iki firma bulunmakta olup (TTGV, 2022) bunlardan beş tanesinin değerlendirme başlıkları ve yöntemlerine kavramsal çerçeve içerisinde tanımlarda değinilecektir. Bu firmalar; LSEG, MOODY'S, MSCI, S&P Global, FTSE Russel'dır.

BIST'in anlaşmalı olduğu London Stock Exchange Group'un (Londra Menkul Kıymetler Borsası Grubu - LSEG) değerlemesinde 15.500'den fazla şirket bulunmakta olup (LSEG), bir firmanın ÇSY skorunu şirket beyanlarına dayalı olarak 630'dan fazla veri noktası üzerinden hesaplamaktadır. ÇSY skoru, üç temel alandaki (çevresel, sosyal, yönetim) toplam 10 kategoriden türetilmektedir. Skor hesaplama süreci beş adımdan oluşmaktadır; kategori bazlı skor hesaplaması, sektöre özel önem düzeyleri (materiality matrix) sonrası nihai puana ulaşılmaktadır. LSEG düzeyinde ÇSY verileri, 700'den fazla analist tarafından manuel ve algoritmik yöntemlerle toplanmakta, haftalık olarak güncellenmekte ve skorlar yüzde ve harf notu (D- ile A+ arası) şeklinde sunulmaktadır. Kategorilerin sektörel önemi, açıklık düzeyi ve veri bulunabilirliği dikkate alınarak 1'den 10'a kadar puanlanmaktadır (LSEG ESG Scores).

Değerlendirme kuruluşları 3 ana kategori olan ÇSY puanlamalarını çeşitli sayıda alt başlıklara ayırsalar ve farklı yöntemler kullansalar da nihayetinde tabloda belirtilen firmalar uluslararası kabul gören bir puanlama sonucuna ulaşmaktadırlar.

2.1.2.1. Çevresel Boyut

Çevresel kriterler, genel bir ifadeyle kuruluşun doğal çevreye zarar vermeden nasıl bir performans sergilediğini değerlendirir. Firmaların ÇSY puanlarından çevresel boyut puanı yüksek firmaların özkaynak ve varlık getirilerinin daha yüksek olduğu (Mardini,

2022), özellikle karbon emisyonu ölçeğine hassas olanların finansal performanslarının rakiplerine kıyasla daha başarılı olduğu ortaya konmaktadır (Setiani vd., 2024).

LSEG'in yan kuruluşu Financial Times Stock Exchange Group (FTSE)'nin ÇSY değerlemesinde çevresel boyut değerlendirmesi dört ana kategoriye ayrılmıştır; bioçeşitlilik, iklim değişikliği, çevre kirliliği-kaynaklar ve su güvenliği (FTSE Russel ESG Scores). S&P Global ise çevresel boyutu; bioçeşitlilik, iklim stratejileri, karbonsuzlaştırma stratejileri, enerji, çevresel politika ve yönetimi, ambalajlama, çevre dostu ürünler, sürdürülebilir orman uygulamaları, sürdürülebilir hammaddeler, atık-kirlilik ve su olmak üzere on bir ana kategoriye ayırmıştır (S&P Global, a). MSCI firması ise değerlemesinde çevresel boyutu dört ana kategoride ele almaktadır; iklim değişikliği, doğal sermaye, çevre kirliliği-atık ve çevresel fırsatlar başlıklarının da on üç alt kategorisi bulunmaktadır (MSCI, 2024). Moody's sınıflandırma sistemini kredi açısından en kritik hususları öne çıkartacak şekilde yaptığını beyan etmekte ve ÇSY değerlemesinde çevresel boyutu fiziksel iklim riskleri, karbon dönüşümü, su yönetimi, atık-kirlilik ve doğal sermaye olmak üzere beş ana kategoride değerlendirmektedir (MOODY'S, 2022).

BIST'in anlaşmalı olduğu LSEG ÇSY puanlama sisteminde çevresel puan, şirketlerin çevre ile ilişkili performanslarını değerlendirmek amacıyla yapılandırılmış olup üç ana kategoriye ayrılmıştır; emisyonlar, kaynak kullanımı ve inovasyon. Emisyonlar kategorisi; sera gazı salımı, atık yönetimi ve biyolojik çeşitliliğe etki gibi veri noktalarını içerirken, kaynak kullanımı kategorisi su ve enerji tüketimi ile sürdürülebilir ambalaj kullanımı gibi göstergeleri kapsamaktadır. İnovasyon kategorisinde ise çevre dostu ürün geliştirme, çevresel Ar-Ge harcamaları ve sermaye yatırımları gibi ölçütler yer almaktadır. Toplamda 630'dan fazla ÇSY veri noktası arasından sektöre özgü en anlamlı olan 186 gösterge seçilmekte ve bu göstergeler sektör içi karşılaştırmaya dayalı yüzdelik sıralama yöntemi ile puanlanmaktadır. Kategorilere ait ağırlıklar, LSEG'in materyalite matrisine göre, sektörel ortanca değerler ve veri açıklık oranları esas alınarak 1 ila 10 arasında belirlenmekte, bu ağırlıklar doğrultusunda hesaplanan kategori skorları birleştirilerek çevresel puan elde edilmektedir (LSEG ESG Scores).

Bu farklı yöntemlerin tamamı çevresel faktörlerin sektörel bağlamda göreceli önemini dikkate alarak nesnel, karşılaştırılabilir ve veri temelli bir değerlendirme sunmayı amaçlamaktadırlar.

2.1.2.2. Sosyal Boyut

Sosyal kriterler genel bir ifadeyle firmaların; çalışanları, tedarikçileri, müşterileri ve faaliyet alanındaki topluluklarla kurduğu ilişkileri göz önünde bulundurur. Kurumsal Sürdürülebilirlik içerisindeki sosyal boyuttaki puanlaması yüksek firmaların çalışan bağlılığı, çalışanların iş tatmini, insan sermayesinin kullanımının maksimizasyonu, kesintisiz üretimde verim artışı sağlanmakta hatta çalışanların çevresel duyarlılığının arttığı gözlemlenmektedir (Tan, 2024; Glavas & Kelley, 2014)

FTSE Russel ÇSY Değerlemede sosyal boyutu, diğer boyutlarda yaptığı gibi dört kategoride ele almış olup değerlemede; iş standartları, insan hakları ve topluluk, sağlık ve güvenlik, müşteri sorumluluğu başlıklarından yapmaktadır. S&P Global de aynı çevresel boyutta yaptığı gibi sosyal boyutu 11 başlıkta ele almaktadır. S&P’de sosyal boyutun kriter başlıkları; çevre toplulukla ilişkiler, topluma katkı, müşteri ilişkileri, finansal kapsayıcılık, sağlık ve beslenme, insan sermayesi yönetimi, insan hakları, iş uygulamaları, iş sağlığı ve güvenliği, kişisel veri güvenliği, nakliye güvenliğidir. MCSI firması da sosyal boyutu 4 ana kategoriye ayırmış olup, insan sermayesi, ürün güvenilirliği, sosyal fırsatlar, paydaş çatışması başlıkları ve bunlara bağlı on dört alt kategoriyle değerlendirme yapmaktadır. MOODY’S sosyal boyutu değerlendirme öncesi şirketleri kamu ve özel sektör olmak üzere iki gruba ayırmaktadır. Özel sektör firmalarının sosyal boyutunu değerlendirirken beş ana kategorisi bulunmakta olup; müşteri ilişkileri, demografik ve sosyal trendler, insan sermayesi, sağlık ve güvenlik, sorumlu üretim başlıklarıyla firmaları ele almaktadır. Kamu sektörünün sosyal boyutunu değerlendirirken ise altı ana kategoriden yararlanmaktadır; temel hizmetlere ulaşım, demografik yapı, eğitim, sağlık ve güvenlik, iş ve gelir, barınma.

LSEG’in ÇSY puanlama metodolojisinde sosyal boyut, şirketlerin toplumsal etkilerini ve sosyal sorumluluk alanındaki uygulamalarını değerlendirmeye yönelik olarak yapılandırılmıştır. Bu boyut, dört ana kategori altında değerlendirilmektedir; iş gücü, insan hakları, topluluk ve ürün sorumluluğu. İş gücü kategorisi kapsamında çeşitlilik ve kapsayıcılık, çalışan eğitimi, iş güvenliği ve sendikal temsil gibi göstergeler değerlendirilirken, insan hakları kategorisi, şirketlerin insan haklarına yönelik politikalarının varlığına ve şeffaflık düzeyine odaklanır. Diğer başlıkların önem dereceleri sektörlere göre değişirken topluluk kategorisi tüm sektörler için eşit derecede önemli kabul edilmektedir. Bu kapsamda toplumsal katılım, sosyal yatırım ve yerel kalkınma uygulamaları puanlamada dikkate alınırken ürün sorumluluğu kategorisi ise

veri gizliliği, ürün kalitesi, sorumlu pazarlama ve tüketici güvenliği gibi başlıkları kapsayan göstergeleri içermektedir. Sosyal boyuta ilişkin veri noktaları hem sayısal hem de ikili formatta (doğru/yanlış, evet/hayır vb.) olabilir. İlgili yanıtlar, sektörler bazında yapılan karşılaştırmalı analizler aracılığıyla yüzdelik sıralama yöntemiyle puanlandırılmakta, her bir gösterge için “pozitif” ya da “negatif” kutupluluk tanımı yapılmakta, bu doğrultuda verinin yüksek ya da düşük olması avantaj veya dezavantaj olarak değerlendirilmektedir. Kategorilere ilişkin ağırlıklar, sektör düzeyinde hesaplanan materyalite matrisine göre belirlenmektedir. Bu matris, veri açıklık oranlarına ve sektörel ortanca değerlere göre kategorilere 1 ile 10 arasında ağırlık puanı atamakta, bu ağırlıklar, sosyal boyuttaki dört kategorinin puanları ile birleştirilerek genel sosyal puanına ulaşmayı sağlamaktadır (LSEG ESG Scores). Bu yapı, sektörel bağlamda sosyal göstergelerin göreceli önemini yansıtmayı ve nesnel bir kıyaslama imkânı sunmayı amaçlamaktadır.

2.1.2.3.Yönetişim Boyutu

Yönetişim boyutu genel bir ifadeyle şirketin liderlik yapısı, üst düzey yönetici ücret politikaları, denetim süreçleri, iç kontrol mekanizmaları ve hissedar haklarına yönelik uygulamalarını incelemektedir. Sürdürülebilirlik boyutlarından yönetişimin firma karlılığına ve aktif getirisine özellikle uzun vadede getirisi bulunmaktadır (Das, 2022). Zaten artık uzun vadeli kazanç hedefleyen firmaların sürdürülebilirlik kriterlerinden kaçınması, benimsememesi olasılık dahilinde değildir (Purohit, 2014).

FTSE Russel değerlemesine göre yönetim boyutunun diğer boyutlar gibi 4 ana kategorisi bulunmaktadır; vergi şeffaflığı, risk yönetimi, şirket yönetimi, yolsuzlukla mücadele (FTSE Russel ESG Scores). S&P Global’ın ise diğer iki boyuttan farklı olarak yönetim boyutunda 13 ana kategori bulunmaktadır. Bunlar; iş etiği, şirket yönetimi, bilgi güvenliği-siber güvenlik-sistem müsaitliği, inovasyon yönetimi, pazar fırsatları, önemsellik (maddi önem), politikalar üzerindeki etki, ürün kalitesi ve geri çağırma yönetimi, risk ve kriz yönetimi, sürdürülebilir finans, tedarik zinciri yönetimi, vergi stratejisi, şeffaflık ve raporlama olarak başlıklandırılmıştır (S&P Global, a). MSCI Sürdürülebilirlik derecelendirmesinde yönetim boyutunu iki ana altı alt kategoride değerlendirmektedir; şirket yönetimi ve şirket davranışı ana kategoriler olup, yönetim kurulu, ücretler, sahiplik ve kontrol, muhasebe, iş etiği, vergi şeffaflığı alt kategoriler olarak benimsenmiştir (MSCI, 2024). MOODY’S ise yönetim boyutunu ikiye ayırmış ve özel sektörle kamu sektörünü farklı derecelendirme yapmaktadır. Özel sektör

firmalarının tabi tutulduğu beş ana kategori; finansal strateji ve risk yönetimi, yönetim güvenilirliği ve geçmiş performansı, organizasyonel yapı, yönetim kurulu yapısı-politikaları-prosedürleri, uyum ve raporlama olarak belirlenmiştir. Kamu sektöründeki kurumların değerlendirilmesinde kullanılan yönetim boyutu başlıkları dört adettir. Bunlar; bütçe yönetimi, politika güvenilirliği ve etkililiği, kurumsal yapı, şeffaflık ve bilgi açıklamadır (MOODY’S, 2022).

LSEG’in ÇSY puanlama sisteminde yönetim boyutu, şirketlerin yönetim yapıları, paydaş ilişkileri ve kurumsal sosyal sorumluluk stratejileri bağlamında kurumsal yönetim uygulamalarını değerlendirmeye yönelik olarak yapılandırılmıştır. Bu boyut üç ana kategoriye ayrılmaktadır; yönetim, hissedarlar ve kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) stratejisi. Yönetim kategorisi; yönetim kurulu yapısı, bağımsızlık oranı, çeşitlilik, komite yapısı ve üst düzey yöneticilere ilişkin uygulamalar gibi alt göstergeleri kapsarken hissedarlar kategorisi; hissedar hakları, oy hakları ve şirket savunma mekanizmaları gibi paydaş katılımını etkileyen yapıları ele alır. KSS stratejisi kategorisinde ise şirketin çevresel ve sosyal sorumluluk beyanları, raporlama düzeyi ve sürdürülebilirlik politikalarının kurumsal düzeydeki entegrasyonu değerlendirilir. Yönetişim puanları, diğer ÇSY boyutlarından farklı olarak ülke bazlı karşılaştırmalar temel alınarak hesaplanmaktadır zira yönetim uygulamaları çoğunlukla ülke düzenlemelerine ve yerel yasalara bağlı olarak şekillenmektedir. Bu nedenle, LSEG metodolojisinde yönetim kategorilerinin puanlamasında karşılaştırma birimi sektörlerden ziyade şirketin faaliyet gösterdiği ülke ile sınırlı olduğundan yönetim puanlama sürecinde kullanılan veri noktaları, sektörden bağımsız olarak sabit kalmakta ve tüm sektörlerde eşit olarak uygulanmaktadır. Yönetişim boyutuna ilişkin kategori ağırlıkları, her kategoride yer alan veri noktalarının sayısının toplam yönetim verileri içindeki oranı üzerinden hesaplanır. Toplamda 15 puanlık bir sistemde, örneğin bir kategoriye ait 12 veri noktası varsa ve yönetişimde toplam 56 veri noktası yer alıyorsa, ilgili kategori ağırlığı $(12/56) \times 15$ şeklinde belirlenir. Bu şekilde hesaplanan yönetişimin üç alt kategorisinin ağırlığı, yönetim boyutuna ait genel puanı oluşturmak üzere kullanılır (LSEG ESG Scores).

Yönetişim performansını firmalar nesnel, tutarlı ve karşılaştırılabilir biçimde değerlendirmeyi hedeflemekte, şirketlerin kurumsal şeffaflık ve hesap verebilirlik düzeylerini bütüncül bir yaklaşımla analiz etmektedirler.

2.2. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ

Dünyada hesaplanmaya başlayan ilk sürdürülebilirlik endeksi; kuruluşu 1896 olan Amerika Birleşik Devletleri'nin borsalarında işlem gören ve büyüklük açısından önde gelen şirketlerinin hesaplandığı Dow Jones tarafından 1999 yılında uzun vadeli hissedar değeri yaratmayı ve sürdürülebilir iş uygulamalarının benimsenmesini önemli bularak yatırım portföylerinde bu tip firmaları bulundurmak isteyen yatırımcılar için Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi (DJSI) ismiyle oluşturulmuştur (S&P Global, b). Yıllar içerisinde bölgesel kapsamı değiştirilerek Dow Jones Avrupa gibi çeşitli endekslerle yaygınlaşmış, diğer ülkelerin kendi borsalarında sürdürülebilirlik endekslerinin hesaplanması ile de uygulama, dünya geneline yayılmıştır.

2.2.1. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi (BISTSE) Kuruluş ve Tarihçesi

Ülkemizde Borsa İstanbul (BIST) nezdinde 4 Kasım 2014 tarihinde “Türkiye’de ve özellikle Borsa İstanbul şirketleri arasında sürdürülebilirlik konusundaki anlayış, bilgi ve uygulamaların artması amacıyla” BIST Sürdürülebilirlik Endeksi (BISTSE) XUSDR koduyla hesaplanmaya başlamıştır (Borsa İstanbul).

Borsa İstanbul’da işlem gören ve kurumsal sürdürülebilirlik performansı yüksek olan şirketleri bir araya getirmenin temel hedefi, Türkiye’de ve özellikle Borsa İstanbul bünyesindeki şirketler arasında sürdürülebilirlik kavramına ilişkin farkındalık, bilgi düzeyi ve uygulamaların artırılmasıdır. Endeks aynı zamanda şirketlere, sürdürülebilirlik performanslarını hem ulusal hem de küresel ölçekte karşılaştırma imkânı sunmakta; bu sayede iyileştirme alanlarını tespit edebilmeleri ve yeni hedefler belirleyebilmeleri için bir değerlendirme aracı işlevi görmektedir. Eş zamanlı olarak da bu endeks yatırımcılara, sürdürülebilirlik ilkelerini benimseyen şirketleri ayırt etmek ve yatırımlarını dilediklerinde yöneltebilmek imkanı tanıırken varlık yöneticileri açısından da sürdürülebilirlik temelli yatırım fonları, borsa yatırım fonları ve yapılandırılmış finansal araçlar için bir referans noktası oluşturmaktadır (TTGV, 2022).

BIST 2013 yılında Ethical Investment Research Services Limited (EIRIS) ile anlaşma yaparak BIST şirketlerini uluslararası sürdürülebilirlik kriterlerine göre değerlemeye tabi tutmasını talep etmiş, değerlemelerde sadece kamuya açık bilgiler kullanılmış, firmaların biyoçeşitlilik, iklim değişikliği, çevre, yönetim kurulu yapısı, insan hakları, rüşvetle mücadele, tedarik zinciri, sağlık ve güvenlik alanlarındaki politika ve faaliyetlerine ilişkin hazırlanan raporlar firmaların incelemesine gönderilmiş ve itirazları değerlendirme

sonrası BIST, nihai değerlendirmeleri yaparak sürdürülebilirlik endeksini oluşturmuştur (BIST, 2014). Kuruluşunda BIST30 içerisinde yer alan firmalara değerleme yaptırılmış olup on beş firma BISTSE’de yer almaya hak kazanmıştır. Endeksin başlangıç değeri; 980,2009 olup o tarihte endekse giriş ve çıkış ilanları yılda bir olarak planlanmıştır.

1 Aralık 2022 tarihinde BIST Sürdürülebilirlik 25 endeksi hesaplanmaya başlandığında sürdürülebilirlik endeksindeki toplam firma sayısı elli dokuza yükselmiştir. Hem büyük hem sürdürülebilirlik performansı hem likiditesi yüksek şirketlerden yeni bir endeks oluşturularak yatırımcılara rehberlik, yöneticilere de yeni bir hedef olması beklentisiyle XSD25 koduyla hesaplama yapılmaya başlanmış olup endeksin başlangıç değeri 4576,35’dir.

2.2.2. BIST Sürdürülebilirlik Endeksine Katılım ve İşleyiş

Borsa İstanbul 2021’de LSEG ile iş anlaşması yapmış olup endekse giriş ve çıkış duyurularını artık üç ayda bir yapmaktadır ve şirketler değerleme için kendileri her an LSEG sitesinden bilgilerini güncelleyebilmektedirler.

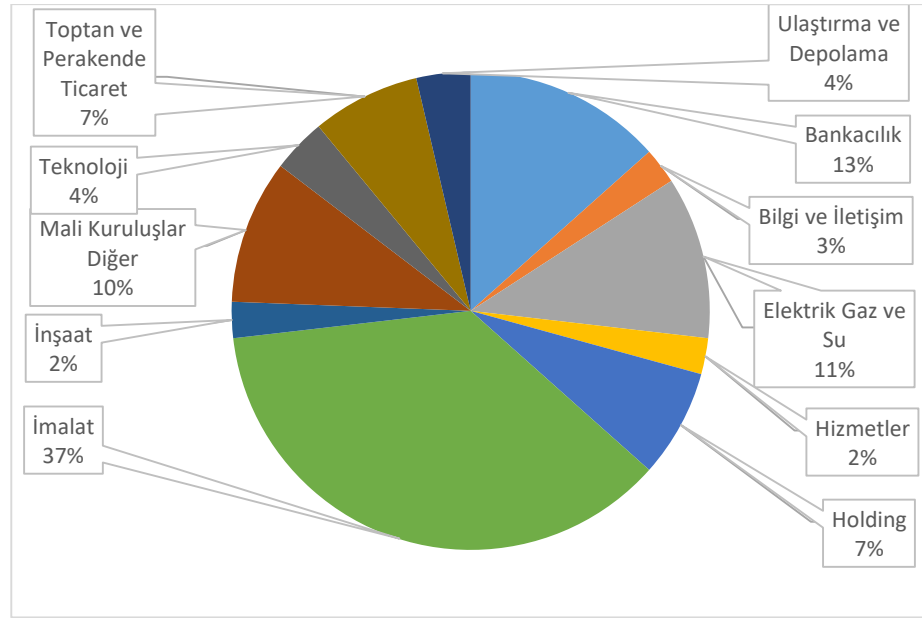
BISTSE’de yer alma koşulları (Borsa İstanbul);

Toplam SY skorlarından elde edilen sürdürülebilirlik notunun 50 veya üzerinde, çevresel, sosyal ve yönetişim boyutlarının her birinin 40 veya üzerinde, alt kategori notlarından en az 8’inin 26 veya üzerinde olması durumunda şirketler BISTSE’ye girmeye hak kazanabilmektedirler. Endeksin 25.09.2024 itibarıyla değeri; 13.850,16’dır.

BISTSE 25 Endeksinde yer alabilme koşulları (Borsa İstanbul);

Toplam SY skorlarından elde edilen sürdürülebilirlik notunun 70 veya üzerinde, SY başlıklarından her birinin 60 veya üzerinde, alt kategori notlarından en az 8’inin 50 veya üzerinde olması durumunda İşlem Hacmi ve Piyasa Değeri en yüksek 25 pay seçilerek endeks üyeleri belirlenmektedir. Endeksin 25.09.2024 itibarıyla değeri; 14.416,63 olmuştur.

BISTSE’de 25.09.2024 itibarıyla 82 firma bulunmaktadır. Sektör dağılımları şekil 2.1’dedir.



Şekil 2.1 BISTSE’de Yer Alan Şirketlerin Sektör Dağılımları 25.09.2024

2.3. LİTERATÜR TARAMASI

Literatürde sürdürülebilirlik endeksinde yer alan firmaların finansal performans analizlerinin iki grupta yaygın olarak yoğunlaştığı gözlemlenmiştir. İlk grup çalışmalar; sürdürülebilirlik kriterlerini uygulayan firmaların daha az ya da hiç uygulamayan firmalarla finansal performans açısından kıyaslanması, ikinci grup çalışmalar da sürdürülebilirlik puanı yani sürdürülebilirliğe yapılan yatırımların finansal performansa etkisinin araştırılması şeklinde gruplama yapılmıştır. Sonuçlarına göre özet aşağıdaki tabloda sunulmaktadır. Tabloda pozitif satırında listelenenler sürdürülebilirliğin finansal performansa olumlu yönde etkisi olduğu sonucuna ulaşan çalışmaları, karışık satırında listelenenler sürdürülebilirliğin finansal performansa etkilerinin sektörel, ülkeler, firma büyüklüğü, ya da analiz edilen performans kriterlerine göre farklı etki sonuçlarına ulaşabildiğini ortaya koyan çalışmaları, nötr satırında listelenenler sürdürülebilirliğin etkisine dair herhangi bir fark bulunmadığını ortaya koyan çalışmaları ve negatif satırında listelenenler de sürdürülebilirlik kriterlerinin incelenen finansal performans kriterini olumsuz yönde etkilediğini ifade eden çalışmaları kapsamaktadır. Çizelge 2.1’de kolon tanımları;

a) Sürdürülebilirlik kriterlerine sahip firmaların endekste yer almayan ve sektörel, bölgesel ya da diğer endekslerde yer alma gibi kriterlere göre seçilmiş başka firmalarla finansal performanslarının (likidite, finansal yapı, faaliyet göstergeleri, hisse getirileri gibi piyasa performansının tamamı veya bir kısmı ile) kıyaslanması,

b) Sürdürülebilirlik kriterlerine sahip firmaların sürdürülebilirlik puanları ile finansal performanslarının (likidite, finansal yapı, faaliyet göstergeleri, hisse getirileri gibi piyasa performansının tamamı veya bir kısmı ile) arasındaki ilişkinin incelenmesi şeklindedir.

Çizelge 2.1. Literatür Özeti

Sürdürülebilirliğin Etkisi	A) Sürdürülebilirlik endeksindeki firmaların endeks dışındakilerle finansal performans açısından kıyaslanması	B) Sürdürülebilirlik puanının finansal performansa etki analizi
Pozitif	Özari&Can, 2023; Eccles vd. 2014; Ameer&Othman, 2012.	Akyüz&Yeşil, 2017; Agoraki vd., 2023; Hakimi vd., 2023; Koundouri vd., 2022; Friede vd., 2015; Ding&Lee, 2024; Giese&Shah, 2024; Liu vd., 2019.
Karışık	Yılmaz vd., 2020; Coşkun, 2023; Kılıç vd., 2022; Akuoko-Sarpong vd., 2024.	Bumin&Ertuğrul, 2024; Candio, 2024; El Khoury vd., 2022; Lopez-Toro vd., 2021; Naeem&Çankaya, 2022; Aslan-Çetin vd., 2024; Bayındır&Aksoy Kavalcı, 2022; Özer vd., 2023; Serban vd., 2023.
Nötr	Akar vd., 2024; Temiz&Varıcı, 2022; Gürnlü, 2019; Vardari vd., 2020.	Beyazyol&Ataman Gökçen, 2023; Temiz & Acar, 2018.
Negatif	Sevim, 2021.	Wu, 2024; Bifulco vd., 2023.

Birinci Gruptaki çalışmalar;

Yılmaz vd. (2020) yaptıkları çalışmada, Borsa İstanbul (BIST) Kurumsal Yönetim Endeksindeki şirketler arasında aynı zamanda Sürdürülebilirlik Endeksinde yer alanlarda hem kurumsal sürdürülebilirlik hem de finansal performans göstergeleri açısından farklılaşma olup olmadığını incelemişlerdir. 2015-2019 arası döneme dair verilerle yapılan çalışmada kurumsal yönetim değerlendirme (KYD) notlarına ek olarak yedi finansal gösterge yıl bazında karşılaştırma ile incelenmiş ve BISTSE'ye dahil olmanın toplam riski azalttığını ve kriz dönemlerinde dayanıklılığı artırdığı ancak hisse senedi getirileri veya sistematik risk üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı görülmüştür.

Akar vd. (2024) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal sürdürülebilirliğin işletme performansı üzerindeki etkisi analiz amacıyla 2010 ikinci çeyrekte 2020 dördüncü çeyreğe kadar hem BIST 30 hem BISTSE'de yer alan 13 şirketten elde edilen veriler panel veri analizi yöntemiyle değerlendirilmiş ve sürdürülebilirlik uygulamalarının firma performansı üzerinde anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.

Temiz & Varıcı (2022) çalışmalarında finansmana erişimde sürdürülebilirlik kriterlerini uygulamanın etkisini araştırmışlar ve BIST Tüm Endeksteeki firmaların 2014-2019 verilerinin analizi sonucu BISTSE’de işlem görmelerinin finansmana erişimi kolaylaştırdığını ancak yayımladıkları kurumsal sosyal sorumluluk raporlarına dış güvence hizmeti sağlanmasının firmaların finansmana erişimleri üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığını tespit etmişlerdir.

Coşkun (2023) tarafından gerçekleştirilen bu çalışmada, BISTSE 25 Endeksi’nde (XSD25) yer alan şirketlerin finansal performansları ile ÇSY uygulamaları arasındaki ilişki araştırılmış, yirmi beş şirketin 2022 ve 2023 bilanço ve gelir tabloları Dupont analizi ile incelenmiş sektörlere göre karlılık ve varlık yönetimi başarılarının değiştiği, bankacılığın net kar marjında lider durumda olduğu, holding ve yatırım şirketleri ise karlılıkta sektör ortalamasının altında kaldığı, imalat ve taş-metal sektörlerinde ise şirket bazında özkaynak karlılığı açısından başarı konusunda sonuçların olumlu ve negatif yönde değişkenlik gösterdiği ortaya konmuştur.

Gürünlü (2019) çalışmasında, BISTSE’de yer almanın şirketlerin finansal performansı üzerinde uzun dönemde etkisini araştırmış, 25’i BISTSE’de de yer alan BIST’de işlem gören finansal sektör dışındaki toplam 55 şirketin 2014-2018 yılları arasındaki üçer aylık finansal rapor verilerinin varlık getiri oranları (VGO) ve Tobin’in Q rasyosu üzerindeki etkileri analiz etmiş ve sürdürülebilirliğin VGO üzerinde pozitif ancak sınırlı bir etkisi olduğunu ortaya koyarken piyasa değeri temelli Tobin Q değeri üzerinde ise anlamlı bir etki tespit edememiştir.

Özari & Can (2023) tarafından yürütülen bu araştırmada, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi’ndeki bankaların finansal performanslarının diğer bankalardan ayrışıp ayrışmadığını gözlemlemek amacıyla toplam 46 bankanın 2015-2019 mali verilerini TOPSIS yöntemi ve K-means kümeleme analizi ile incelenmiştir. Sonuçlar, bankaların kısa ve uzun vadeli borç ödeme gücü, aktif kârlılığı ve öz sermaye verimliliği gibi kriterlere göre farklı kümeler ayrıldığını ve performans seviyelerinde anlamlı farklar bulunduğunu ortaya koymuştur. Sürdürülebilirlik endeksindeki bankalar 2015 yılı hariç aynı kümede gruplandığından sürdürülebilirlik kriterlerinin benzer sonuçlar doğurduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Eccles vd. (2014) Amerika Birleşik Devletlerinde faaliyet gösteren yüz seksen firmanın 1993’den 2009’a kadarki performanslarını incelemiş ve sürdürülebilirlik kriterlerine

yüksek seviyede sahip firmaların düşük seviyede sürdürülebilirlik kriterlerini uygulayan firmalara fark atacak seviyede daha iyi finansal performans gösterdiğini ortaya koymuşlardır.

Kılıç vd. (2022) çalışmalarında Türkiye (BIST 100) ve Güney Kore (KOSPI 100) firmalarında sürdürülebilirlik performansının finansal performans üzerindeki etkisini karşılaştırmalı olarak analizi ile firma büyüklüğünün bu ilişkide düzenleyici (moderatör) etkisini belirlemeyi amaçlayarak sürdürülebilirlik performansı göstergesi olarak BISTSE ve DJSI Kore Endeksi, finansal performans ölçütleri olarak özkaynak karlılığı (ROE), aktif karlılığı (ROA), satışların iadesi (ROS) ve piyasa değeri / defter değeri (PD/DD) oranlarını ele almışlardır. Sürdürülebilirlik performansının finansal performansa etkisi ülkelere göre farklılık göstermektedir. Bulgularında, Türkiye'de firma büyüklüğü yalnızca ROA üzerinde anlamlı etkiye sahipken Güney Kore'de firma büyüklüğü ROE ve ROS üzerinde anlamlı etki göstermiştir.

Ertuğrul vd. (2024) çalışmalarında BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan, mali sektör harici firmaların işletme değerleri ile finansal risk göstergeleri arasındaki ilişkiyi analiz için 2018–2022 döneminin çeyrek bazlı verileri panel veri analizi ile incelenmiş, işletme değerini temsil eden bağımlı değişken olarak piyasa değeri/defter değeri oranı esas alınmış; bağımsız değişkenler olarak ise finansal kaldıraç, döviz kuru riski, kredi riski ve likidite riski belirlenmiştir. Finansal kaldıraç ile işletme değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki; döviz kuru riski ve kredi riskinin işletme değeri üzerinde pozitif ve anlamlı etkiler yarattığını tespit ederken likidite riski ile işletme değeri arasında anlamlı bir ilişkiye ulaşamamışlardır.

Sevim (2021) tarafından yapılan çalışmada, BISTSE'deki mali sektör haricindeki altmış iki adet firmanın sürdürülebilirlik notları ile finansal performansları (işletme değeri, aktif karlılığı ve hisse getirisi) arasındaki ilişki analiz edilmesi amacıyla firmaların 2022 yılı mali verileri çoklu regresyon analizi yöntemi ile incelenmiştir. Sürdürülebilirlik notları ile işletme değeri arasında ilişki negatif olarak tespit edilirken aktif karlılık ve hisse senedi getiri oranları ile sürdürülebilirlik notları arasında ise anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Vardari vd. (2020) çalışmada, BISTSE'ye dâhil olmanın şirketler açısından anlamlı bir fark yaratıp yaratmadığını ortaya koymak amaçlanmış, 2014–2018 dönemine ait hisse senedi getirileri esas alınarak BIST Sürdürülebilirlik ve BIST 100 endekslerinde yer alan

şirketler karşılaştırılmış, sürdürülebilirlik endeksine katılımın şirketlerin hisse getirileri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve güçlü bir etkisinin bulunmadığı belirlenmiş, getirilerin benzer düzeyde olduğu saptanmıştır.

Ameer & Othman (2012) araştırmalarında üstün sürdürülebilirlik uygulamalarını benimseyen şirketlerin finansal performanslarının daha yüksek olup olmadığını tespit etme amacıyla gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki üç bin firma arasından seçilen en sürdürülebilir yüz küresel şirketin 2006–2010 dönemine ait verileriyle yürüttükleri analizde, bu şirketlerin bazı sektörlerde satış büyümesi, varlık kârlılığı, vergi öncesi kâr ve faaliyetlerden elde edilen nakit akışlarında, kontrol grubuna kıyasla anlamlı düzeyde daha yüksek ortalamalara sahip olduklarını belirleyerek sürdürülebilir şirketlerin finansal performanslarının zaman içinde arttığını ve sürdürüldüğünü ortaya koyarak, bu çalışma kapsamında kurumsal sosyal sorumluluk uygulamaları ile finansal performans arasında çift yönlü bir ilişki olduğu yönünde nedensel kanıtlar elde etmişlerdir.

Akuoko-Sarpong vd., (2024) yaptıkları derleme çalışmasında, sürdürülebilirlik raporlaması ile halka açık şirketlerin finansal performansı arasındaki ilişkiye dair mevcut literatürü kapsamlı şekilde inceleyerek 1990 ile 2023 yılları arasında farklı bölge ve sektörlerde yayımlanan çalışmaların mevcut ampirik kanıtlarındaki tutarsızlıkları ve araştırma boşluklarını ortaya koymayı amaçlayarak sürdürülebilirlik raporlamasının kârlılık ve hisse fiyatı gibi finansal göstergelerle olan ilişkisine dair temel bulguları karşılaştırarak, şirket büyüklüğü, sektör, kültürel bağlam ve raporlama türü gibi değişkenlerin bu ilişki üzerindeki etkileri incelemişlerdir. Bulgular sürdürülebilirlik raporlaması ile finansal performans arasında olumlu bir ilişki olasılığı bulunduğunu gösterse de, kanıtların tutarsız olduğunu ortaya koymaktadır.

İkinci gruptaki çalışmalar;

Akyüz & Yeşil (2017), BISTSE kapsamındaki üretim sektöründeki şirketlerin finansal performanslarını kurumsal yönetim notları açısından incelemiştir. 2011–2015 döneminde faaliyet gösteren on dokuz şirket ile oran analizi yöntemiyle gerçekleştirilen bu araştırma, kurumsal yönetim notlarının finansal performans göstergeleriyle ilişkisini değerlendirmiştir. Elde edilen bulgular, kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasında pozitif yönde bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Bu çalışma sürdürülebilirlik boyutunun işletmelerde karlılığı ve marka değerini arttığı sonucuna ulaşmıştır.

Bumin & Ertuğrul (2024) çalışmasında, ÇSY skorlarının firma performansı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. BISTSE'deki altmış iki firmanın 2022 yılına ait ÇSY skorları ve finansal göstergeleri çoklu regresyon analizi ile incelenmiş, çevresel bileşenin net kar marjı üzerinde pozitif, sosyal skorun negatif etkiler yarattığı; sosyal bileşenin etkisinin ise firma değerini pozitif yönde olduğu tespit edilmiştir.

Beyazyol & Ataman Gökçen (2023) yaptıkları çalışmada BISTSE'de yer alan altmış beş adet şirketin Refinitiv üzerinden alınan ÇSY skorları, doküman analizi ile incelenmiş ve sürdürülebilirlik performanslarına etki eden firmalar bazındaki faktörlerin tespit edilmesi amaçlanmış, firmaların çevresel, sosyal, yönetim ve genel ÇSY skorları ile karlılık, finansal kaldıraç oranları ve aktif büyüklükleri arasındaki ilişkiler regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir, güçlü ve çoklu düzeylerde ilişki olmadığı görülmüştür.

Candio (2024) çalışmasında, ÇSY performansı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi ele almayı amaçlamıştır. STOXX Europe 600 endeksinde yer alan halka açık şirketlerin 2012-2022 yılları arasındaki mali verilerini içeren panel veri seti kullanılarak, altı farklı finansal performans göstergesi üzerinden (ROA, ROE, faiz ve vergi öncesi kâr marjı, hisse başına kâr, fiyat/kazanç oranı ve hisse fiyatı ile) analiz gerçekleştirilmiştir. Çalışmada üç ayrı regresyon modeliyle yürütülen ampirik analizler sonucunda, ÇSY skorlarının finansal performans üzerinde tutarsız etkiler sergilediği tespit edilmiştir.

El Khoury vd. (2022) tarafından gerçekleştirilen bu çalışmada, kurumsal düzeyde ÇSY performansının sağlık sektörü şirketlerinin finansal çıktıları üzerindeki etkisini küresel ölçekte değerlendirmek ve bu ilişkiyi ülke düzeyindeki açıklama düzeyi ile yönetici sorumluluğu endekslerini dikkate alarak test etmek amaçlanmıştır. 2012–2020 döneminde otuz sekiz farklı ülkede faaliyet gösteren dokuz yüz on iki sağlık sektörü şirketine ait panel veri kullanılarak yapılan analizlerde, firma düzeyinde kaldıraç, büyüklük ve zarar değişkenleri; makroekonomik düzeyde COVID-19 etkisi, gayri safi yurt içi hasıla ve enflasyon oranları; kurumsal düzeyde ise açıklık ve yönetsel sorumluluk endeksleri kontrol değişkenleri olarak modele dahil edilmiştir. Bulgular, ülkelerin açıklama düzeylerine göre ÇSY-finansal performans ilişkilerinde farklılaşmalar olduğunu ortaya koyarken, çevresel bileşenin ROA) üzerinde eğrisel (konkav) bir etki yarattığını ve bu ilişkinin özellikle açıklama düzeyinin yüksek olduğu ülkelerde daha belirgin hale geldiğini göstermektedir.

Agoraki vd. (2023) Bin sekiz yüz on altı Avrupa şirketi üzerinde gerçekleştirdikleri ÇSY itibarı riskinin şirketlerin finansal başarısı üzerindeki etkisini değerlendirme amacıyla yaptıkları çalışmada 2007-2021 dönemi verileriyle kuazi-doğal deney ile ÇSY itibarı riski ile finansal performans ilişkisi asimetrik bilgi kuramı çerçevesinde analiz ederek, ÇSY itibarı riski taşıyan şirketlerde paydaşlarla yöneticiler arasındaki bilgi eşitsizliğinin arttığını ve bunun da olumsuz seçim, daha yüksek sermaye maliyeti ve düşük finansal performansla sonuçlandığını ileri sürmektedirler. Panel regresyon ve kuazi-doğal deney yöntemleri ile yapılan analizlerde ÇSY sorumluluğu yüksek olan şirketlerin, yöneticilerle paydaşlar arasında daha uyumlu bir yapı sergilediği, kısa vadeli çıkarlar yerine uzun vadeli stratejik kararları öncelediği ve bu sayede daha iyi finansal performans ile daha yüksek piyasa değerine ulaştığı tespit edilmiştir. Bulgular, ÇSY uygulamalarının sadece etik bir tercih değil, aynı zamanda bilgi asimetrisini azaltarak kurumsal başarıyı destekleyen stratejik bir unsur olduğunu ortaya koymaktadır.

Hakimi vd. (2023) tarafından yürütülen bu çalışmada, KSS ile firma performansı arasındaki çift yönlü ve doğrusal olmayan ilişkiyi analiz etmeyi amaçlanmakta olup, 2008–2017 yılları arasında sekiz yüz on dört Avrupa şirketine ait veriler kullanılarak Panel Düzgün Geçiş Regresyonu (PSTR) modeli ile test edildiğinde, KSS ve firma performansı ilişkilerinde belirli eşik seviyelerinin geçilmesi durumunda anlamlı etkilerin ortaya çıktığını gösterilmektedir. Firmaların KSS uygulamalarına yönelme olasılığının, ROA %1,231 ve Tobin's Q oranı %0,821'in üzerine çıktığında arttığını; benzer şekilde, KSS'nin finansal performans üzerinde olumlu ve istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratabilmesi için ÇSY skorlarının sırasıyla %56,78 (ROA) ve %41,02 (Tobin's Q) seviyelerini aşması gerektiği tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, sürdürülebilirlik uygulamalarının etkisinin hem firma motivasyonları hem de finansal geri dönüşler açısından belirli yeterlilik düzeylerine ulaşıldığında anlam kazandığını ortaya koymaktadır.

Koundouri vd. (2022) tarafından yürütülen bu çalışma, ÇSY performanslarının firmaların finansal göstergeleri üzerindeki etkisini ampirik olarak inceleme amacıyla STOXX Europe ESG Leaders 50 endeksinde yer alan ve ÇSY açısından yüksek puanlı elli şirketin verilerini kullanmış; ÇSY puanları ile birlikte kârlılık (ROA, ROE), borçluluk, brüt kâr marjı ve piyasa riski (beta) gibi finansal göstergeleri panel veri regresyonu ve sabit etkiler modelleri aracılığıyla analiz etmiş, ÇSY performansının kârlılığı artırdığı ve hisse senedi

riskini azalttığını ortaya koymuştur. Brüt kâr marjı ve borçluluk üzerindeki etkiler ise sektörlere göre farklılık göstermektedir.

Lopez-Toro vd. (2021) çalışmalarında, Nasdaq U.S. Smart Pharmaceuticals Index kapsamında yer alan otuz uluslararası ilaç şirketinin 2010–2019 dönemi verileriyle ÇSY göstergeleri ile finansal performansları panel regresyon yöntemiyle incelenmiş, çevresel ve yönetim bileşenlerinin ROA, ROE ve Tobin's Q gibi göstergeler üzerinde pozitif ve anlamlı etkiler yarattığı saptanmış, sosyal bileşenin etkisi ise görece daha düşük düzeyde olduğu ortaya konmuştur.

Naeem & Cankaya (2022) tarafından gerçekleştirilen bu çalışmada, şirketlerin ÇSY performansının finansal performans üzerindeki etkisini analiz etme amacıyla 2008–2019 yılları arasında enerji ve elektrik üretim sektöründeki küresel yüz doksan iki firmanın ÇSY ve finansal verileri panel veri regresyon analizi kullanılarak ÇSY performansının kârlılık ve piyasa değeri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Sonuçlar, ÇSY performansı ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koyarken ÇSY faaliyetlerinin şirketlerin kârlılığını pozitif yönde etkilediği, ancak piyasa değerleri üzerinde negatif bir etkisi olduğunu göstermiştir.

Friede vd. (2015), ÇSY kriterleri ile kurumsal finansal performans (CFP) arasındaki ilişkiyi inceleme amacıyla 1970'lerden itibaren yayınlanmış yaklaşık iki bin iki yüz birincil çalışmanın bulguları tüm birincil ve ikincil veriler toplanarak sentezlenerek geniş kapsamlı meta-analiz gerçekleştirilmiş ve genel geçer çıkarımlar yapılabilmektedir. Bulgular, çalışmaların yaklaşık %90'ının ÇSY ve CFP arasında olumsuz olmayan bir ilişki tespit ettiğini, büyük çoğunluğunun ise pozitif yönde sonuçlar bildirdiğini göstermekte ve bu pozitif etkinin zaman içinde tutarlı kaldığı ve gelişmekte olan piyasalar, kurumsal tahviller ile yeşil gayrimenkul gibi yeni yatırım alanlarında da geçerli olduğu saptanmıştır. Çalışma, ÇSY yatırımlarının finansal açıdan güçlü bir dayanağa sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

Wu (2024) çalışmasında küresel kurvaziyer sektöründe ÇSY uygulamalarının CFP üzerindeki etkilerini analiz etmeyi amaçlayarak 2012–2023 dönemine ait, dünyanın en büyük kurvaziyer şirketlerinden elde edilen verilerle regresyon modeli kullanarak yaptığı analizde, ÇSY uygulamalarının CFP üzerinde genel olarak olumsuz etkiler yarattığını ortaya koymuştur. Özellikle finansal kısıtların bu olumsuz ilişkiyi güçlendirdiği; yüksek faiz karşılama oranlarına (TIE) ve düşük sera gazı emisyonlarına (GHG) sahip şirketlerde

bu etkinin daha da belirginleştğini saptayarak ÇSY yatırımlarının sektörde dikkatli planlanması gerektiğini vurgulamıştır.

Aslan-Çetin vd. (2024) tarafından gerçekleştirilen çalışmada, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketlerin ÇSY skorlarının finansal performans üzerindeki etkisini analiz etmek amaçlanmıştır, 2018–2022 dönemine ait S&P Global tarafından hesaplanan ÇSY verileri kullanılarak, yirmi altı şirketin finansal göstergeleri panel veri analiz yöntemiyle incelenmiştir, ÇSY faktörlerinin aktif kârlılığı, özsermaye kârlılığı, net kâr marjı ve aktif büyüme üzerinde anlamlı ve pozitif etkiler yarattığı görülürken, piyasa değeri/defter değeri oranı üzerinde negatif bir ilişki bulunmuştur. Bulgular, ÇSY uygulamalarının işletmelerin operasyonel, karlılık ve büyüme performansı üzerinde olumlu katkılar sağlarken, piyasa değerlemeleri açısından daha karmaşık etkiler doğurabileceğini ortaya koymaktadır.

Bayındır & Aksoy Kavalcı (2022) araştırmalarında kriz sayılan COVID-19 pandemi döneminde, şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarının finansal performans üzerindeki etkisini analiz etmeyi amaçlayarak BISTSE'de yer alıyor olmayı firmaların kurumsal sürdürülebilirlik performansı (KSP) göstergesi olarak değerlendirmiş ve 2014–2021 dönemine ait verileri kullanarak firmaların hisse getirileri, toplam ve sistematik riskleri ile finansal tablolarından elde edilen kârlılık oranları (ROA, ROE, satış kârlılığı) panel veri analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Bulgular, pandemi döneminde sürdürülebilirlik performansının firmaların toplam risklerini azalttığını ancak diğer finansal performans göstergeleri üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmadığını tespit etmişlerdir.

Özer vd. (2023) çalışmalarında, işletmelerin sürdürülebilirlik kriterleri olan ÇSY alanındaki yatırımlarının finansal performanslarına yansıyor yansımadığını incelemeyi amaçlayarak 2009–2019 yılları arasında Türkiye'de Borsa İstanbul'da işlem gören finans dışı şirketlerin ÇSY skorlarının hem piyasa temelli hem de muhasebe temelli performans göstergeleri üzerindeki etkilerini analiz ederek regresyon analiziyle ÇSY skorlarının genel olarak şirket performansını (ROA, ROE, PD/DD) olumlu etkilediğini ortaya koymuşlardır. Özellikle çevresel bileşenlerin tamamının finansal performansla pozitif ve anlamlı ilişki gösterdiği belirlenirken sosyal ve yönetim boyutlarına ait bazı alt bileşenlerin finansal performansla istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki göstermediği saptanmıştır.

Ding & Lee (2024) çalışmalarında, Çin'deki imalat sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketler üzerinden Huazheng ÇSY puanlama indeksi ile ulaştıkları ÇSY puanlarının finansal performans üzerindeki etkisini inceleme amacıyla 2009–2022 dönemine ait panel veriler kullanılarak sabit zaman, sabit sektör ve çift yönlü sabit etkiler içeren regresyon modelleri uygulayarak ÇSY puanları, ihracat oranları ve finansal performans göstergelerini kullanmışlar ve ÇSY puanlarının firmaların finansal performansını olumlu etkilediğini, ihracat oranının bu ilişkide aracılık rolü oynadığını ve karbon yoğun sektörlerde ise ÇSY'nin etkisinin daha belirgin olduğunu ortaya koymuşlardır.

Temiz & Acar (2018) çalışmasında, firmaların sürdürülebilirlik endeksine dahil olmalarının hisse getirileri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Araştırma, BISTSE kapsamındaki kırk dört şirketi kapsamaktadır. Olay çalışması yöntemi kullanılarak yapılan analizde, endekse giriş duyurusunun hisse getirileri üzerinde bir etki yarattığına dair sınırlı kanıtlara ulaşılmıştır.

Bifulco vd. (2023) çalışmasında, ÇSY skoru ile piyasa değerleri arasındaki ilişkinin incelenmesi amaçlanmış STOXX Europe 600 endeksinde bulunan tüm şirketleri kapsayan ve 2014–2020 dönemindeki finansal ve ÇSY skoru verileriyle bir panel veri seti oluşturulmuştur. Analiz sonucunda, ÇSY skoru ile hisse senedi fiyatları arasında negatif bir ilişki bulunmuştur.

Giese & Shah (2024) yaptıkları çalışmada, Morgan Stanley Capital Investments (MSCI) ÇSY Derecelendirmelerinin küresel hisse senedi piyasalarındaki uzun vadeli finansal etkilerini analiz ederek, ÇSY puanlarının şirketlerin temel finansal performansı ve hisse senedi getirileriyle nasıl ilişkilendiğini değerlendirmeyi amaçlamışlar ve MSCI World ve MSCI ACWI endekslerine dahil şirketleri kapsayan on yedi ve on bir yıllık veri setleriyle; sektörel, bölgesel ve firma büyüklüğü gibi kontrol değişkenlerini içeren standart beşlik (quintile) analiz yöntemi kullanılarak ÇSY puanı yüksek şirketlerin hem daha güçlü kazanç büyümesi hem de daha yüksek temettü verimleri ile desteklenen istikrarlı bir finansal performans sergilediklerini bulmuşlardır. Bulgular, bu firmaların daha iyi piyasa getirileri sağladığını ve bu getirilerin şirket değerlemelerinde oluşabilecek geçici balonlardan değil, temelde daha sağlam kârlılık dinamiklerinden kaynaklandığını ortaya koymuşlardır. MSCI ESG endekslerinin tarihsel performansı da incelenmiş ve tüm ÇSY odaklı endekslerin, ana endeks olan MSCI ACWI'ye göre üstün getiri sağladığı görülmüştür.

Liu vd. (2019) alışmalarında, SY endekslerinin şirketlerin hisse senedi performansı üzerindeki etkisi SY performansına dayalı yatırım stratejilerinin piyasa getirileri üzerinde olumlu bir etkisi olup olmadığını tespit etme amacıyla analiz etmişlerdir. in borsasında işlem gören şirketlerin 2009–2016 yılları arasındaki verileri kullanılmış, SY endekslerine dahil olan firmaların finansal performansını panel veri analizi ile değerlendirilmiş, yüksek SY puanına sahip firmaların daha istikrarlı ve uzun vadeli yatırımcı güveni kazandığını, bunun da hisse senedi getirilerini olumlu etkilediği gösterilmiştir.

Serban vd. (2023) alışmalarında on sektörden beş bin yedi yüz kırk bir firmanın finansal performansı ile SY arasındaki ilişkiyi araştırmış, aralarında sektöre bağlı olarak değerren zayıf bir ilişki olduğunu ortaya koyarken bazı sektörlerde güçlü bağlar gözlenirken, bazıları arasında hiçbir ilişki tespit edilemediğinden araştırma, sektör-temelli yaklaşımların önemine dikkat çekmektedir. Çalışmada ROA, ROE, cari oran, borç/varlık oranı, brüt kar marđı gibi finansal göstergeler ile SY puanlarını birlikte değerlendirilmesi sonucu sürdürülebilirlik stratejilerinin sektörel özelliklere göre uyarlanması gerektiği ve genel geçer çözümlerin etkili olamayabileceği ortaya konmuştur.

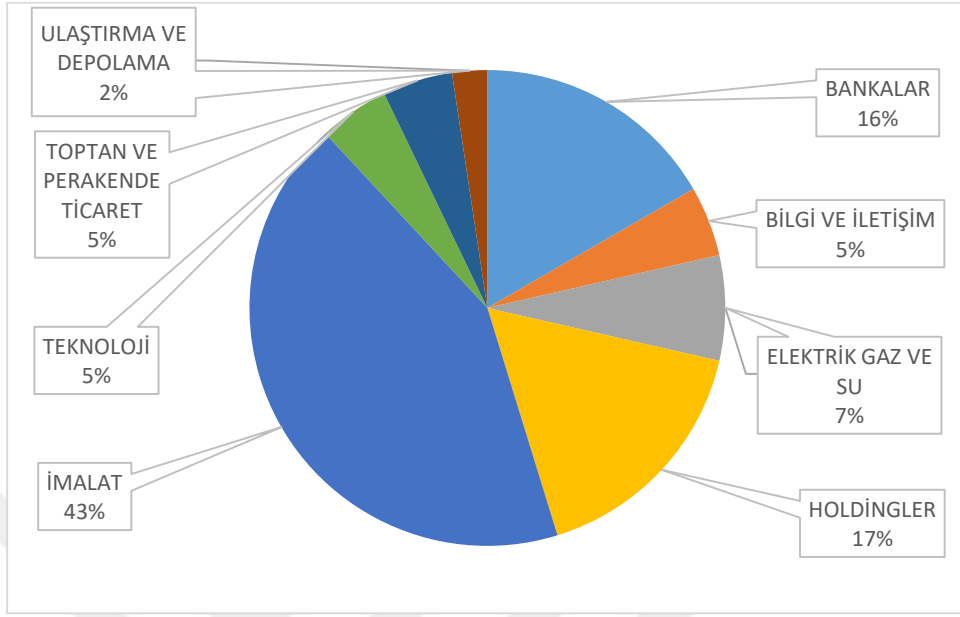
3. VERİ SETİ ve YÖNTEM

3.1. VERİ SETİ

Ekim 2024 itibarıyla BISTSE’de bulunan seksen iki firmadan, endekse dahil olma aralığı endeksin kuruluşu olan Kasım 2014 ile en geç Kasım 2018 olan yani beş yıl ve daha fazla süredir bu endekste yer alan kırk iki tanesi araştırma grubu olarak belirlenmiştir. Araştırma grubunun seçim kriteri en az beş senedir sürdürülebilirlik endeksinde firmanın yer alması olarak belirlenmiştir zira analizlerde son üç yıla ait kesinleşmiş mali veriler kullanılacağından firmaların verilerinin sektörleri ile kıyaslaması yapılırken endekse kabul için kriterleri sağlama amaçlı yapılan ilk masrafların mali verilere etkilerinden arınmış olmalarının beklenmesidir. Sürdürülebilirlik puanlamasında bulunan ÇSY faktörlerinin kısa vadede firmaların performans göstergelerini olumsuz yönde etkileyebileceğinden ve uzun dönemde getirilerin alınabileceğinden dolayı (Friedman, 1970; Fatemi & Fooladi, 2013; Friede vd., 2015; Clark vd., 2015; Sarwono, 2022; Wu, 2024) en az beş senedir sürdürülebilirlik endeksinde olma şartı eklenmiştir.

Borsa İstanbul’da işlem gören firmaların gruplandığı toplam ana sektör sayısı on bir olup çalışmaya konu ana sektör sayısı yedi, mali sektör alt kategorisi; bankalar ve holdingler ile çalışılacağından çalışma konusu sektör sayısı sekizdir. Sürdürülebilirlik endeksinde en az beş senedir yer alan firmalar çalışmaya dahil olduğu için tüm sektörler çalışma alanında yer almamaktadır. Elektrik Gaz ve Su, İmalat, Teknoloji, Toptan Perakende ve Ticaret, Ulaştırma ve Depolama, Bilgi ve İletişim ve Mali Kuruluşlar ana sektörleri çalışma alanında olup sadece Mali Kuruluşlar ana sektör verileriyle değil alt sektörleri olan Holdingler ve Yatırım Kuruluşları ve Bankalar olarak alt sektör verileriyle analiz yapılacaktır. Mali Kuruluşlar ana sektörünün alt sektör verileriyle çalışılmasının sebebi bankaların bilançoları diğer firmalardan farklı başlıklardan oluşmakta dolayısıyla aynı mali analiz ölçütleriyle değerlendirilmelerinin mümkün olmamasıdır. Banka bilançolarındaki başlıklara göre yapılacak analiz için sektör verileri Merkezi Kayıt Kuruluşundan (MKK) temin edilemediğinden halka açık firma verilerinin aritmetik ortalaması alınarak (Akgüç, 2008: 489) veri seti oluşturulmuştur. Bankacılık sektör verilerinin temini için Fastweb Mali Analiz web sitesinden (fwmanaliz.com) elde edilen borsada işlem gören halka açık 10 adet mevduat bankasının oranlarının aritmetik ortalaması alınmıştır.

Veri setinin 25.09.2024 itibarıyla sektörel dağılımı Şekil 3.1’dir.



Şekil 3.1. Veri Setinin Sektörel Dağılımı 25.09.2024

Çalışma konusu firmalar, BIST’de işlem gördükleri kodları ve sektörleri Çizelge 3.1’de alfabetik sıra ile listelenmiştir.

Çizelge 3.1. Veri Seti.

KOD	FİRMA ADI	SEKTÖR
AKENR	Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	ELEKTRİK GAZ VE SU
AKBNK	Akbank T.A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
AKSA	Aksa Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.	İMALAT
AKSEN	Aksa Enerji Üretim A.Ş.	ELEKTRİK GAZ VE SU
ARCLK	Arçelik A.Ş.	İMALAT
ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	TEKNOLOJİ
AYGAZ	Aygaz A.Ş.	İMALAT
BRISA	Brisa Bridgestone Sabancı Lastik San. ve Tic. A.Ş.	İMALAT
CCOLA	Coca-Cola İçecek A.Ş.	İMALAT
CIMSA	Çimsa Çimento San. Ve Tic. A.Ş.	İMALAT
DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR/HOLDİNGLER
DOAS	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.	TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET
EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	İMALAT
FROTO	Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.	İMALAT
GARAN	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
GLYHO	Global Yat. Holding	MALİ KURULUŞLAR/HOLDİNGLER
ISCTR	Türkiye İş Bankası A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
KCHOL	Koç Holding A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR/HOLDİNGLER
KORDS	Kordsa Endüstriyel İplik ve Kord Bezi San. ve Tic. A.Ş.	İMALAT
LOGO	Logo Yazılım San. Ve Tic. A.Ş.	TEKNOLOJİ
MGROS	Migros Ticaret A.Ş.	TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET
OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.	İMALAT
PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.	İMALAT
POLHO	Polisan Holding A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR/HOLDİNGLER
SAHOL	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR/HOLDİNGLER
SKBNK	Şekerbank Türk A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
HALKB	Türkiye Halk Bankası A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
TATGD	Tat Gıda Sanayi A.Ş.	İMALAT
TAVHL	TAV Havalimanları Holding A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR/HOLDİNGLER
TKFEN	Tekfen Holding A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR/HOLDİNGLER
TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	İMALAT
TUPRS	Tüpraş- Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	İMALAT
THYAO	Türk Hava Yolları A.O.	ULAŞTIRMA VE DEPOLAMA
TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.	BİLGİ VE İLETİŞİM
TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	İMALAT
TCELL	Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.	BİLGİ VE İLETİŞİM
ULKER	Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.	İMALAT
VAKBN	Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
VESTL	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	İMALAT
VESBE	Vestel Beyaz Eşya San. ve Tic. A.Ş.	İMALAT
YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	MALİ KURULUŞLAR / BANKALAR
ZOREN	Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	ELEKTRİK GAZ VE SU

İncelenen mali veriler firmaların 2021-2022-2023 yıllarına ait kesinleşmiş bilançolarından oluşmaktadır.

Analizi yapılacak firmaların son üç yıllık mali verileri eski adıyla Refinitiv olarak bilinen (Refinitiv) Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi tarafından 2024’de yapılan stres testlerini başarıyla geçen (LSEG, b) LSEG internet sitesinden (LSEG, a) 15.10.2024 tarihinde hem bilançolar hem de finansal oranlar olarak temin edilmiştir.

Bu çalışmada kullanılan sektör verileri; Türkiye Sermaye Piyasaları – Merkezi Saklama ve Veri Depolama Kuruluşu olan Merkezi Kayıt Kuruluşu AŞ’nin veri hizmetleri biriminden eposta ile talep sonrası 31.10.2024 tarihinde eposta ile dosya formatında temin edilmiştir. Bu verilerin doğruluğu, Veri Analiz Platformu (vap.org.tr) internet sitesinde ilan edilen verilerle kıyaslanarak kontrol edilmiştir.

3.2. YÖNTEM

Bu çalışmada, firmaların mali oranları önce karşılaştırmalı finansal analiz yöntemiyle değerlendirilecek, rasyolar benchmarking (kıyaslama) için sektör ortalamalarıyla kıyaslanarak güçlü ve zayıf yönler ortaya konacaktır. Daha sonra oranların dikey ve yatay analiz ile sektöre göre güçlü ya da zayıf olarak gözükten yönlerinin anlamlandırılmasına, sebeplerinin anlaşılmasına çalışılacak ardından sürdürülebilirlik uygulamalarının olası etkileri yorumlanacaktır.

Oran analizi, dikey analiz ve yatay analiz finansal tabloların etkin bir şekilde yorumlanmasında temel araçlardır. Yatay analiz, finansal verilerin birden fazla dönem boyunca karşılaştırılması yoluyla zaman içindeki eğilimlerin değerlendirilmesini sağlarken dikey analiz, her kalemi belirli bir temel büyüklüğe oranlayarak aynı dönem içindeki kalemler arasında karşılaştırma yapılmasına imkân tanır. Oran analizi de likidite, kârlılık ve borçluluk gibi çeşitli göstergeler aracılığıyla işletmelerin performansını ve finansal durumunu değerlendirmeye yardımcı olduğundan bu üç analiz yöntemini birden kullanmak bir işletmenin mali verilerinin yorumlanmasında en sağlıklı sonuçları verecektir (Subramanyam, 2014; Anggraini, 2022)

İşletmeler arası finansal performansı kıyaslamak için yüzde metodu ile analiz yöntemi anlam ifade etmesi açısından değerli ve faydalıdır (Akgüç, 2008: 370). Oranlar analizi, bilanço ve gelir tablosundaki kalemler arasındaki basit aritmetik ifadelerin yorumlanmasıdır. Oran analizi ile firmaların güçlü ve zayıf yanları

gözlemlenebilmektedir (Desmon & Meirinaldi, 2022: 199). Bilanço kalemleri arasındaki ilişkiler (rasyolar) mutlak değerlere kıyasla daha anlamlı olduğundan yorumlanmalarında her ne kadar tek başlarına bir anlam ifade etmeseler de aynı sektördeki işletmelerin benzer mali sorunlarla karşı karşıya kalma ihtimallerinden kaynaklı birden fazla rasyolarını karşılaştırma yaparak bir sonuca varmak mümkündür (Akgüç, 2008: 371-374). Oran analizinde diğer firma verileri ya da sektör verileri ile kıyaslama yaparak yorumlama ile bir karara varılması da anlamlıdır (Çabuk, 2019: 63).

Oran analizinde çok sayıda rasyo elde edilebilmekte ancak hangilerinin kullanılacağına seçimi literatürdeki popülerliğe ve araştırmacının çalışmasına uygun kabul ettikleri ile gerçekleştirilmektedir (Barnes, 1987: 455). Delen vd. (2013) özsermaye karlılığı ve aktif karlılığı bağımlı değişken olarak bunlara en çok etki eden finansal oranları incelediklerinde net kar marjı ile vergi öncesi karın özsermayeye oranının en belirleyici oranlar olduklarını tespit etmişlerdir. Bu çalışmada aktif devir hızı, ROA, ROE ve net kar marjı oranları tüm firmalarda sektör verileriyle kıyaslanacak olup tanımları Çizelge 3.2’dedir.

Çizelge 3.2 Tüm Sektörlerde Kullanılan Ortak Rasyolar.

Oran	Tanım	Referans
Aktif Devir Hızı	Varlıkların satışa dönüşme etkinliğini ölçen temel bir finansal orandır. Toplam satışların veya gelirlerin ortalama toplam varlıklara bölünmesiyle hesaplanır. Yüksek aktif devir hızı, şirketin varlıklarını daha verimli kullandığını ifade eder.	(Patin vd., 2020; Andreas vd., 2021; Lumapow & Tumiwa, 2017)
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Karlılığı-ROE) (%)	Yatırılan sermayenin kârlılığını ölçer, yatırımcı cazibesini belirler. Vergi sonrası net kârın toplam özsermayeye bölünmesiyle elde edilen oranı ifade eder.	(Desmon & Meirinaldi, 2022; Subagio, 2024; Raza vd., 2012)
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Karlılığı-ROA) (%)	Toplam varlıkların kârlılığını ve kaynak kullanma etkinliğini ölçer. Vergi sonrası net kârın toplam varlıklara bölünmesiyle hesaplanır.	(Singh vd., 2024; Sukmadewi, 2020; Hsu & Boggs, 2003)
Net Kâr Marjı (%)	Gelirlerden tüm giderler çıkarıldıktan sonra elde edilen net kârın, toplam satış gelirlerine oranını ifade eder. Satış tutarının yüzde kaçının kar olarak kaldığını yani finansal verimliliği gösterir.	(Melani vd., 2023; Widiasmara vd. 2022; Saksonova, 2014; Gupta & Dongre, 2024)

Bu çalışmada kullanılan, tüm firmalarda ortak analiz edilen rasyolara ek olarak bankalar hariç tüm işletmelerin kendi sektör verileriyle kıyaslanan rasyoları stok devir hızı, ticari alacak devir hızı, borçluluk oranı, cari oran, likidite oranı, esas faaliyet kar marjı, brüt kar marjı hesaplanacaktır. Tanımları Çizelge 3.3’dedir.

Çizelge 3.3. Finansal Olmayan Sektörlerde Sektörlerde Kullanılan Rasyolar.

Oran	Tanım	Referans
Stok Devir Hızı	Stokların etkin yönetilip yönetilmediğini ve işletmenin stok verimliliğini ölçmek için kullanılır. Bir mali yıl içerisinde stokların yenilenme sayısını ifade eder. Satılan Ürünlerin Maliyeti / Ortalama Stok (dönem başı ve dönem sonu stoklarının aritmetik ortalaması)	(Ercan, 2013; Kwak, 2019; Lee vd., 2015)
Ticari Alacaklar Devir Hızı	Alacakların bir mali yıl içerisinde kaç kez tahsil edildiğini gösterir. Bu oran, şirketin kredi satışlarından ne kadar hızlı ve etkin bir şekilde nakit tahsil ettiğini ölçer ve işletmenin likidite durumu ile alacak yönetimi etkinliğini gösterir.	(Gorczyńska, 2011; Purwanti 2019; Yusup & Hariani, 2023)
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%) (Borçluluk Oranı)	Finansal istikrarı ve borç ödeme kapasitesini izah eder. Kaldıraç Oranı da denir. Toplam varlıkların yüzde kaçının borç (kısa ve uzun vadeli yükümlülükler) ile finanse edildiğini gösterir.	(Husna & Satria, 2019; Beaver, 1966; Utami, 2017; Higgins, 2012)
Cari Oran	Kısa vadeli borçları ödeme gücü olarak kısa vadeli finansal gücü izahta kullanılan bir likidite oranıdır. Dönen varlıkların (nakit, alacaklar, stoklar vb.) cari borçlara oranıdır.	(Bowlın, 1963; Beaver, 1966; Ravisankar vd., 2011; Kaya vd., 2024)
Likidite (Asid-Test) Oranı	Kısa vadeli yükümlülüklerin likit varlıklarla karşılanma kapasitesini ölçmek için kullanılır. Dönen varlıklardan en az likit olan stokların çıkarılması sonrası kısa vadeli borçlara bölünmesi ile elde edilir.	(Lalithchandra & Rajendhiran, 2021; Whittaker, 1990; Costea & Hostiu, 2009)
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	Faaliyetlerin verimliliğini ölçmede kullanılan bu oran temel operasyonlardan kar yaratma gücüdür. Satış gelirlerinden satışların maliyeti ve faaliyet giderleri (pazarlama, genel yönetim, Ar-Ge vb.) çıkarıldıktan sonra kalan kârın satışlara oranıdır.	(Choiriyah vd., 2020; Anggraini vd., 2023; Andoko & Angeline, 2023)
Brüt Kâr Marjı (%)	Ana faaliyetten elde edilen gelirle bu faaliyet için katlanılan maliyet arasındaki ilişkidir. Mallarının maliyetini ödedikten sonra satışlardan geriye kalan yüzdelik oranı ölçer.	(Nariswari & Nugraha 2020; Iliemena vd., 2023; Robinson vd. 2012)

Bankalar, diğer sektörlerdeki firmalarla beraber ortak kullanılan dört rasyoya ek olarak çizelge 3.4’de bulunan rasyolarla analiz edilecektir.

Çizelge 3.4. Bankalar Sektöründe Kullanılan Analiz Rasyoları.

Oran	Tanım	Referans
Dönen Varlık Hızı (Çalışma Sermayesi Devir Hızı)	Bankanın kısa vadeli varlıklarını ne kadar etkin kullandığını ve dönen varlıkların bir hesap dönemi içerisinde kaç kez yenilendiğini ortaya koyan likidite yönetimini anlatan rasyodur. Net Faaliyet Gelirlerinin ortalama Dönen Varlıklara bölünmesi ile hesaplanır.	(TCMB; Akkaya ve Demireli, 2010)
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	Net satışların maddi duran varlıklara bölünmesi yoluyla hesaplanır ve maddi yapıya sahip iktisadi kıymetlerin ne kadar etkin kullanıldığını gösterir.	(Amalia vd., 2024; Çabuk, 2019; Budianto & Dewi, 2023)
Alınan Krediler / Aktif (%)	Varlıkların ne kadarının banka kredileriyle finanse edildiğini gösterir ve banka kredilerinin aktif toplamına bölünmesi yoluyla hesaplanır.	(Lohven & Adamu, 2023; Çabuk, 2019)
Alınan Krediler / Özkaynaklar (%)	Borç dengesi yeterliliğini gösteren oran kaldıraç oranını etkileyen bir faktördür. Alınan kredilerin (yabancı kaynakların) özkaynaklara bölünmesi ile bulunur.	(Tarsono vd. 2025; Pattanayak, 2013)
Özsermaye / Mevduat (%)	Bankacılık sektöründe finansal sağlamlığı ve fonlama yapısının kalitesini ölçme amacıyla, bankanın kısa vadeli mevduat giriş çıkışından etki riskini değerlendirmek ve mevduat çekme potansiyelini ölçmek için kullanılır. Özsermayenin toplanan mevduatlara bölünmesi ile bulunur.	(Schmitz & Wolff, 2005; Karim vd., 2014; Li vd., 2016; Schmitz, 2007)
Özsermaye / Krediler (%)	Kırılmalı, bankanın verdiği kredilere karşı ne kadar sermayeye sahip olduğunu gösterir. Kredi riski ile sermaye gücü arasındaki ilişkiyi ortaya koyar. Özsermayenin kredilere bölünmesi ile elde edilir.	(Hughes & Mester 1993, Karim vd., 2014; Farag vd., 2013; Santomero & Watson, 1977)
Kredilerden Alınan Faizler / Ortalama Krediler (%)	Kredi portföyünün karlılığı ve kredi faaliyetlerinin verimliliğini ölçer. Bankaların kullandığı krediler üzerinden elde ettikleri faiz gelirlerinin, ortalama kredi stokuna oranını ifade eden bir finansal göstergedir.	(Teshome vd., 2018; Suartini & Nurdiansyah, 2016; Göktürk & Yalçınkaya, 2023; Maudos & Solís, 2009)

Mali olmayan sektörler için kullanılan mali analiz rasyoları ve gruplandırmaları Çizelge 3.5’de listelenmektedir.

Çizelge 3.5. Bankalar Hariç Sektörler için Kullanılan Mali Analiz Rasyoları.

ORAN GRUBU	ORAN
Faaliyet Oranları	Aktif Devir Hızı
	Stok Devir Hızı
	Alacak Devir Hızı
Mali Yapı Oranı	Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%) (Kaldıraç oranı)
Likidite Oranları	Cari Oran
	Likidite (Asit-Test) Oranı
Karlılık Oranları	Özkaynak Karlılığı
	Aktif Karlılığı
	Faaliyet Kar Marjı
	Brüt Kar Marjı
	Net Kar Marjı

Bankalar için kullanılan mali analiz rasyoları ise Çizelge 3.6'da gruplanmaktadır.

Çizelge 3.6. Bankalar Sektöründe Kullanılan Mali Analiz Rasyoları.

ORAN GRUBU	ORAN
Faaliyet Oranları	Dönen Varlık Hızı
	Maddi Duran Varlık Hızı
	Aktif Devir Hızı
	Kredilerden Alınan Faizler / Ortalama Krediler (%)
Mali Yapı Oranları	Alınan Krediler / Aktif (%)
	Alınan Krediler / Özkaynaklar (%)
	Özsermaye / Mevduat (%)
	Özsermaye / Krediler (%)
Karlılık Oranları	Aktif Karlılığı (%)
	Özsermaye Karlılığı (%)
	Net Kâr Marjı (%)

4. BULGULAR VE TARTIŞMA

4.1 ELEKTRİK GAZ VE SU SEKTÖRÜ ANALİZİ

Elektrik Gaz ve Su Sektöründe BISTSE’de yer alan ve en az beş senedir endekse dahil olan üç firma bulunmaktadır. Aksa Enerji Üretim A.Ş., Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. çalışmamızda yer almaktadır.

4.1.1 Aksa Enerji Üretim A.Ş.

Aksa Enerji şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu elektrik, gaz ve su sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.1’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile, sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.1. Aksa Enerji Üretim A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

AKSA ENERJİ ÜRETİM A.Ş.	AKSEN			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,59	2,3	0,92	0,58	0,68	0,33
Stok Devir Hızı	41,37	280,29	64,94	72,2	79,04	57,08
Ticari Alacaklar Devir Hızı	2,26	8,31	3,37	10,44	11,51	6,06
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	24,08	25,69	27,42	39,4	49,62	51,64
Cari Oran	1,24	1,43	1,14	1	1,18	1,13
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,18	1,41	1,1	0,83	0,94	0,95
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	13,31	22,02	17,49	22,41	31,64	13,77
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	10,23	16,55	12,17	11,5	16,45	4,37
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	18,5	11,59	13,59	19,91	38,88	49,24
Brüt Kâr Marjı (%)	20,51	12,16	14,97	20,32	35,35	31,78
Net Kâr Marjı (%)	17,36	7,21	13,21	26,63	33,53	29,44

Faaliyet Oran Analizi:

Aksa Enerji’nin faaliyet oranlarında yıllar itibarıyla dikkat çekici dalgalanmalar göze çarpmaktadır. 2022’de aktif devir hızı 2,3 gibi yüksek bir seviyeye ulaşmışken, 2023’te bu oran 0,59’a gerilemiştir. Benzer biçimde, stok devir hızı 2022’deki ekstrem seviye olan 280,29’dan son sene 41,37’ye gerilemiş, ticari alacaklar devir hızı da 2022’de 8,31 iken 2023’te 2,26’ya düşmüştür. Bu değişkenlik çevresel faktörler ve operasyonel ölçek değişimlerinin, kısa vadeli performans göstergeleri üzerindeki etkilerini (Brigham &

Ehrhardt, 2016) teyit etmektedir. Bu durum şirketin faaliyet yapısında dönemsel dalgalanmalara açık bir yapı olabileceği ihtimalini düşündürürken son sene faaliyet oranlarının tamamında gerileme yaşanırken kar marjlarında artış olması, firmanın müşterilerinde eleme yaparak, piyasa riskini düşürerek daha güvencikleri firmalara zaten sektöre göre daha likit olan firmanın daha uzun vadeli satışlar yapmayı tercih ettikleri şeklinde de yorumlanabilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Son üç yıllık eğilimler Aksa Enerji'nin toplam yükümlölükler / varlıklar oranının azalan bir trendde olduğunu göstermektedir. Bu durum, şirketin borç finansmanına olan bağımlılığını azalttığını ifade ettiğinden daha özkaynak odaklı bir finansal yapı benimsediği anlaşılmaktadır. Kaldıraç oranını düşürmesi firmanın özkaynak kazancından feragat etmesi anlamına gelebilir ki Aksa Enerji özkaynak getirisinde sektör ortalamalarının altında seyrettiği gözlemlenmekte dolayısıyla risk yönetimi açısından tutarlı bir politika izleyerek borçlarını stratejik şekilde azalttığını söylenebilir. Bu eğilim, sürdürülebilir büyüme ve uzun vadeli risk azaltma açısından olumlu bir gelişmedir (Damodaran, 2012:476).

Likidite Oran Analizi:

Şirketin likidite oranları son üç yıl boyunca sektör ortalamalarının üzerinde seyrediyor olması şirketin kısa vadeli borç ödeme kapasitesinin güçlü olduğunu ve ani nakit çıkışlarına, krizlere karşı likit varlık rezervlerinin daha güçlü seviyede bulunduğunu göstermektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Firmanın özkaynak ve aktif karlılığı sektör trendine paralel önce artış sonra azalış yaşamış olup özkaynak karlılığı tüm dönemlerde sektör ortalamalarının altında seyretmiştir. Aktif karlılığı, stok devir hızının yüksek olduğu yıllar sektörün üzerindeyken son sene o da hızlı düşüşe eşlik etmiş durumdadır. Kar marjlarının tamamında firma sektör trendinden bağımsız hareket ederek son sene ciddi bir oransal yükseliş yaşarken brüt kar marjı hariç diğerleri sektörün üzerine çıkamamışlardır.

Genel Değerlendirme:

Aksa Enerji'nin son üç yıllık tablosu incelendiğinde stok devir hızını ani düşürerek piyasa riskini, borçlarını azaltarak faiz riskini azaltmaya çalıştığı, likiditesini sürekli yüksek

tutarak bir kriz beklentisi içerisinde olup hazırlıklı olmaya çalıştığı izlenimi edinilmekte ve tüm bunları yaparken son sene karlılığını yükseltmesi de şirketin kârlılığı yeniden inşa etme yeteneğini ortaya koymaktadır. Bir firmanın tek amacının özkaynak karlılığı olduğu yaygın olarak değerlendirilse de zaman, değer ve risk analizi ile sürdürülebilirliği incelemek asıl amaç olmalıdır (Higgins, 2012: 53-57) felsefesine Aksa Enerji uygun bir görünüm çizmektedir. Hepsi beraber değerlendirildiğinde de yönetsel etkinliğin zamanla finansal yapıya yansıdığı yorumu yapılabilir.

4.1.2 Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.

Akenerji şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu elektrik, gaz ve su sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.2’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile, sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.2. Akenerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	AKENR			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,63	1,28	0,39	0,58	0,68	0,33
Stok Devir Hızı	198,61	707,62	393,02	72,2	79,04	57,08
Ticari Alacaklar Devir Hızı	10,24	15,88	14,08	10,44	11,51	6,06
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	49,41	50,94	70,5	39,4	49,62	51,64
Cari Oran	0,31	1,11	0,96	1	1,18	1,13
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,29	1,1	0,95	0,83	0,94	0,95
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	29,8	21,23	-	22,41	31,64	13,77
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	13,52	8,27	-25,5	11,5	16,45	4,37
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	5,24	6,81	13,19	19,91	38,88	49,24
Brüt Kâr Marjı (%)	6,36	7,55	15,34	20,32	35,35	31,78
Net Kâr Marjı (%)	21,29	6,44	-64,58	26,63	33,53	29,44

Faaliyet Oran Analizi:

AK Enerji'nin aktif devir hızı her üç senede de sektörün üzerinde seyretmiş olup stok devir hızı (198,61) ile sektör ortalamasının (72,20) oldukça üzerindedir ki önceki sene performanslarındaki daha da yüksek farklarla verimliliği gözlemlenmektedir. Bu durum stokların ya çok etkin şekilde yönetildiğini ve stok maliyetlerinin minimize edildiğini ya da yetersiz stokla çalıştığını ifade edebilir ancak enerji sektöründe yüksek stoklu çalışma çok yüksek maliyet gerektireceğinden etkin şekilde yönetildiği kabul edilebilir. Alacak

devir hızı son sene sektör ortalamasına çok yakın kalmış olsa da önceki seneler sektörden iyi performans gösterdiğinden sürdürülebilirlik uygulamalarının işletmenin operasyonel süreçlerinde dolayısıyla da faaliyet performansına olumlu etki ettiği söylenebilmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı (%49,41) varlıkların yaklaşık yarısının yükümlülükle finanse edilmesiyle borç odaklı bir model ortaya koymaktadır. Bu durum sektöre kıyasla daha yüksek olmakla birlikte, borçlanma her sene daha azaldığı bir tablo çizmekte ve sektörün de genel yıllar itibarıyla %40-50 civarı oranlarda seyretmesi sektörün borçla büyüme stratejisini tercih ettiğini gösterebilir. Bu oran dramatik düzeyde olmadığı için, iyi yönetildiği sürece finansal yapıyı tehlikeye atmayan bir yapı arz edebilir. Sürdürülebilirlik uygulamalarının mali yapıya etkisinin olmadığı ya da 2021’de zarar etmesi ve kar marjlarının sektörün altında seyretmesine rağmen finansman kaynağı bulabilmesine katkı sağladığı şeklinde de yorumlanabilir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran (0,31) ve likidite oranı (0,29) sektör ortalamalarının oldukça altında yer almakta, bu durum kısa vadeli finansal yükümlülüklerin karşılanmasında zorluk yaşanma riskine işaret ederek bu alanda kırılganlık taşıdığını göstermektedir. Likiditenin önceki senede sektör ortalamasının üzerinde olması sonrası son senedeki dramatik düşüşü artan özkaynak ve aktif karlılığıyla beraber değerlendirildiğinde nakdin verimli olacak şekilde kullanılmasının tercih edildiği şeklinde yorumlanabilir. Sürdürülebilirlik uygulamalarının likidite oranları etkisi yok gibi gözükse de ani düşüş sonrası karlılığa yansıyan değişim sürdürülebilirliğin yönetim boyutundaki karar alma mekanizmalarının etkisi olarak da değerlendirilebilir.

Kârlılık Oran Analizi:

Net kâr marjı (%21,29) ve özsermaye kârlılığı (%29,8) ile sektör ortalamasının (%26,63 ve %22,41) üzerinde bir performans göstermektedir. Bu durum, şirketin kaynaklarını etkin kullanarak yüksek gelir elde ettiğini ortaya koymaktadır ancak kârlılıktaki bu başarı, düşük likidite ile birlikte değerlendirildiğinde, tercihen mi gerçekleştiği yoksa bir risk dengesizliğinden mi hususuna dikkat edilmesi gerektiği anlaşılmaktadır.

Genel Değerlendirme:

AK Enerji'nin özkaynak ve aktif kârlılığı son sene koruma başarısına rağmen, bu oranların önceki yıllardaki düşüklüğü ve kar marjlarındaki sektöre kıyasla çok gerideyken son üç yılda sürekli büyük iyileşme gösteriyor olması faaliyetlerindeki verimlilikle desteklendiğinden firmanın uyguladığı sürdürülebilirlik kriterlerinin likidite alanında sorunları çözemesi de mali performansı sürdürülebilir kıldığı söylenebilir.

4.1.3 Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

Zorlu Enerji şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu elektrik, gaz ve su sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.3'de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.3. Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

ZORLU ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	ZOREN			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,24	0,51	0,41	0,58	0,68	0,33
Stok Devir Hızı	26,79	47,48	63,78	72,20	79,04	57,08
Ticari Alacaklar Devir Hızı	2,41	4,29	3,75	10,44	11,51	6,06
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	43,14	48,1	67,12	39,40	49,62	51,64
Cari Oran	0,63	0,6	0,68	1,00	1,18	1,13
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,61	0,57	0,66	0,83	0,94	0,95
Özkaynak Kârlılığı (%)	30,03	23,6	-0,14	22,41	31,64	13,77
Aktif Kârlılığı (%)	9,33	9,53	-0,56	11,50	16,45	4,37
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	12,47	10,64	20,3	19,91	38,88	49,24
Brüt Kâr Marjı (%)	12,33	13,56	15,46	20,32	35,35	31,78
Net Kâr Marjı (%)	39,52	18,81	-1,37	26,63	33,53	29,44

Faaliyet Oran Analizi:

Zorlu Enerji'nin aktif devir hızı, 2023'te 0,24 gibi düşük bir seviyeye gerilemişken, sektör ortalaması 0,58 ile iki katı seviyededir. Aktif devir hızı, şirketin varlıklarını satışa dönüştürme verimliliğini gösteren önemli bir oranken Zorlu Enerji'nin sektörden belirgin şekilde düşük bir aktif devir hızına sahip olması, şirketin varlıklarını daha az verimli kullandığını ve bu durumun sürdürülebilirlik stratejilerinin kısmi verimlilik kayıplarına yol açmış olabileceğini düşündürmektedir. Bu sonuç, sürdürülebilirlik stratejilerinin bazen kısa vadeli satış verimliliğini olumsuz etkileyebileceği şeklinde yorumlanabilir. Zorlu Enerji'nin stok devir hızı, 2023'te 26,79 ile 2021'deki 63,78 oranına kıyasla önemli

bir azalma göstermiştir. Sektör ortalaması ise 72,20 ile Zorlu Enerji'nin oldukça üzerindedir. Bu düşüş, Zorlu Enerji'nin stoklarını daha yavaş çevirdiğini ve stok yönetiminde etkinlik kaybı yaşadığını göstermektedir. Sürdürülebilirlik stratejilerinin işletme süreçlerine entegrasyonu, kısa vadeli verimlilikten ziyade daha uzun vadeli çevresel ve sosyal hedeflere odaklanma eğiliminde olabileceğinden stok yönetimi gibi operasyonel verimlilik alanlarında potansiyel aksaklıklara neden olabilir şeklinde yorumlanabilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Zorlu Enerji'nin ticari alacaklar devir hızı 2023'te 2,41 iken, sektör ortalaması 10,44'tür. Bu oran, Zorlu Enerji'nin alacaklarını tahsil etme hızının sektörün çok altında olduğunu göstermektedir. Düşük alacak devir hızı, şirketin alacaklarını tahsil etmede etkinlik problemi yaşadığını ve bu durumun likidite sorunlarına yol açabileceğini düşündürmektedir. Alacak kalitesinin de değerlendirmede dikkate alınması gerektiğinden mevcut durumun yorumlanmasında sürdürülebilirlik uygulamalarının, şirketin finansal esnekliğini ve kısa vadeli nakit akışını olumsuz etkileyebileceği olasılığı kabul edilebilir. Uzun vadeli projeler ve kamuya satış gibi özellikli durumlar sürdürülebilirlik stratejilerinin kazanımları olabilecekken sonuçları ise firmanın faaliyet verimliliğinde düşüşe sebep olabileceği şeklinde yorumlanabilir.

Likidite Oran Analizi:

Zorlu Enerji'nin cari oranı 2023'te 0,63, likidite oranı ise 0,61 ile sektör ortalamalarından düşük kalmaktadır (sektör ortalamaları sırasıyla 1,00 ve 0,83). Bu, Zorlu Enerji'nin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamakta zorlanabileceğini ve likidite risklerinin arttığını göstermektedir. Sürdürülebilirlik stratejilerinin, özellikle çevresel ve sosyal yatırım gereksinimlerinin kısa vadeli likidite üzerinde baskı oluşturabileceği düşünülmektedir. Bu durum, sürdürülebilirlik odaklı şirketlerin finansal esneklik açısından bazı zorluklarla karşılaşabileceğini göstermektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Zorlu Enerji'nin özkaynak kârlılığı oranı 2023'te %30,0 ile sektör ortalaması olan %22,41'in oldukça üzerinde bir performans sergilemiştir. Bu durum, Zorlu Enerji'nin özkaynaklarını verimli kullanarak yüksek kârlılık elde ettiğini göstermektedir. Sürdürülebilirlik stratejilerinin, şirketin finansal performansı üzerinde olumlu bir etkisi olduğu ve sürdürülebilir büyüme hedeflerinin kârlılıkla uyumlu bir şekilde

gerçekleştirilebileceği anlaşılmaktadır. Yüksek özkaynak kârlılığı, sürdürülebilirlik uygulamalarının kârlılığı artırma potansiyeline sahip olduğunu gösterebilir. Zorlu Enerji'nin aktif kârlılık oranı ise 2023'te %9,3 ile sektör ortalaması olan %11,5'ten daha düşük kalmıştır. Bu oran, şirketin varlıklarını kâra dönüştürme verimliliğinin sektöre göre daha zayıf olduğunu göstermektedir. Sürdürülebilirlik stratejileri bazen kâr marjlarını olumlu yönde etkilese de, varlık kullanım verimliliğini düşürebilmektedir. Bu durum, şirketin sürdürülebilirlik odaklı operasyonlarının kârlılığı artırmada daha uzun vadeli faydalar sağladığına işaret etmektedir. Zorlu Enerji'nin net kâr marjı 2023'te %39,5 ile sektördeki %26,63'lük oranı önemli ölçüde aşmıştır. Bu yüksek net kâr marjı, şirketin sürdürülebilirlik stratejileri doğrultusunda güçlü bir kârlılık sergilediğini göstermektedir. Sürdürülebilirlik endeksine dahil olan şirketlerin uzun vadede daha düşük çevresel ve sosyal maliyetler, vergi avantajları ve artan yatırımcı ilgisi ile yüksek kâr marjları elde edebileceği öngörülebilir.

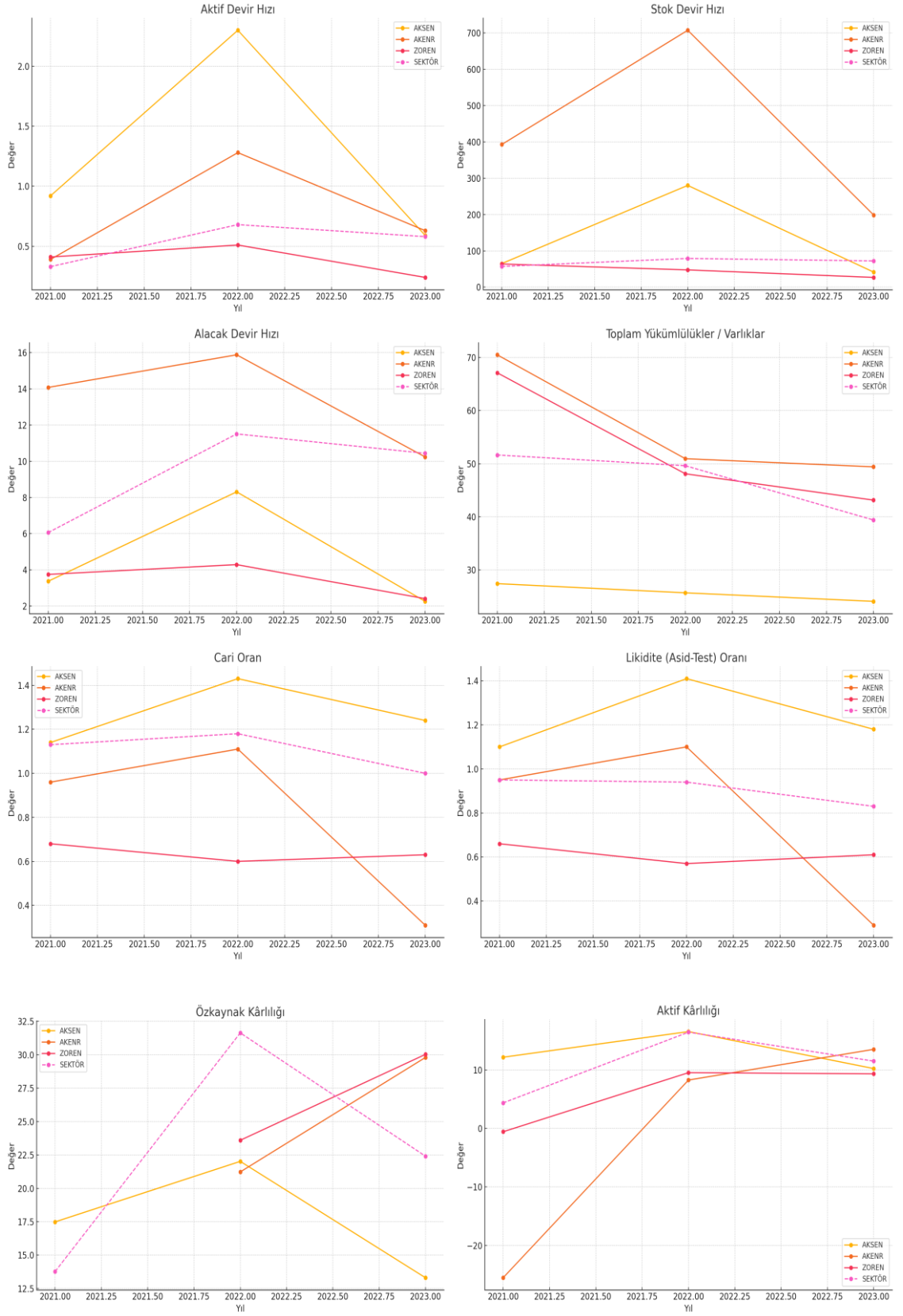
Genel Değerlendirme:

Yapılan analiz, Zorlu Enerji'nin sürdürülebilirlik stratejilerinin finansal performansı ile etkileyen karmaşık bir ilişki içinde olduğunu ortaya koymaktadır. Şirketin bazı finansal göstergeleri (net kâr marjı, özkaynak kârlılığı) oldukça güçlü bir performans sergilerken, diğer göstergeler (özellikle faaliyet oranları) sektör ortalamalarının oldukça gerisindedir. Bu, sürdürülebilirlik uygulamalarının, şirketin kârlılığını artırma konusunda olumlu etkiler yaparken, operasyonel verimlilik ve likidite yönetimi açısından bazı zorluklar doğurabileceği ve sürdürülebilirlik endeksindeki firmaların finansal performanslarının, kısa vadeli verimlilik ve uzun vadeli sürdürülebilirlik hedefleri arasında yönetimsel kararlarının ne kadar önemli hale geldiğini göstermektedir (Nuche vd., 2024).

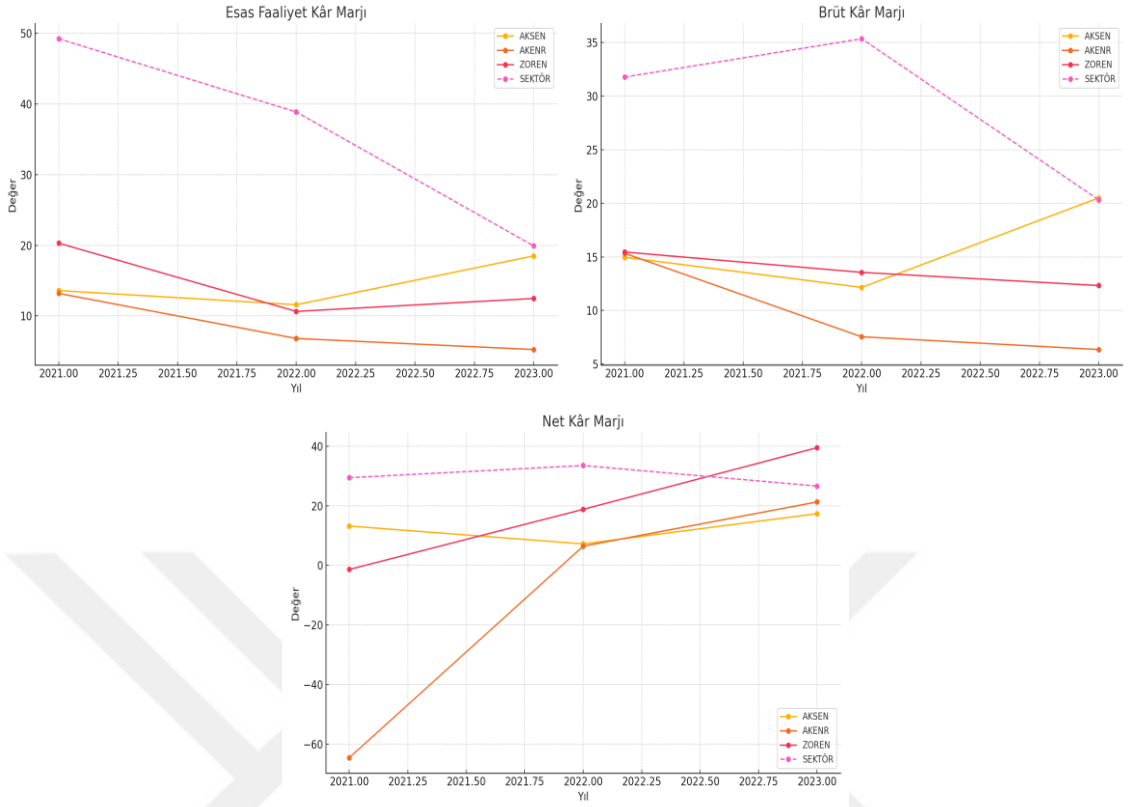
4.1.4 Elektrik, Gaz ve Su Sektörünün Genel Değerlendirmesi

Sürdürülebilirlik uygulamalarının elektrik gaz ve su sektöründe faaliyet ve mali yapı oranlarında nispeten etkili olduğu, likidite ve karlılık oranlarında ise etkili olmadığı gözlemlenirken sektörün yıllar içerisinde karlılık oranlarında düşüş trendinin aksine çoğunluğun trendinin yukarı yönlü olması, sürdürülebilirliğin katkısı olarak değerlendirilebilir. Çizelge 4.4'de rasyo bazında sektör ve firmaların gerçekleştirmeleri bulunmaktadır.

Çizelge 4.4. Elektrik, Gaz ve Su Sektörü Genel Değerlendirmesi.



Çizelge 4.4. (devam) Elektrik, Gaz ve Su Sektörü Genel Değerlendirmesi.



4.2 BİLGİ VE İLETİŞİM SEKTÖRÜ ANALİZİ

Bilgi ve iletişim sektöründe BISTSE’de yer alan ve en az beş senedir endekse dahil olan iki firma bulunmaktadır. Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. ve Türk Telekomünikasyon A.Ş. çalışmamızda yer almaktadır.

4.2.1 Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.

Turkcell şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu bilgi ve iletişim sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.5’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.5. Turkcell İletişim Hizmetler A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TURKCELL İLETİŞİM HİZMETLERİ A.Ş.	TCELL			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,44	0,61	0,59	0,66	0,54	0,49
Stok Devir Hızı	163	216	109	72,36	48,36	N/A
Ticari Alacaklar Devir Hızı	5,19	6,54	4,9	7,08	5,45	3,52
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	34	37,8	52	44,56	47,54	18,64
Cari Oran	1,78	1,59	1,73	2,05	2,82	8,11
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,77	1,58	1,71	1,8	2,34	7,98
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	11,8	13,2	12,5	-15,33	25,29	6,66
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	4,38	3,95	8,24	-11,46	12,02	5,42
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	9,24	4,51	22,2	1,03	-1,3	-2,56
Brüt Kâr Marjı (%)	21,2	12,6	29,8	11,97	18,72	18,65
Net Kâr Marjı (%)	9,86	6,46	14	-27,47	15,9	10,99

Faaliyet Oran Analizi:

Turkcell'in aktif devir hızı ve ticari alacak devir hızı son sene hariç sektörün üzerindeyken stok devir hızı tüm senelerde sektörün minimum iki katından daha başarılı performans gerçekleştirmiş olduğundan faaliyetlerini genel olarak sektörden daha yüksek verimlilikle gerçekleştirdiği söylenebilir. Bu, şirketin stok yönetimi konusundaki etkinliğini ve nakde dönüşüm sürecindeki verimliliğini göstermektedir. Şirketin stok ve envanter yönetimindeki başarısı, sermaye kullanım verimliliğini desteklerken, alacak tahsilat sürecindeki uzamalar düşük likidite oranlarına sahip firmada sürdürülebilir nakit yönetimi açısından iyileştirme potansiyeli taşımaktadır yorumu yapılabilir ancak 2023 yılında karlılığının önceki seneye göre hem kendi içinde hem sektöre kıyasla iyileşmesi, son sene gerileyen iki faaliyet oranının da yönetsel bir tercihle stratejik olarak yapılmış olabileceğini düşündürmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Turkcell'in borçlanma oranı 2021 sonrası dramatik düşüşle sektör ortalamasının altına inmiş olup şirketin daha düşük dış kaynakla faaliyet yürüttüğünü ve borçlanmaya olan bağımlılığının az olduğunu göstermektedir. Borç yükünün düşük olması, olası faiz dalgalanmaları ve ekonomik belirsizlikler karşısında firmanın daha dirençli olduğunu ortaya koyarak sürdürülebilirliğini desteklemektedir ki kaldıraç oranını düşürmesi ile potansiyel kardan da vazgeçmediğini artan karlılık oranları göstermektedir. Sürdürülebilir başarı için kriz dönemlerine hazırlıklı olmak için kısa vadeli yükümlülüklerin yönetilebilir boyutta olması en önemli faktörlerden biridir (Wickström

& Danielsson, 2014; Higgins, 2012:45). Turkcell'in borç oranı, sürdürülebilir sermaye yapısı için gerekli olan düşük riskli finansal dengeyi sağlayarak şirketin uzun vadeli büyüme stratejileri açısından finansal dayanıklılık sağlamaktadır yorumu yapılabilir.

Likidite Oran Analizi:

2023 yılında cari oran 1,78 ve likidite oranı 1,77 ile her iki oran da sektörün altında olmasına rağmen (örneğin sektör cari oranı: 2,05), 1'in üzerinde olmaları nedeniyle kısa vadeli yükümlülüklerin karşılanması açısından firmanın direnç gücü olduğu söylenebilir. Her ne kadar klasik analizciler cari oranı sektör oranı gibi 2'nin üzerinde olmasını bekleseler de Turkcell'in oranı gibi bir orana inmek verimlilik için kabul edilebilir bir tercih olarak değerlendirilebilir (Damodaran, 2012:49). Turkcell'in mevcut likidite düzeyi bu bağlamda sürdürülebilir olsa da, sektörün üzerinde likiditeye sahip rakipler karşısında fırsatları değerlendirme gibi rekabetçi avantaj sağlama açısından firmayı geride bırakma riski taşıyabilir yorumu yapılabilecekken karşılaştırmalı analiz yapıldığında sektördeki oranların yıllar içerisinde dalgalı, Turkcell'in kendi içerisinde daha tutarlı bir seyri olduğu gözlemlenmekte ayrıca sektör oranları son sene gerilerken Turkcell'de artış görülmesi sürdürülebilirlik kriterleri içerisinde de yer alan yönetişimin başarısı olarak değerlendirilebilir.

Kârlılık Oran Analizi:

Turkcell'in özkaynak kârlılığı %11,8, aktif kârlılığı %4,38 ve net kâr marjı %9,86'dır. Bu oranlar sektör ortalamalarının oldukça üzerindedir (örneğin sektör net kâr marjı: -27,47). Sektörde her üç senede de bazı karlılık oranlarında negatif sonuçlar varken Turkcell'de istisna olmamasından kaynaklı istikrar olduğu söylenebilir. Sektör ortalamasının negatif olması, pazarda genel bir mali baskı olduğunu gösterirken, Turkcell'in bu baskıya direnebilme gücü pazar hakimiyeti olduğunu düşündürmektedir. Kârlılık, sadece yatırımcılar için değil, aynı zamanda Ar-Ge, dijital dönüşüm ve sosyal yatırımlar gibi sürdürülebilirlik temelli yatırımların finansmanında da kilit rol oynadığından Turkcell'in karlılıkta sektörden iyi durumda olması değer yaratma ve uzun vadeli performans açılarından güçlü bir rekabet avantajı ve sürdürülebilir büyüme kapasitesini yansıtmaktadır.

Genel Değerlendirme:

Turkcell likiditesini sektörün hafifçe altında olmasına rağmen istikrarı, borçlanmasını düşürürken karlılığını arttırabilme gücü, faaliyetlerini genel olarak verimli yönetiyor olması, sektör çok dalgalanma yaşarken karlılığındaki istikrarı ve sektörün üzerine çıkabilmesi sürdürülebilirlik uygulamalarının katkısı olarak değerlendirilebilir.

4.2.2 Türk Telekomünikasyon A.Ş.

Türk Telekom şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu bilgi ve iletişim sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.6’da yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.6. Turk Telekomünikasyon A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TÜRK TELEKOMÜNİKASYON A.Ş.	TTKOM			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,49	0,74	0,67	0,66	0,54	0,49
Stok Devir Hızı	53,7	76,7	56,3	72,36	48,36	N/A
Ticari Alacaklar Devir Hızı	5,42	7,41	4,9	7,08	5,45	3,52
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	33,8	36,8	51	44,56	47,54	18,64
Cari Oran	0,85	1	1,15	2,05	2,82	8,11
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,83	0,97	1,13	1,8	2,34	7,98
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	28,9	13	20,7	-15,33	25,29	6,66
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	7,98	5,63	11,2	-11,46	12,02	5,42
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	-3,2	-1,14	26,5	1,03	-1,3	-2,56
Brüt Kâr Marjı (%)	21,8	23	43,4	11,97	18,72	18,65
Net Kâr Marjı (%)	16,4	7,56	16,8	-27,47	15,9	10,99

Faaliyet Oran Analizi:

Sektörde faaliyet oranlarında her sene iyileşme görülürken Türk Telekom’un faaliyet oranlarına bakıldığında, özellikle 2023 yılında önceki iki yıla kıyasla önemli düşüşler göze çarpmaktadır. Aktif devir hızı sektörde iyileşirken firma yaklaşık %34 düşüşle sektör ortalamasının oldukça altında kalmıştır. Benzer şekilde, stok devir hızı da %30 gerileyerek daha yavaş çevriliyor hale gelmiş durumdadır. Ticari alacaklar devir hızı da %30 yavaşlamış yani son sene firmanın hem varlıklarını satışa dönüştürme kapasitesinin zayıfladığı ve varlık kullanımında verimliliğin azaldığı hem stoklarını daha yavaş satışa dönüştürdüğü hem de alacaklarını tahsilat sürelerinin uzadığı anlaşılmaktadır. Bu durum nakit akışı üzerindeki baskıyı artırabilir ki likidite oranları da 1’in altına inerek alarm sinyalleri vermektedir. Bu tablo, Türk Telekom’un kısa vadeli işletme sermayesi yönetiminde zayıflama eğiliminde olduğunu, bu durumun da operasyonel sürdürülebilirliği tehdit edebileceğini göstermektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Şirketin borçluluk oranlarına bakıldığında, olumlu bir tablo gözlemlenmektedir. Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı 2021’de %51,02 iken 2023 itibarıyla %33,83’e kadar gerilemiştir. Bu düşüş, Türk Telekom’un daha sürdürülebilir bir borç yönetimi anlayışı benimsediğini ve finansal kaldıraç riskini azalttığını göstermektedir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran ve likidite oranı hem 1’in altında seyretmekte hem de sektör ortalamalarının (sırasıyla 2.05 ve 1.80) oldukça gerisindedir. Bu, Türk Telekom’un kısa vadeli borçlarını karşılamada zorluk yaşayabileceğini ve likidite baskısı altında olduğunu ortaya koymaktadır zira stok devir hızındaki dramatik düşüş de düşük likiditeyi ikame edecek desteği veremez görüntüsü çizmektedir. Finansal sürdürülebilirlik açısından değerlendirildiğinde, düşük borç oranı yapısal avantaj sağlarken, düşük likidite göstergeleri, operasyonel sürdürülebilirliği sektöre uğratabilecek potansiyel bir risk olarak öne çıkmaktadır.

Karlılık Oran Analizi: Değer Yaratımı ve Performans

Karlılık göstergeleri, şirketin sürdürülebilir büyüme ve yatırım kabiliyetini doğrudan etkileyen temel göstergelerdir (Suciu, 2013:132). Türk Telekom’un net kâr marjı 2021’de %11,45 seviyesindeyken, bu oran sürekli gerileyerek 2023’te %1,87’ye kadar düşmüştür. Aynı şekilde özkaynak kârlılığı ve aktif kârlılığı da belirgin biçimde azalmıştır. Bununla birlikte, sektörün 2023 yılında negatif kârlılık değerlerine sahip olduğu göz önüne alındığında Türk Telekom’un hâlâ pozitif kâr üretmeye devam ediyor olması görece olarak olumlu bir gösterge olarak kabul edilebilir ancak kârlılığın bu denli zayıflaması, hem yatırımcı güvenini sarsabilir hem de şirketin uzun vadeli stratejik alanlara ayırabileceği kaynakları sınırlayabilme riski taşımaktadır.

Genel Değerlendirme:

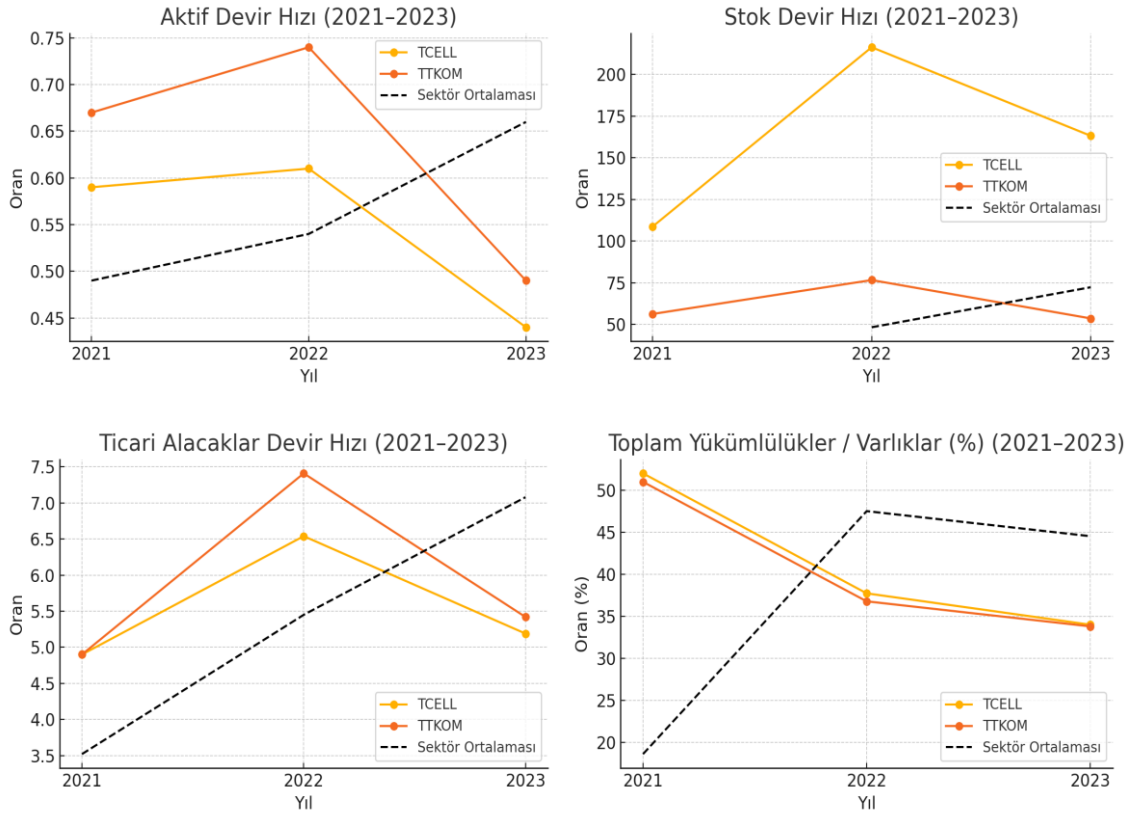
Türk Telekom’un mali oranları, sürdürülebilirlik açısından hem güçlü hem de zayıf yönler barındırmaktadır. Sektörde iyileşme olurken faaliyet verimliliğindeki düşüş, likiditesinin süreklilik arz eden düşüklüğüne ek son sene kritik eşikleri geçerek riskli seviyelerde olması, karlılığının esas faaliyetten kaynaklanmıyor olması firmanın düşük borç seviyesi ile özkaynak getirisinin yüksekliği ile telafi edilmesi kısa vadede olası iken sürdürülebilirliğine dair endişeleri giderecek boyutta değildir. Genel olarak da

sürdürülebilirlik uygulamalarının firmada olumlu etki ettiği söylenemeyeceği görüşü oluşmaktadır.

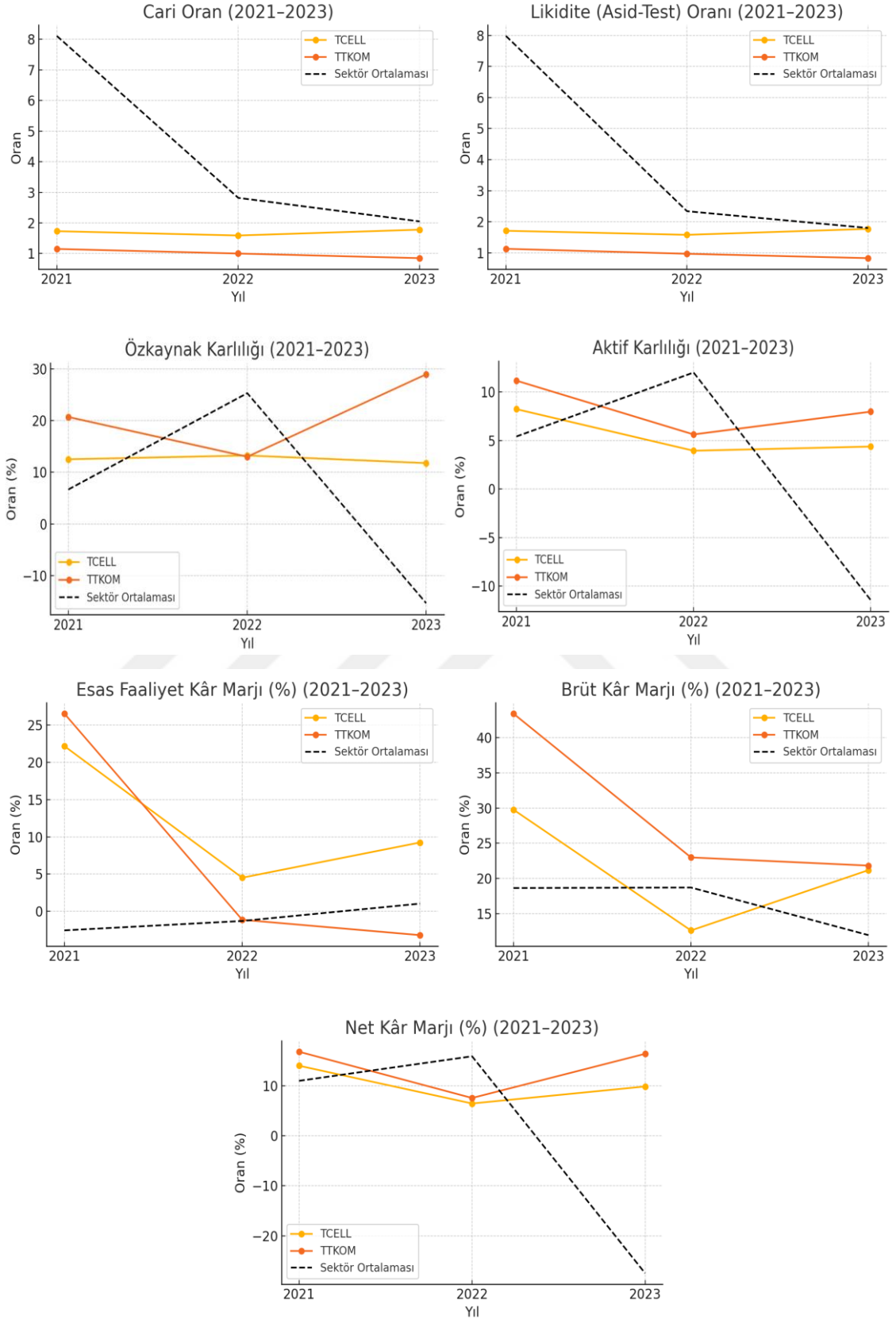
4.2.3 Bilgi ve İletişim Sektörünün Genel Değerlendirmesi

Her iki firmasının da yönetimi kamuda olan (KAP) bilgi ve iletişim sektöründe son sene karlılıkta ÇSY etkisi olumlu olarak değerlendirilebilir. Sürdürülebilirlik uygulamalarının faaliyet oranlarında son seneye kadar etkili gözükmesine rağmen son sene etkisinin görülmediği, karlılık oranlarında ise tam tersi etkiyle son sene etkili olduğu, mali yapı oranında başta etkili olmadığı, son iki sene etkili olduğu, likidite oranlarında ise etkisinin olmadığı sonucuna varılabilir. Çizelge 4.7’de rasyo bazında sektör ve firmaların gerçekleştirmeleri bulunmaktadır.

Çizelge 4.7. Bilgi ve İletişim Sektörü Genel Değerlendirmesi.



Çizelge 4.7. (devam) Bilgi ve İletişim Sektörü Genel Değerlendirmesi.



4.3 ULAŞTIRMA VE DEPOLAMA SEKTÖRÜ

Ulaştırma ve depolama sektöründe BISTSE’de yer alan ve en az beş senedir endekse dahil olan tek firma bulunmaktadır. Türk Hava Yolları A.O. çalışmamızda yer almaktadır.

4.3.1 Türk Hava Yolları A.O.

Türk Hava Yolları şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu ulaştırma ve depolama sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.8’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.8. Türk Hava Yolları A.O. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TÜRK HAVA YOLLARI A.O.	THYAO			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,63	0,64	0,41	0,68	0,73	0,53
Stok Devir Hızı	42,9	47,4	29,4	67,95	107,4	65,32
Ticari Alacaklar Devir Hızı	10,9	9,76	5,77	16,47	16,86	14,33
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	39,9	45,4	56,2	46,02	57,19	58,28
Cari Oran	0,95	0,88	0,73	1,5	1,1	1,2
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,9	0,84	0,69	1,41	0,94	0,98
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	25,8	13,3	5,78	29,12	32,62	20,81
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	18,1	9,48	3,68	15,02	12,14	10,45
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	13,2	14,9	12,6	21,86	24,22	27,56
Brüt Kâr Marjı (%)	23,3	23,8	22,1	25,21	28,52	30,16
Net Kâr Marjı (%)	28,8	14,8	8,97	22,73	13,63	12,55

Faaliyet Oranları Analizi:

Türk Hava Yolları (THY)’nin 2021’den sonra varlıkların gelir üretiminde daha etkin kullanılmasına rağmen ortalamasının hâlâ altındadır. Sektöründe araştırma konusu kriterlerine uyan tek firma ve sektör lideri olması sebebiyle verimsizlikten ziyade şirketin sabit kıymet ağırlıklı varlık yapısı 0.05’lik farkı açıklayabilir kanaati oluşmaktadır. Stok devir hızı da benzer şekilde 2021 sonrası artış göstermiş fakat hâlâ sektör ortalamasının gerisindedir; şirketin stok yönetimi ve tedarik zinciri optimizasyonunda sektöre kıyasla daha yavaş çevrim sağladığını göstermektedir ancak incelenen yıllarda oluşmuş olan enflasyonist piyasada (Onaç & Birol, 2024: 27) sektöre nispeten yavaş çevrilen stokların

fiyatlamasının doğru yapıldığının kontrolü için firmanın karlılık verilerine bakıldığında artan karlılık firmanın bu durumu lehine çevirdiğini yorumlayabiliriz. Ticari alacaklar devir hızı ise önemli bir başarı göstermektedir; 2021'den 2023'e %88,5 artış sağlamıştır. Artışa rağmen gelinen oran, sektör ortalamasının altında olsa da bu artış, nakit döngüsünün iyileştiğini ve alacak yönetiminin etkinleştiğini, düşen borçlanması artan karlılığı ile teyitlenerek, göstermektedir. Faaliyet oranlarındaki genel iyileşme ve bu oranların tamamının sektörün altında olup verimsiz görüntü çizmesine rağmen bu verimsizliği kapatmak üzere beklenen borçlanmasında artış yerine düşüş görülmesi THY'nin operasyonel sürdürülebilirliğini destekler niteliktedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

THY'nin Toplam Yükümlülükler / Varlıklar oranı, 2021'den 2023'e sektördeki düşüş trendine uygun düşmüş üstelik kendi borçlanmasında oransal olarak daha da fazla gerileme yaşamıştır. Bu, şirketin borç yükünü istikrarlı bir şekilde azalttığını ve sermaye yapısını güçlendirdiğini göstermektedir dolayısıyla THY, borç yönetiminde sektöre kıyasla daha az riskli bir yapı sergilemektedir. Düşük borçluluk oranı, şirketin uzun vadeli finansal dayanıklılığı ve kriz koşullarında mali esnekliği arttığından kurumsal sürdürülebilirlik ilkelerinin uygulanmasının firmanın mali yapısını güçlendirdiği yorumu yapılabilir.

Likidite Oran Analizi:

Sektör likidite oranlarında 2023'de radikal yükselişler yaşarken THY'nin artışları olsa da daha minimal düzeyde ve hala 1'in altında kalarak kısa vadeli yükümlülükleri karşılama gücünü ifade eden likidite oranlarında potansiyel riskli (Çabuk, 2019) görünümü çizmektedir. Bu durum, THY'nin operasyonel sürdürülebilirliğinde dikkatle izlenmesi gereken bir kırılganlık noktası olarak gözükmektedir. Likidite, yalnızca finansal sağlık değil aynı zamanda sosyal ve çevresel yükümlülüklerin karşılanabilirliği açısından da kritik bir göstergedir (Zhao vd., 2021). Buna paralel olarak karlılığında artış yaşayan firmanın kardan gelen nakdi nerede kullandığı sorusu ile incelenmesi gereken durumda sürdürülebilirlik harcamaları kaynaklı olarak likiditesi sektörün altında mı kalmakta yoksa düşen aktif devir hızı nedeniyle sabit kıymet yatırımına gittiği izlenimi veren firmanın salt finansal kararları nedeniyle mi olduğu soruları ortaya çıkmaktadır.

Kârlılık Oran Analizi:

THY'nin net kar marjı ile özkaynak ve aktif kârlılıkları 2021'den 2023'e güçlü bir ivme yakaladığı gözlemlenmektedir. Bu oranların tümü sektör ortalamalarının oldukça üzerindedir. Yüksek kârlılık, firmanın hem finansal yatırımlarını hem de çevresel ve sosyal projelerini finanse etme kapasitesini güçlendirir. Schaltegger ve Wagner (2011), sürdürülebilir girişimciliğin yalnızca çevresel performansla değil, finansal başarıyla da desteklenmesi gerektiğini vurgular. THY, bu bağlamda sürdürülebilir büyümeyi destekleyen güçlü bir değer yaratım profiline sahiptir. Kârlılık, sürdürülebilir finansal yapının çekirdeğini oluşturur. THY'nin bu alandaki performansı, uzun vadeli Ar-Ge, yeşil dönüşüm ve sosyal sorumluluk projeleri için kaynak yaratma kapasitesine işaret etmektedir (Schaltegger & Lüdeke-Freund, 2011).

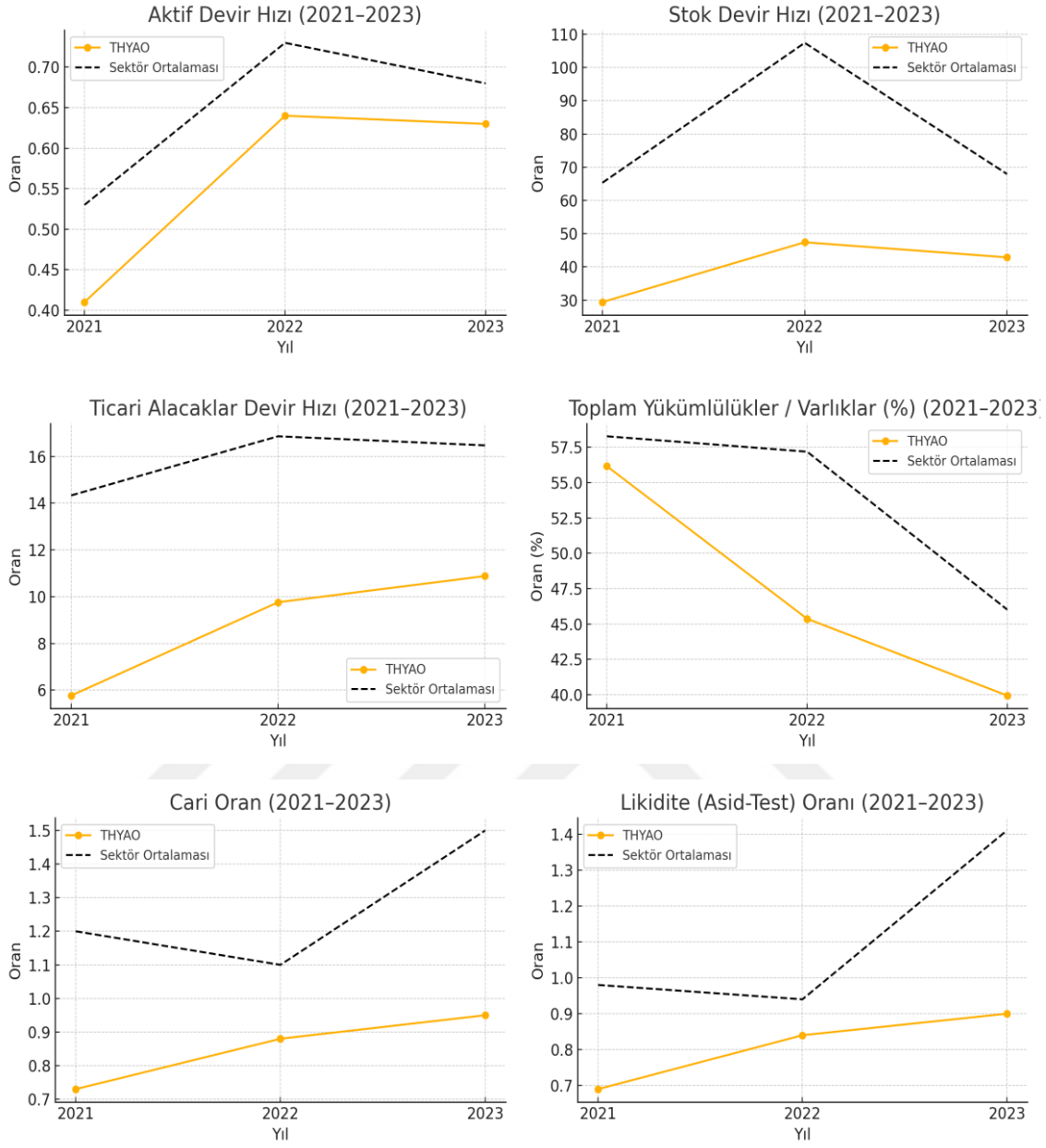
Genel Değerlendirme:

Yönetimi kamuda olan THY (KAP), özellikle kârlılık ve borç yönetimi açısından sürdürülebilir bir finansal yapıya sahip olup alacak devir hızındaki iyileşme ve özkaynak kârlılığındaki artış, uzun vadeli performans ve yatırım kapasitesi açısından olumlu sinyaller verirken cari ve likidite oranlarının sektöre göre düşük kalması, kısa vadeli finansal stres riskine işaret ederken sürdürülebilirlik kriterlerine haiz firmanın finansal tercihlerinde likiditeyi arttırma ihtiyacı olduğunda gerçekleştirecek stratejiler bulabileceği kanaati oluşmaktadır.

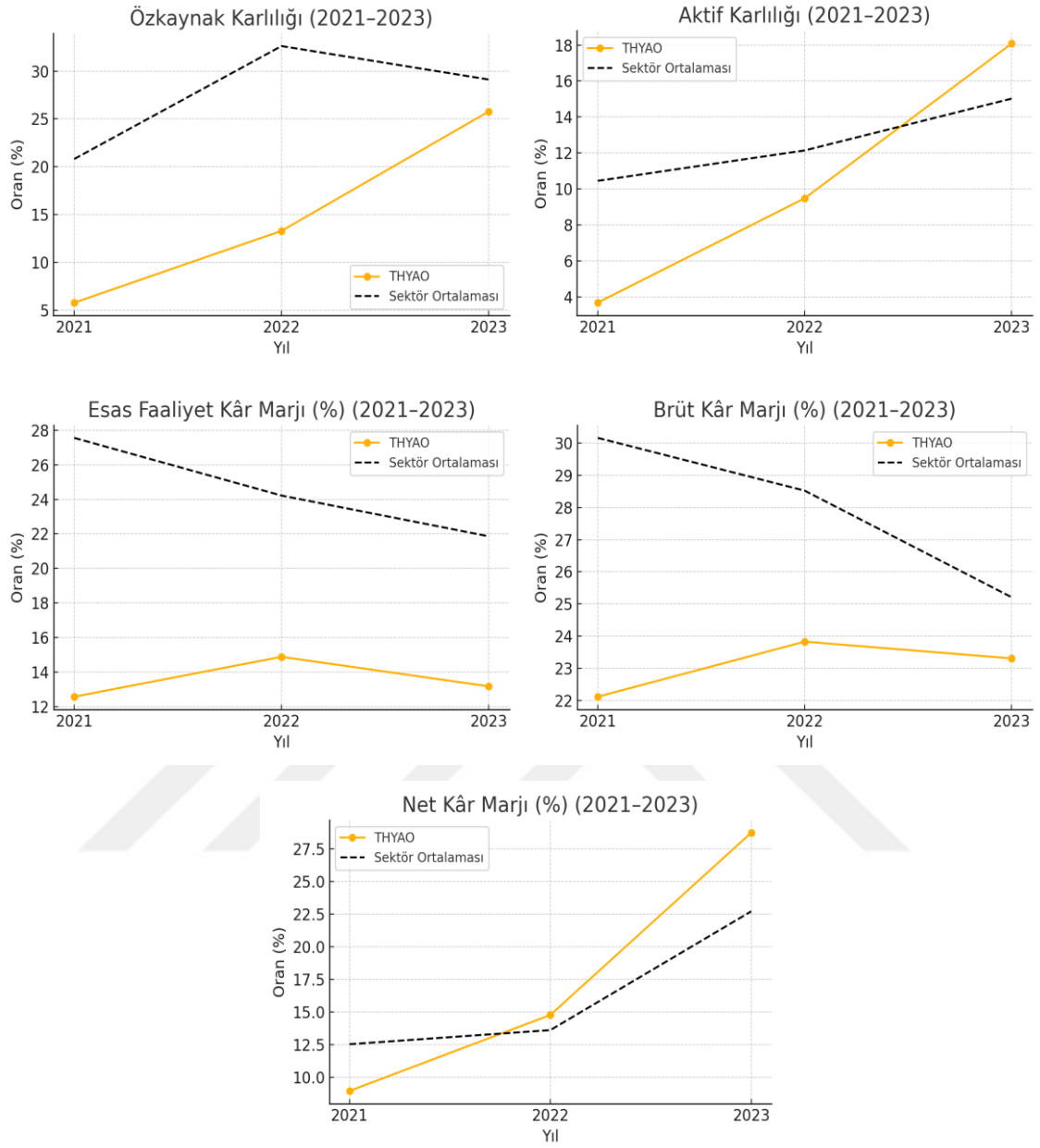
4.3.2 Ulaştırma ve Depolama Sektörü Analizi

Mali yapı hariç genel olarak sürdürülebilirlik uygulamalarının etkili olmadığı sonucuna varılabilir. Çizelge 4.9'da rasyo bazında sektör ve şirket gerçekleştirmeleri bulunmaktadır.

Çizelge 4.9. Ulaştırma Sektörü Analizi.



Çizelge 4.9. (devam) Ulaştırma Sektörü Analizi.



4.4 TEKNOLOJİ SEKTÖRÜ

Teknoloji sektöründe BISTSE’de yer alan ve en az beş senedir endekse dahil olan iki firma bulunmaktadır. Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş. çalışmamızda yer almaktadır.

4.4.1 Aselsan Elektronik San. Ve Tic. A.Ş.

Aselsan şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu teknoloji sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme

ortalamaları Çizelge 4.10’da verilmiştir. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.10. Aselsan Elektronik San. ve Tic. A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

ASELSAN ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	ASELS			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,46	0,7	0,5	1,58	1,38	1,11
Stok Devir Hızı	1,66	2,8	2,06	16,1	17,7	13,14
Ticari Alacaklar Devir Hızı	2,76	3,49	2,2	4,57	4,06	2,91
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	13,2	12,3	11,6	43,39	46,39	44,37
Cari Oran	1,45	1,41	1,38	1,76	1,78	2,01
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,81	0,88	0,93	1,39	1,4	1,66
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	8,3	1,59	27,9	18,19	36,82	27
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	4,64	1,24	17,7	9,94	19,8	15,78
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	16,6	17,3	23,8	15,12	18,68	16,32
Brüt Kâr Marjı (%)	27,1	26,1	32,7	33,77	35,85	32,15
Net Kâr Marjı (%)	10	1,78	35,4	13,45	24,19	22,29

Faaliyet Oranları Analizi:

Aktif devir hızı, yıllar itibarıyla sektörün bir hayli gerisinde olan ASELSAN'ın diğer teknoloji şirketlerine kıyasla sabit kıymet yoğun iş modeli ve stratejik varlık yönetimi tercihiyle bu durumu açıklanabilir boyuttadır. Savunma sanayi sektöründe 2021 0,50, 2022 0,69, 2023 0,73 olan aktif devir hızında ilk iki sene sektör ortalamasıyla aynı sadece 2023’de altında seyretmektedir. Stok devir hızı ise yine sektörün bir hayli gerisinde olup 2021’den itibaren sırasıyla 2,05-2,08, 1,97 olan savunma sanayi oranları ile kıyaslandığında ise ilk iki sene sektörün üzerindeyken sadece 2023’de sektör ortalamalarının altında yer almaktadır. Sürdürülebilirlik kriterleri ile bakıldığında envanter yönetiminde dijitalleşme ve tedarik zinciri optimizasyonunun son seneye kadar başarıyla uygulanabildiği söylenebilir. Ticari alacaklar devir hızı, hem teknoloji hem savunma sanayi sektörlerinin altında kalmıştır. Tahsilat süreçlerinin etkinliğinin sınırlı olması, operasyonel nakit döngüsünde verimliliği düşürme riski barındırmaktadır. Faaliyet oranları, sürdürülebilirlik kriterleri kapsamında “kaynakların verimli kullanımı” hedefiyle doğrudan ilişkili olduğundan özellikle 2023 özelinde firmanın gelişim alanı olduğu yorumu yapılabilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlölükler / varlıklar oranı, yani borçlanma seviyesi açısından; sektör firmanın beş katından fazla borçlu olduğundan, sektördeki (%43.39) firmalara göre Aselsan'ın son derece düşük borçlanma düzeyine sahip olduğu görölmektedir. Bu durum da yüksek özkaynak finansmanı anlamına geldiğinden; kaçırılan fırsat olma ihtimali göz ardı edilmeden, firmanın krizlere hazırlıklı ve faize hassasiyet taşınamaması nedeniyle finansal sürdürülebilirliği güçlü olarak değerlendirilebilir. Düşük borç oranı, sürdürülebilirlik için yeni yatırımlara ya da yeni proje üretiminde finansmana ihtiyacı olması durumunda dış kaynak kullanma kapasitesi olması sebebiyle gerçekleştirmesine olanak tanıyacağından sürdürülebilir teknoloji yatırımları açısından da stratejik avantajı var denebilir.

Likidite Oran Analizi:

Hem cari oranda hem likidite oranında sektörün gerisinde olan firmanın sürdürülebilirlik kriterlerini uyguluyor olmasının üzerinde yarattığı negatif etki olarak değerlendirmek de mümkünken nakdi değerlendirdiği alanlardan aldığı getiriye esas faaliyet kar marjında gördüğümüzden yönetim kriterinin karar mekanizmalarındaki amaç odaklı başarısı olarak da değerlendirilebilir. Dolayısıyla net bir karar varmak için firmanın ileriki yıllardaki performansı ile değerlendirmekte fayda olacaktır.

Kârlılık Oran Analizi:

Karlılık oranlarında en büyük dikkati çeken durum 2022'deki ani düşüşlerdir. Özkaynak karlılığı %27,9'dan %1,59'a, net kar marjı %35,4'den 1,78'e gerileyen Aselsan'ın durumu pandemi sonrası yüksek enflasyon ve maliyet artışları gibi dışsal faktörlerle de açıklanabilir. Son sene genel olarak iyileşmeler görölmekle beraber esas faaliyet kar marjında sektörün üzerinde kapanış yapmış olması, sürdürülebilirlik kriterlerinin etkisi olarak adaptasyon gücü olarak değerlendirilebilir.

Genel Değerlendirme:

Yönetimi kamuda olan vakıf tarafından idare edilen ASELSAN'ın (KAP) mali oranları, genel olarak olumsuz görüntü çizse de düşük borçluluğu, piyasa hareketliliğine adaptasyon gücü ve esas faaliyetlerinden kar yaratma gücü ile finansal sürdürülebilirlik açısından olumlu sinyaller vermektedir. Ancak aktif ve alacak devir hızlarındaki düşük performans, sürdürülebilirliğin verimlilik ve operasyonel etkililik boyutlarında gelişim alanlarına işaret etmektedir.

4.4.2 Logo Yazılım San. Ve Tic. A.Ş.

Logo Yazılım şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu teknoloji sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.11’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.11. Logo Yazılım San. ve Tic. A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

LOGO YAZILIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	LOGO			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,54	0,86	0,53	1,58	1,38	1,11
Stok Devir Hızı	19,8	61,3	32,5	16,1	17,7	13,14
Ticari Alacaklar Devir Hızı	3,72	5,93	2,69	4,57	4,06	2,91
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	6,54	8,53	14,7	43,39	46,39	44,37
Cari Oran	0,66	0,9	1,07	1,76	1,78	2,01
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,65	0,89	1,06	1,39	1,4	1,66
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	9,54	21,8	30,6	18,19	36,82	27
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	2,35	9,92	19,1	9,94	19,8	15,78
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	9,84	23,8	27,1	15,12	18,68	16,32
Brüt Kâr Marjı (%)	81,5	79	81,4	33,77	35,85	32,15
Net Kâr Marjı (%)	4,37	11,5	36,2	13,45	24,19	22,29

Faaliyet Oranları Analizi:

Şirketin varlıklarını satışa dönüştürme hızında dalgalı bir seyir izlenmektedir; üç dönemde de sektör ortalamasının altında seyreden aktif devir hızı 2022’de yükselmiş sonra önceki seviyesine geri dönmüştür. Bu durum, varlık yönetimi stratejisinin yeterince optimize edilmediğini düşündürmektedir. Stok Devir Hızında da benzer bir dalgalanma görülmekle beraber her dönem sektörün üzerindedir zira firma hammadde girdisi olan bir iş yapmadığı için işletmenin başarısından ziyade işin niteliğinden kaynaklı bir pozitiflik gözlemlenmektedir. Ticari Alacaklar Devir Hızı da benzer bir dalgalanma yaşamış ve ara yılda artışta sektörün üzerine çıkarak diğer yıllar geride tamamlamıştır. Tahsilat süreçlerinde kısmen iyileşme söz konusudur. Faaliyet oranlarındaki gelişmeler, çevresel sürdürülebilirlik başlığı altında değerlendirildiğinde, kaynakların etkin kullanımı ve israfın azaltılması ile ilişkilidir. Yüksek stok devir hızı, sürdürülebilirlik kriterlerinin "etkin üretim-tüketim zinciri" anlayışıyla örtüşmektedir (Cvetkovic vd., 2017).

Mali Yapı Oranı:

Sektör %43'lerin üzerindeyken Logo Yazılım neredeyse borçsuz denebilecek oranlarda olup kaldıraç oranını kullanmaması nedeniyle kaçırdığı fırsatlar olabilir sorgusunu da sektörün %141 üzerinde olan %80 seviyelerindeki brüt kar marjı ile gereksiz bırakmaktadır. Şirketin borçluluk düzeyi düşük ve özkaynak kullanım oranı yüksek olup, düşük risk taşımakta dolayısıyla mali yapı açısından oldukça sağlam bir görünüm sunmaktadır. Düşük borçluluk oranı, hem ekonomik sürdürülebilirliği hem de sosyal yükümlülükleri yerine getirme esnekliğini artırabilme gücünü ifade etmektedir.

Likidite Oran Analizi:

Cari Oran da likidite (asit-test) oranı da benzer şekilde hem yıllar itibarıyla gerilemiş hem de kritik eşik olan 1 seviyesini altına inmiş ve her dönem de sektörün altında yer almıştır. Düşük likidite şirketin kısa vadeli borçlarını karşılama kapasitesinin zayıfladığını göstermekte ancak olası ihtiyaç durumunda borçlanmada artış yapabileceği alan bulunuyor olması olası likidite sıkıntısını atlatma gücü bulabileceğini düşündürmektedir. Sürdürülebilirlik kapsamında değerlendirildiğinde, düşük likidite oranları şirketin kriz anlarında çevresel yatırımları finanse etme ve tedarikçilerine karşı yükümlülüklerini yerine getirme kapasitesini riske atabileceğinden özellikle sosyal sürdürülebilirliği tehdit edebilir.

Kârlılık Oran Analizi:

Logo Yazılım'ın her üç dönem de sektör ortalamasının üzerinde gerçekleşen oranı brüt kar marjıdır. Firmanın yapısında hammadde maliyetinden ziyade emek yoğun iş üretildiğinden bu oranın yüksekliği doğal gözükmemektedir. Özkaynak karlılığı, aktif kârlılığı, esas faaliyet karı ve net kar marjında Logo Yazılım 2021'den 2023'e dramatik bir düşüş yaşamış ve son iki sene sektörün de gerisine düşmüştür. Gelir tablosunda en dikkat çeken pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin aşırı yükselmesi nedeniyle brüt karını koruyamayan firmanın ekonomik değer üretimi ve kurumsal sürdürülebilirlik açılarından riskli bir görünüm çizmektedir. Kârlılık, sürdürülebilirliğin ekonomik boyutunun merkezindedir. Firma yeterli kâr elde edemediğinde ÇSY kriterlerinin tamamı için uzun vadeli yatırım alanlarını finanse edilemez hale gelebileceğinden kârlılık düşüş trendi, ÇSY taahhütlerinin devamlılığı açısından uyarıcı niteliktedir.

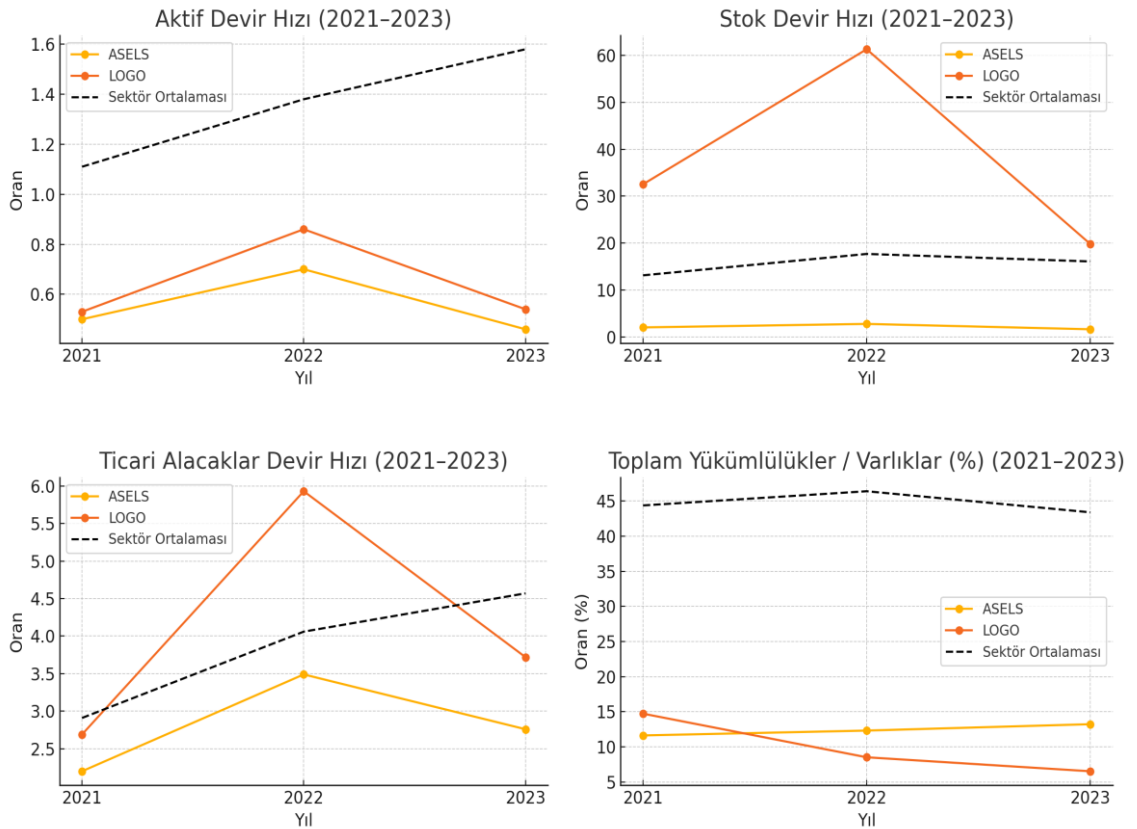
Genel Değerlendirme

LOGO Yazılım, faaliyet oranlarında özellikle stok yönetimi açısından sektörün üzerinde performans sergilemiş, düşük borçlulukla artan faizlere karşı hassasiyet oluşturmamış ancak likidite oranlarının düşüklüğü ve kârlılık göstergelerindeki zayıflama, şirketin kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama ve çevresel-sosyal yatırımlarını sürdürme kapasitesini tehdit edebilir görüntüsü çizmekte sürdürülebilirlik kriterlerinin firmaya ek katkısı olduğu gözlemlenmemektedir.

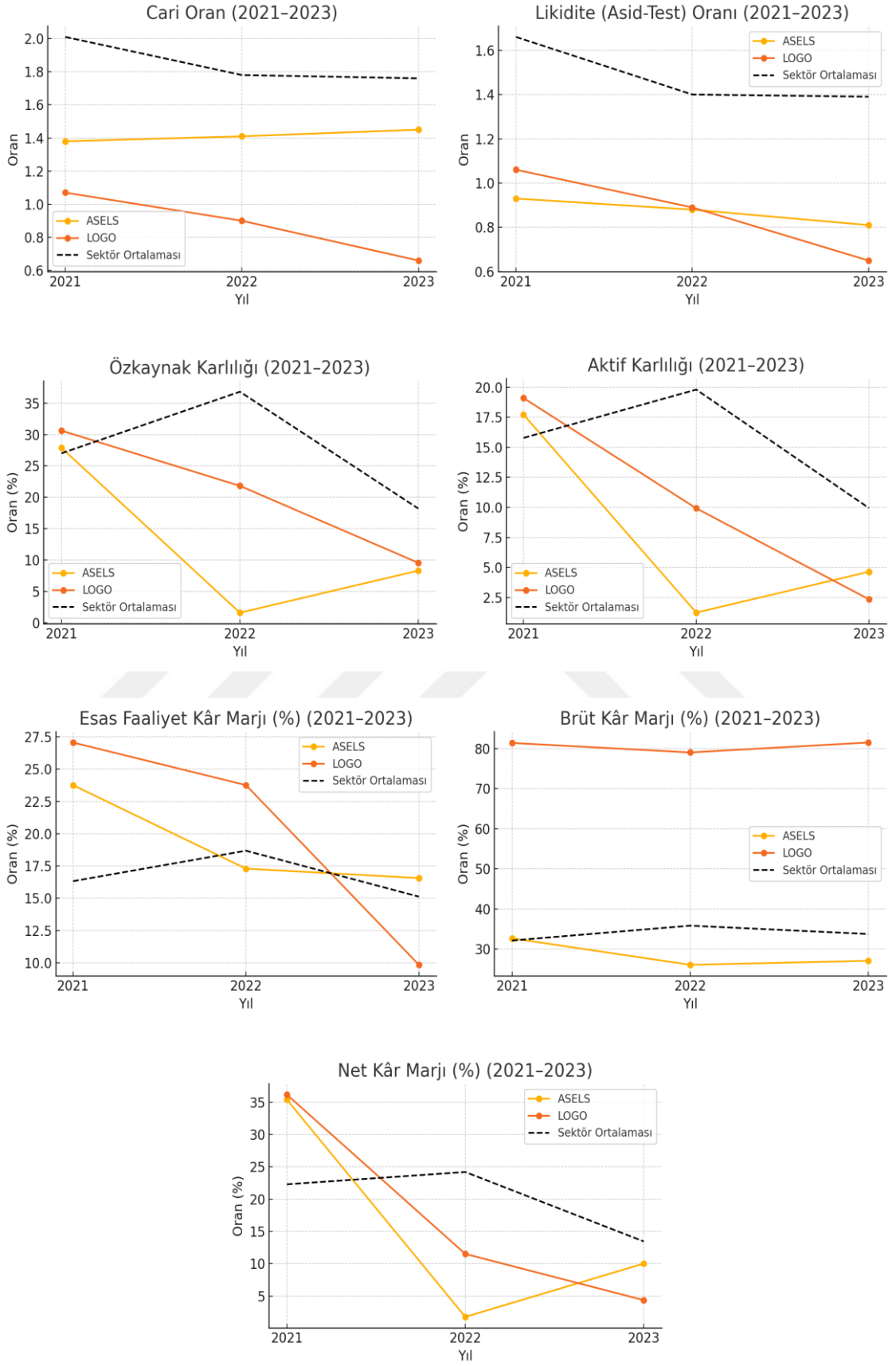
4.4.3 Teknoloji Sektörü Analizi

Sürdürülebilirlik uygulamalarının genel olarak finansal performans üzerinde etkisi olmadığı gözlemlenmektedir. Çizelge 4.12’de rasyo bazında sektör ve şirketlerin gerçekleştirmeleri bulunmaktadır.

Çizelge 4.12. Teknoloji Sektörü Analizi



Çizelge 4.12. (devam) Teknoloji Sektörü Analizi



4.5 TOPTAN VE PERAKENDE TİCARET SEKTÖRÜ

Toptan ve perakende ticaret sektöründe BISTSE’de yer alan ve en az beş senedir endekse dahil olan iki firma bulunmaktadır. Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. ve Migros Ticaret A.Ş. çalışmamızda yer almaktadır.

4.5.1 Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş.

Doğuş Otomotiv şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu toptan ve perakende ticaret sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.13’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.13. Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

DOĞUŞ OTOMOTİV SERVİS VE TİCARET A.Ş.	DOAS			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	2,34	2	1,06	2,13	1,98	1,43
Stok Devir Hızı	12,08	10,89	4,9	7,95	5,89	23,44
Ticari Alacaklar Devir Hızı	14,05	19,41	10,96	25,94	22,95	20,02
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	15,89	14,48	34,39	51,62	62,05	52,37
Cari Oran	1,8	1,54	1,32	1,17	1,17	1,98
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,22	1,04	0,93	0,75	0,78	0,92
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	41,94	47,85	15,23	25,68	63	37,96
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	30,96	35,91	10,18	10,29	18,23	13,31
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	15,92	14,26	12,82	7,55	16,68	15,39
Brüt Kâr Marjı (%)	21,53	20,88	14,49	23,46	35,65	33,4
Net Kâr Marjı (%)	13,24	17,93	9,61	6,84	10,54	25,58

Faaliyet Oranları Analizi:

Firmanın operasyonel verimliliği incelendiğinde aktif devir hızı ve stok devir hızlarında son iki senede ciddi bir yükseliş gözlemlenmekte olup her ikisinde de %100’den daha fazla iyileştirme sağladığından Doğuş Otomotiv’in istikrarlı bir yükseliş trendinde olduğu ve sürdürülebilirlik kriterlerinin verim getirdiği yorumu yapılabilir. Ticari alacaklar devir hızı, 2022 yılında %77 artmış, 2023’te ise %28 gerilemiş ve sektör ortalamasına göre hep aşağıda seyretmiştir. Tahsilat sürelerinin sektöre nispeten uzun olması firmada sorun yaratıyor olsaydı finansman ihtiyacını arttırması beklenebilirdi ancak firmanın neredeyse %70 sektöre göre düşük borçlanma oranı ve artan karlılığı, tahsilat vadelerinde sektörde

kısalma olurken dahi uzama yaşıyan firmada fiyatlama amaçlı tercih yapıldığı izlenimi bırakmaktadır.

Mali Yapı Oran Analizi:

Sermaye dayanıklılığı açısından bakıldığında sektörde ara dönemde artış olan borçlanma oranında Doğu Otomotiv'in borçlanması hem yıllar itibarıyla azalmış hem de son sene sektörün %69 gerisindedir yani sermaye yapısını güçlendirdiği gözlemlenmektedir. Bu durumu artan likidite ve karlılık oranlarıyla da desteklediğinden firmanın mali yapısı sürdürülebilirliğini son derece desteklemekte, kendisinin sürdürülebilirlik uygulamalarından güç aldığı düşünülmektedir. Düşük borç oranı, çevresel ve sosyal yatırımlar için uzun vadeli iç kaynak oluşturma kapasitesini artırmaktadır.

Likidite Oran Analizi:

Cari Oran 2021'de sektörün gerisindeyken son iki sene sektör düşerken aksine hareketle fark yaratacak seviyede yükselmiştir. Sektörün likidite oranı 1'in altında olarak dikkat çekmekte Doğu Otomotiv ise her dönem sektörün üzerinde olarak son sene 1,22'ye kadar yükselerek krizlere dayanıklılığını sağlamlaştırmış sosyal sorumluluk yükümlülüklerini gibi ÇSY gerekliliklerinin sürekliliği için gerekli olan nakit akışlarına hazırlıklı hale gelmiştir.

Kârlılık Oran Analizi:

Değer yaratma açısından incelendiğinde; Doğu Otomotiv ilk yıla göre son sene özkaynak karlılığını %176 arttırarak sektörün %63 üzerine çıkmayı başarak hissedarlarına değer yaratma konusunda başarı göstermiştir. Aktif Karlılığı da benzer şekilde ilk seneye kıyasla son sene %200'ün üzerinde artış sağlayarak sektörün üç katı seviyeye ulaşmıştır. Kar marjlarının tamamında sektörün üzerinde çıkmayı başaran firmada sürdürülebilirliğin entegre olduğu ve gerekli ÇSY yatırımlarının verime ve karlılığa dönüştüğü yorumu yapılabilir.

Genel Değerlendirme:

2015 yılından beri BISTSE'de yer alan Doğu Otomotiv'in mali yapı rasyoları ile likidite rasyoları başta olmak üzere özellikle son iki senede sektöre göre farklılaşmış gözükten faaliyet ve karlılık rasyolarının sektör ortalamalarından daha iyi sonuç vermiş olmalarından dolayı sürdürülebilirlik kriterlerini bünyesine entegre etmiş olan firmanın

finansal performans anlamında da bu entegrasyondan verim aldığı yorumu yapılabilmektedir.

4.5.2 Migros Ticaret A.Ş.

Migros şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu toptan ve perakende ticaret sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.14’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.14. Migros Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

MİGROS TİCARET A.Ş.	MGROS			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	1,94	2,82	2,17	2,13	1,98	1,43
Stok Devir Hızı	6,75	9,84	6,87	7,95	5,89	23,44
Ticari Alacaklar Devir Hızı	90,55	206,79	171,9	25,94	22,95	20,02
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	11,15	15,05	33,59	51,62	62,05	52,37
Cari Oran	0,84	0,78	0,66	1,17	1,17	1,98
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,36	0,35	0,31	0,75	0,78	0,92
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	22,48	50,32	28,67	25,68	63	37,96
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	9,49	18,36	2,14	10,29	18,23	13,31
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	-1,48	-0,62	5,47	7,55	16,68	15,39
Brüt Kâr Marjı (%)	18,72	18,7	24,14	23,46	35,65	33,4
Net Kâr Marjı (%)	4,9	6,52	0,99	6,84	10,54	25,58

Faaliyet Oranları Analizi:

Migros’un Aktif devir hızı, 2021 ile 2022 arasında artış göstermiş ancak sektörde iyileşme olurken 2023’te önceki yıla kıyasla Migros düşüş yaşamış ve sektör ortalamasının gerisine düşmesine neden olmuştur. Bu durum, varlıkların satışa dönüştürülme hızında verimliliğin azaldığını ve nakit akış döngüsünün uzadığını göstermektedir. Stok devir hızı, 2022’de bir artış sergileyerek sektörün üzerine çıkmış ancak 2023’te önceki yıla göre önemli ölçüde gerileyerek yine sektörde iyileşme olurken tersine hareketle sektör ortalamasının altına inmiştir. Operasyonel verimliliğinde özellikle 2023 yılında gerileme gözlemlenmektedir. Ticari alacaklar devir hızı, her dönem itibarıyla sektörel referansların çok üstünde rekor seviyede gerçekleşmiştir ancak firmanın tahsilat sürelerini kısaltma yönünde güçlü bir politikaya sahip olduğu sabitken

son yıl (sektörün hala neredeyse %250 üzerinde olmasına rağmen) bu yapının kendi içinde zayıfladığı izlenmektedir. Sürdürülebilirlik çerçevesinde değerlendirildiğinde, faaliyet oranlarındaki dalgalanmalar özellikle çevresel ve yönetim boyutlarını etkileyebileceğinden varlık ve stok devir hızındaki istikrarsızlık, kaynak kullanım verimliliğini zayıflatabilir. Buna karşın güçlü tahsilat oranı, finansal sürdürülebilirliğe katkı sağlamaktadır.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülükler / varlıklar oranı, firmanın finansal kaldıraç oranını ifade eder, kullandığı dış kaynak desteğini gösterir ancak Migros'un 2021'den itibaren borçlanması her yıl düşüş göstermiştir hatta bu düşüş sektördeki 2022'deki artışın dahi aksine gerçekleşmiş olup 2023 itibarıyla sektör ortalamasının önemli ölçüde altındadır. Özkaynak gücü ve yoğun kullanımına işaret eden bu düşüklük, Migros'ta yüksek olan alacak devir hızı ile gerçekleştirdiği tahsilatların likidite oranına yansımaması nedeniyle borç kapamaya ve aktifini büyütme yöneldiği izlenimi bırakmaktadır. Sonuçta şirketin borçluluğu azaltarak özkaynak kullanımına ağırlık verdiğini, finansal yapısını güçlendirdiğini göstermekte bu da düşük borç oranı ile kriz dönemlerinde daha sağlam durmayı ve çevresel-sosyal yatırımları iç kaynaklarla finanse edebilmesini sağlayabileceği sonucu çıkartılabilir.

Likidite Oran Analizi:

Cari Oran, 2021'den 2023'e sürekli artış göstermesine rağmen 3 yıl boyunca sektör ortalamasının belirgin biçimde altında seyretmiştir. Benzer şekilde, Likidite Oranı da artış eğilimi göstermiş fakat sektörle arasındaki farkı kapatamamıştır. Migros'un likidite oranları perakende ticaret sektörüne göre de düşük kalmakta, düşük borçluluk seviyesi potansiyel nakit krizi yaşama endişesini hafifletse de faaliyetlerinin sürdürülebilirliği açısından değerlendirildiğindeki belirsizliği gidermeye yardımcı olmamaktadır. Sürdürülebilirlik uygulamalarının da firmadaki pozitif etkisi açısından da soru işareti yaratmaktadır.

Kârlılık Oran Analizi:

Migros'un karlılıkla ilgili rasyolarının tamamı sektörün altında yer almakta sadece aktif varlığı ara yılda çok yakın olmakla beraber sektörün üzerine çıkabilme gücü göstermektedir. Özkaynak Karlılığı, 2021–2022 arasında anlamlı bir artış göstermiş, ancak 2023'te önemli ölçüde düşmüştür. Migros'un hissedarlarına değer yaratmasını

geriye çekmiştir. Aktif Karlılığı benzer bir seyir izlediğinden varlıklarını kâra dönüştürme kabiliyetinde istikrar olduğu söylenememektedir. Esas Faaliyet Kâr Marjında firma negatif seyir izlemekte diğer gelirlerle pozitifte dönebilmekte ancak tamamında sektörün altında kalmaya engel olmamaktadır. ÇSY yatırımlarının sürdürülebilirliği için temel kaynak kârlılık olduğundan kârlılıktaki düşüşler, sürdürülebilirlik harcamaları mı yüksek yoksa firmanın sürdürülebilirliği mi riskte sorusunu doğurmaktadır.

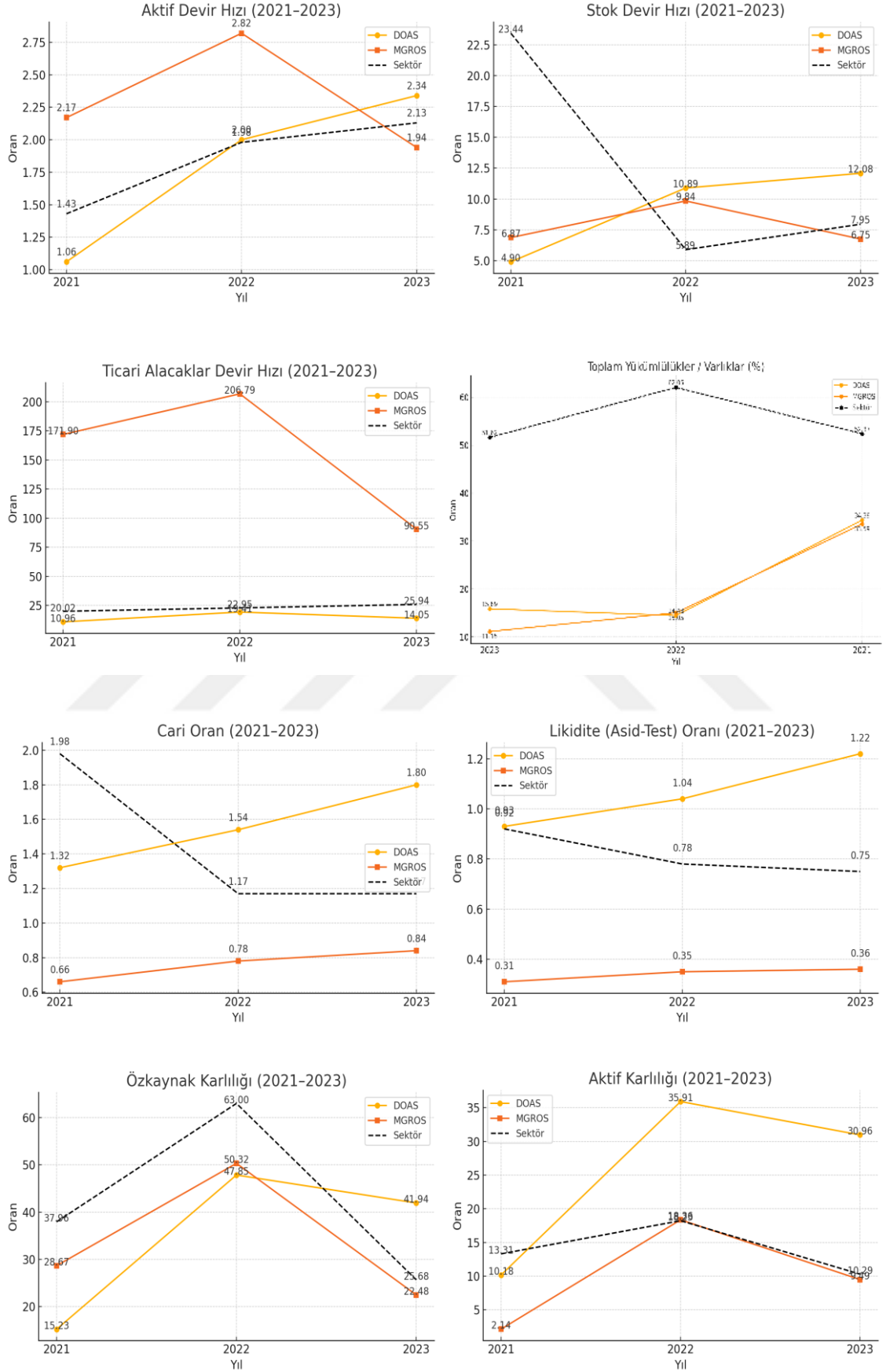
Genel Değerlendirme:

Migros, düşük borçluluk ve yüksek alacak tahsilatları ile düşük likiditesini sürdürebilme potansiyeli taşısa da özellikle kârlılık oranlarındaki düşüş ve faaliyet verimliliğindeki dalgalanmalar, sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşmada kırılganlık yaratabilecek zayıf alanlardır. Likidite zayıflığı kısa vadeli sosyal sorumluluk uygulamalarını tehdit ederken, net kâr marjı gibi göstergelerdeki düşüş, uzun vadeli çevresel yatırımların finansmanını riske atabilme ihtimali doğurabilir. Firma özelinde sürdürülebilirliğin üzerinde yarattığı mali yük ile kazançlarının detaylı incelenmesi Migros'un sürdürülebilirliği hakkında daha doğru sonuçlar verebilecektir.

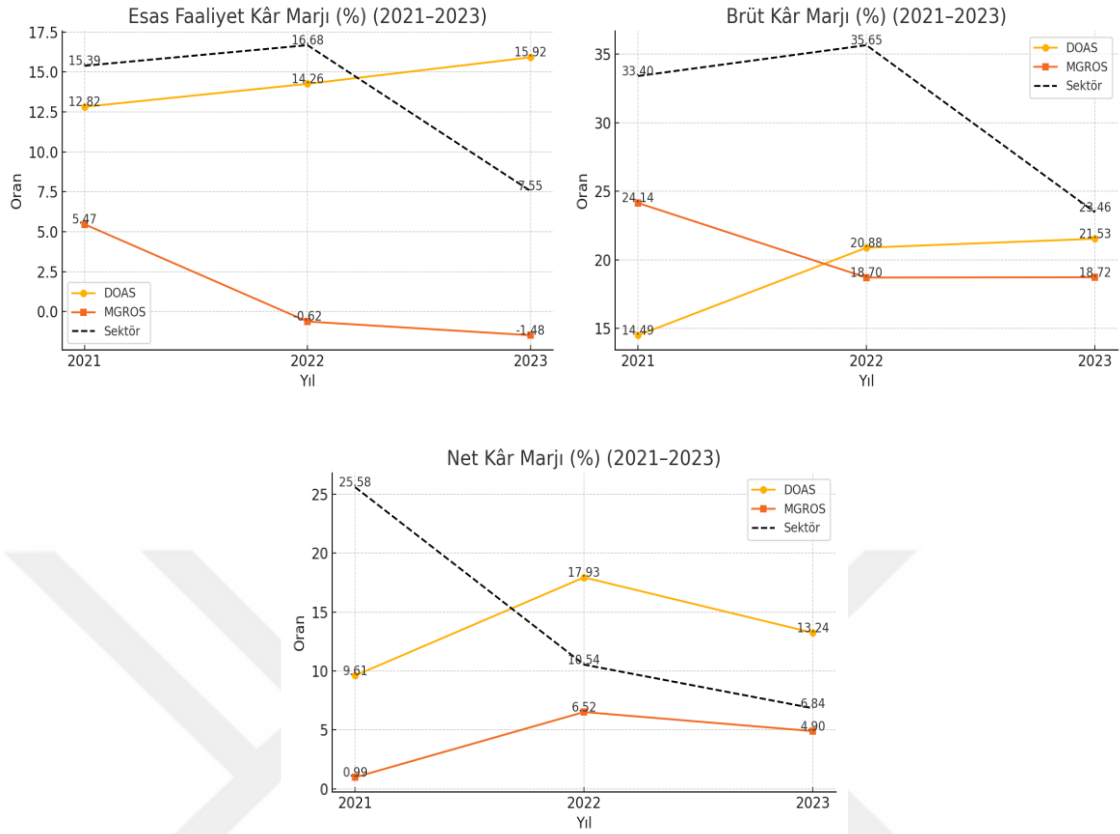
4.5.3 Toptan ve Perakende Ticaret Sektörü Analizi

Sürdürülebilirlik uygulamalarının nispeten etkileri olduğu, dönem ve firma bazında değişkenlik gösterdiği söylenebilir. Çizelge 4.15'de rasyo bazında sektör ve şirketlerin gerçekleştirmeleri bulunmaktadır.

Çizelge 4.15. Toptan ve Perakende Ticaret Sektörü Analizi



Çizelge 4.15. (devam) Toptan ve Perakende Ticaret Sektör Analizi



4.6 MALİ KURULUŞLAR / HOLDİNGLER SEKTÖRÜ

Mali Kuruluşlar ana grubuna bağlı holdingler sektöründe BISTSE’de yer alan ve en az beş senedir endekse dahil olan yedi firma bulunmaktadır. Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş., Global Yatırım Holding A.Ş., Koç Holding A.Ş., Polisan Holding A.Ş., Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş., Tav Havalimanları Holding A.Ş. ve Tekfen Holding A.Ş. çalışmamızda yer almaktadır.

4.6.1 Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.

Doğan Holding’in incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / holding sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.16’da yer almaktadır. Holdingin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.16. Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

DOĞAN ŞİRKETLER GRUBU HOLDİNG A.Ş.	DOHOL			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,52	0,56	0,93	0,47	0,62	0,44
Stok Devir Hızı	4,79	5,03	10,16	7,57	7,02	6,09
Ticari Alacaklar Devir Hızı	4,1	3,89	6,83	8,16	7,59	6,12
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	22,36	23,42	20,89	35,25	39,74	41,91
Cari Oran	2,01	2,03	2,62	1,86	1,89	2,04
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,73	1,72	2,27	1,32	1,29	1,31
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	1,22	-0,46	19,92	6,61	44,21	17,54
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	0,75	-1,56	17,02	2,56	25,38	10,25
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	8,19	3,72	6,98	19,98	25,16	12,88
Brüt Kâr Marjı (%)	18,23	16,59	13,92	32,01	36,63	28,76
Net Kâr Marjı (%)	1,43	-2,8	18,21	13,49	57,09	31,45

Faaliyet Oran Analizi:

Doğan Holding'in varlıklarını satışa dönüştürme oranı 2021'de 0.93 iken, 2023'te 0.52'ye düşerek %44 azalırken sektör bu dönemde %6'lık artış göstermiştir. Firma, sektörün tersine bir eğilim sergilemiş ve verimlilikteki bu gerileme yani varlık devir hızının düşmesi, atıl kaynaklara ve yatırımın etkin kullanılmadığına işaret edebilecekken son sene sektörün üzerinde kalmayı başarmış olması sürdürülebilirlik uygulamalarının başarısı olarak da yorumlanabilir. Stok devir hızında 2021'de 10.16 olan oran, 2023'te 4.79'a düşerek %53'lük bir daralma göstermişken yine sektörün aksine hareket etmiş zira sektör aynı dönemde %24 artmış ve son iki sene de sektörün gerisinde kalmıştır. Stok devir hızındaki gerileme; o dönemdeki enflasyonist ortamda karlılık amacı ile yüksek stokla çalışma mı tercih edildi sorgusunda, holdingin karlılık oranlarının da sektörün altında kalmış olması nedeniyle stratejik bir karar nedeniyle olmadığı şeklinde sonuç çıkartılabilir. Ticari alacaklar devir hızında da stok devir hızındakine benzer bir aşağı yönlü trend gerçekleşmiş ve sektör yükselirken Doğan Holding gerileyerek sektörün altında gerçekleşmeler yaşamıştır. Finansal sürdürülebilirliğin temel taşlarından biri olan tahsilat yönetimi ÇSY kapsamında yönetim kalitesinin bir göstergesi sayıldığından, Doğan Holding'in faaliyet etkinliğinde sürdürülebilirlik uygulamalarının katkısını bu neticeler sorgulatmaktadır.

Mali Yapı Oran Analizi:

Firma oranı 2021'den 2023'e %20.89'dan %22.36'ya sınırlı bir artış gösterirken, sektör aynı dönemde %41.91'den %35.25'e düşmüştür. Firma sektörün %36 altında bir

borçluluk düzeyine sahiptir. Bu durum, mali esnekliği yüksek, düşük finansal risk profiline sahip bir yapı sunar ki güçlü sürdürülebilirlik uygulamalarının firmalarda düşük borçlanma sağlayacağını (Friede vd., 2015; Futri vd., 2025) da teyidi niteliğindedir.

Likidite Oran Analizi:

Her iki likidite oranı da tüm dönemler sektörün üzerinde gerçekleşmiş olsalar da bu üstünlük eğilimsel olarak zayıflamaktadır. Doğan Holding'de 2021'den 2023'e %23 düşüş gerçekleşirken sektörde ise daha sınırlı dalgalanmalar gerçekleşmiştir. Firmada azalan eğilim olsa da dönen varlıkların kısa vadeli borçları karşılama kapasitesinde zayıflama gibi gözükse de sektörün hala üzerinde kalabilmesi sürdürülebilirlik uygulamalarının başarısı olarak da yorumlanabilir.

Karlılık Oran Analizi:

2021'de sektörün üzerinde olan özkaynak ve aktif karlılıkları, 2022'de sektörde iyileşme görülürken negatife dönmüş, 2023'te yükselseler de sektörün hayli gerisinde kalmışlardır. Bu durum, özkaynakların ve aktifin yeterince kârlı kullanılmadığını ve sürdürülebilir kârlılık oluşturulamadığını göstermektedir. Kar marjlarının tamamı 2022'de gerileme sonrası 2023'de artış göstermiş olsalar da her dönem sektörün gerisinde kalmışlardır. Sektörün trendinden de bağımsız bir hareket gözlemlenmekte olup şirketlerin sürdürülebilirliği kendilerine entegre ederken firmanın karlılığına, hedeflerine uyumlu olma konusunda dikkatli olmaları gerektiğinin (Tuteja vd., 2024) önemi karşımıza çıkmaktadır.

Genel Değerlendirme:

Doğan Holding, borçluluğun düşük olması yani kısa vadeli yükümlülükleri karşılama oranlarının sektör ortalamalarının üstünde seyretmesi ve yüksek likidite oranlarıyla sürdürülebilir büyüme için avantaja sahipken hem faaliyet hem de kârlılık oranlarında üç yıllık süreçte istikrarlı bir bozulma görülmekte ve firma genellikle sektör eğilimlerinin tersine hareket etmektedir. Sürdürülebilirlik uygulamalarının riski düşürdüğü ancak verimlilikte etkisi olmadığı sonucuna varılabilmektedir.

4.6.2 Global Yatırım Holding A.Ş.

Global Yatırım Holding'in incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / holding sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.17'de yer almaktadır. Holdingin,

sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.17. Global Yatırım Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

GLOBAL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	GLYHO			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,27	0,59	0,21	0,47	0,62	0,44
Stok Devir Hızı	11,93	31,85	17,56	7,57	7,02	6,09
Ticari Alacaklar Devir Hızı	3,96	6,87	2,89	8,16	7,59	6,12
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	63,02	59,89	68,45	35,25	39,74	41,91
Cari Oran	1	0,95	1,06	1,86	1,89	2,04
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,93	0,88	1,02	1,32	1,29	1,31
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	12,47	8,54	-4,49	6,61	44,21	17,54
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	5,25	7,11	-3,15	2,56	25,38	10,25
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	16,51	15,17	-3,48	19,98	25,16	12,88
Brüt Kâr Marjı (%)	41,1	31,96	18,48	32,01	36,63	28,76
Net Kâr Marjı (%)	19,49	12,09	-14,93	13,49	57,09	31,45

Faaliyet Oran Analizi:

Global Yatırım; aktif devir hızı 2021 yılında oldukça düşük seviyede kalmışken 2022’de önemli bir yükseliş göstermiş ancak 2023’teki sert düşüş sektörün gerileme hızından çok daha yüksek gerçekleşmiştir. Holding sektör ortalamasına göre her dönem daha düşük gerçekleştirme yaşamıştır. Ani çıkış ve iniş dalgalanmaları, şirketin varlıklarını etkin kullanma becerisinde süreklilik sağlayamadığını gösterirken, operasyonel verimliliğin sürdürülebilirlik açısından güçlendirilmeye ihtiyaç duyduğuna işaret edebilir. Stok devir hızı açısından Holding, 2022 yılında zirve yaparak sektörü belirgin şekilde aşmıştır. Ancak bu performans 2023’te dramatik biçimde düşse de hala sektörün üzerinde kalmayı başarmıştır. Sektöre göre çok yüksek başladığı bu kalemde artış ve düşüşlerin şiddeti ya envanter yönetiminde istikrarsızlık olduğunu ya da başlangıç yılındaki zararlara göre artış gösteren karlılıkla paralel değerlendirildiğinde ÇSY’nin yönetim kriterinin etkisi ile yönetimin tercihi kaynaklı yani sürdürülebilirlik uygulamalarının stok yönetimindeki karlılık amaçlı değişiklik kararlarının başarısı olarak da değerlendirilebilir. Ticari alacaklar devir hızında, sektörde her dönem önceki yıla kıyasla artış yaşanırken Global Yatırım dalgalı bir seyir izlemiştir ve sektör ortalaması her üç yılda da firmanın üzerindedir. Alacakların tahsilinde sektöre kıyasla daha yavaş olması, firmanın nakit döngüsünde sürdürülebilir likiditeye ulaşmakta zorlandığı şeklinde değerlendirilebilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı, üç yıl boyunca sürekli olarak %60 ve üzerinde üzerinde seyretmiş, bu da sektör ortalamasının yaklaşık %80 üzerinde bir borçluluk anlamına gelmektedir. 2023'te bu oran artış göstermiş olup Global Yatırım'ın finansmanını ağırlıklı olarak borçla sağlamakta olduğundan bu durumun finansal sürdürülebilirlik açısından kırılganlık yaratabileceği yorumu yapılabilir. Sürdürülebilir yatırım projelerinin finansmanı için dış kaynaklara bağımlı bir yapı, faiz oranı dalgalanmaları ve makroekonomik belirsizliklere karşı savunmasızlık anlamına da gelebilmektedir.

Likidite Oran Analizi:

Firmanın cari oranı da likidite oranı da tüm dönemler boyunca sektörün altında kalmış ve 2023'te sadece sınırlı bir iyileşme göstermişlerdir. Bu durum, kısa vadeli borç ödeme kapasitesinin zayıf olduğunu göstermektedir. Sürdürülebilir işletmelerin, çevresel krizler ya da piyasa şokları gibi dışsal faktörler karşısında esnek olabilmesi için ihtiyaç duyduğu likidite oranlarında sektöre göre düşük kalması Global Yatırım'ın likidite pozisyonunun kırılganlığını arttırmakta dolayısıyla iklim, ekonomik riskler ya da yasal, çevresel düzenlemeler karşısında adaptasyon gücünü azaltabilme riski taşımaktadır.

Kârlılık Oran Analizi:

Özkaynak kârlılığı, aktif karlılığı ve net kar marjı 2021'de negatifken sonraki iki yılda yukarı yönlü bir seyir izleyerek 2023'te sektörün üzerine çıkmışlardır. Sadece esas faaliyet kâr marjında Global Yatırım gelişim göstermiş olsa da sektörün üzerine çıkmayı başaramamıştır. Son iki senedeki toparlanmalar, firmanın kârlılık yapısını yeniden inşa etmeye başladığını ancak esas faaliyet kar marjındaki düşüklük, firmadaki likidite, tahsilat ve borçluluk alanlarındaki riskler de devam ettiğinden, sürdürülebilirlikle ilgili soru işaretleri doğurmaktadır.

Genel Değerlendirme:

Global Yatırım'ın mali oranları, özellikle 2021'deki zayıf performansın ardından 2022'de toparlanma, 2023'te ise kısmen dalgalı bir seyir göstermiştir. Firma, kârlılık göstergelerinde sektörle rekabet edebilir hâle gelirken; likidite, faaliyet verimliliği ve borçluluk gibi alanlarda sektörün gerisinde kalmaya devam etmektedir. Sürdürülebilirlik uygulamaları ÇSY açısından bakıldığında; Holding'in bu oranları, kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının henüz mali yapıya tam olarak yansımadığı sonucunu

düşündürmektedir. Bu bağlamda, sürdürülebilirlik performansı ile mali performans arasında doğrudan bir ilişki kurulduğu tespiti yapılamamaktadır.

4.6.3 Koç Holding A.Ş.

Koç Holding’in incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / holding sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.18’de yer almaktadır. Holdingin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.18. Koç Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

KOÇ HOLDİNG A.Ş.	KCHOL			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,53	0,89	0,42	0,47	0,62	0,44
Stok Devir Hızı	9,19	14,55	8,22	7,57	7,02	6,09
Ticari Alacaklar Devir Hızı	1,76	3,07	1,49	8,16	7,59	6,12
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	21,3	22,14	28,05	35,25	39,74	41,91
Cari Oran	0,92	0,87	0,85	1,86	1,89	2,04
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,86	0,79	0,79	1,32	1,29	1,31
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	6,82	10,98	6,24	6,61	44,21	17,54
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	3,86	6,75	3,17	2,56	25,38	10,25
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	12,76	14,26	11,17	19,98	25,16	12,88
Brüt Kâr Marjı (%)	23,47	23,6	23,09	32,01	36,63	28,76
Net Kâr Marjı (%)	7,34	7,55	7,55	13,49	57,09	31,45

Faaliyet Oran Analizi:

Koç Holding’in aktif devir hızı 2021’den 2022’ye belirgin şekilde yükselmiş, ancak 2023’te bu ivmesini kaybederek düşüşe geçmiş olsa da sektörün üzerinde kalmayı başarmıştır. Sektör genelinde ise daha istikrarlı ve sınırlı dalgalanmalar gözlenmiştir. Bu fark, firmanın operasyonel faaliyetlerinde dönemsel strateji değişikliklerinden veya dışsal etkilere daha fazla etkilendiğini düşündürmektedir. Stok devir hızı açısından firma üç yıl boyunca sektör ortalamasının oldukça üzerindedir. Bu durum, Koç Holding’in stok yönetiminde verimli bir yapıya sahip olduğunu ortaya koyar. Sürdürülebilir tedarik zinciri yönetimi açısından bu güçlü performans, çevresel etkileri azaltacak şekilde minimum stokla maksimum üretkenliği sağlayan “yalın üretim” politikalarıyla (Anastasov vd., 2019) ilişkilendirilebilir. Ticari alacaklar devir hızında ise sektör ortalamasının %78

altında yer alan Koç Holding’de sektöre kıyasla daha yavaş tahsilat yapılması, holdingin nakit döngüsünde sürdürülebilir finansman açısından kırılabilirlik yaratma riski doğurmaktadır. Borçlanmasının düşük özkaynak karlılığının yüksek oluşu holdingin daha rahat olmasını, piyasa riski taşımak istemediği için alacak kalitesini yükseltme amaçlı iyi müşterilere uzun vade açıyor olma ihtimalini de düşündürmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, Koç Holding’in üç yıl boyunca sektör ortalamasının oldukça altında, düşük bir borçluluk oranına sahip olduğu görülmektedir. Bu aşağı yönlü düşüş yönündeki istikrar da firmanın özkaynak ağırlıklı finansman yapısına sahip olduğunu ve dışsal ekonomik dalgalanmalara karşı daha dirençli olduğuna işaret etmektedir. Düşük borçluluk oranı, iklim, ekonomik, pandemi krizi gibi ani dışsal riskler karşısında mali dayanıklılığı yüksek tutarak sürdürülebilirlik ilkeleriyle uyumlu bir sermaye politikası izlemeyi sağlayabilecektir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran ve likidite oranı üç yıl boyunca çok sınırlı artışlar göstermiş olup her iki oran da, her dönem sektör ortalamasının altında yer almıştır. Likidite yönetimi, sürdürülebilirlik stratejilerinin mali sağlamlıkla desteklenmesi açısından kritik bir gösterge sayılabilir holdingin sürdürülebilirliği açısından da incelenen oranlardandır. Ayrıca sürdürülebilirlik uygulamalarının da firmadaki etkisi likidite oranlarında gözlemlenmemektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Özkaynak ve aktif kârlılığı oranları incelendiğinde, Koç Holding’in her iki göstergede de üç yıl boyunca sektörle uyumlu bir seyir izlediği ve son sene sektörün de üzerine çıkmayı başardığı görülmektedir. Kar marjlarının tamamında Koç Holding’in yıllar itibarıyla yataya yakın gerçekleşmesi olurken sektörde çıkışlar inişler yaşanmış, dolayısıyla sektörün altında kalsa da istikrarlı bir yapısı olduğu ve genel mali sürdürülebilirliğin güçlü bir göstergesi şeklinde yorumlanabilir.

Genel Değerlendirme:

Koç Holding’in mali oranları, genel olarak sektöre göre düşük de seyretilse daha istikrarlı ve düşük riskli gözükken bir yapı sergilemektedir. Firma, özellikle faaliyet verimliliği ve düşük borç konularında sektöre kıyasla avantajlıyken; likidite yönetimi ve bazı kârlılık

göstergelerinde iyileştirmeye açıktır. Literatürde ÇSY uygulamalarının kârlılık ve yatırımcı ilgisi üzerindeki pozitif etkisi sıkça vurgulanmaktadır (Friede vd., 2015) ancak Koç Holding'in finansal oranları sürdürülebilirliğin etkisini sektörle kıyaslamada direkt olarak göstermemektedir.

4.6.4 Polisan Holding A.Ş.

Polisan Holding'in incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / holding sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.19'da yer almaktadır. Holdingin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.19. Polisan Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

POLİSAN HOLDİNG A.Ş.	POLHO			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,4	0,86	0,6	0,47	0,62	0,44
Stok Devir Hızı	7,49	9,85	5,8	7,57	7,02	6,09
Ticari Alacaklar Devir Hızı	4,74	7,7	4,05	8,16	7,59	6,12
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	7,14	8,81	22,24	35,25	39,74	41,91
Cari Oran	1,11	1,24	1,22	1,86	1,89	2,04
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,95	0,9	0,91	1,32	1,29	1,31
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	7,11	33,12	11,65	6,61	44,21	17,54
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	5,35	24,58	8,54	2,56	25,38	10,25
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	10,43	10,69	14,24	19,98	25,16	12,88
Brüt Kâr Marjı (%)	21,42	17,41	20,92	32,01	36,63	28,76
Net Kâr Marjı (%)	13,34	28,66	14,22	13,49	57,09	31,45

Faaliyet Oran Analizi:

Polisan Holding'in aktif devir hızı 2021'den 2022'ye anlamlı bir yükseliş göstermiştir ancak 2023'e gelindiğinde sektör %24 düşerken Polisan Holding %53 düşerek sektörden iki kat fazla gerileyerek sektör ortalamasının altına inmiştir. Bu durum, varlıkların satışa dönüş sürecinde yavaşlama yaşandığını ve operasyonel verimliliğin zayıfladığını göstermektedir. Sürdürülebilir operasyonlar açısından, bu dalgalanma, kaynak kullanım verimliliği açısından risk teşkil eder. Stok devir hızı ile Ticari alacak devir hızında sektör her sene bir miktar artış gösterirken Polisan Holding 2022'de 2021'e kıyasla çok ciddi bir artış sonrası 2023'de sektör hareketinin tersine gerileyerek sektör ortalamalarının da

altına inmiştir. Sürdürülebilir bir finansal yapı için müşterilere sağlanan kredilerin yönetimi kritiktir zira sürdürülebilirlik yatırımlarına yönelmek için gereken kaynaklar kısıtlanabilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı açısından Polisan Holding üç yıl boyunca sektör ortalamasının belirgin şekilde altında kalmıştır. Özellikle 2023'te bu fark dramatik bir biçimde açıldığından firmanın özkaynak finansmanına daha fazla dayandığını ve finansal kaldıraç riskinden uzak durduğu anlaşılmaktadır. Bu tür düşük borçluluk düzeyi, sürdürülebilirlik odaklı uzun vadeli yatırımlar için mali dayanıklılık sağlayabilir ve yatırımcılar açısından güven unsuru oluşturabilir ayrıca düşük kaldıraç nedeniyle kaçan fırsat olup olmadığının kontrolü de sürdürülebilirliğin yönetim kriteri ile tespit edebilme gücü olduğu düşünülebilir. Ek olarak dikkat çeken nokta; düşük borçluluğa rağmen faaliyet ve kârlılık göstergelerinde düşüş eğilimi olmasıdır. Bu, firmanın risk almadan büyüme stratejisi izlediğini ancak verimlilikte sürdürülebilir başarıyı henüz sağlayamadığını düşündürmektedir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran ve likidite (asit-test) oranı 2021'den 2022'ye neredeyse yatay seyretmiş, 2023 yılında ise cari oran gerilerken likidite oranı yükselmiş ancak her iki oran da her üç dönemde de sektörün üzerine çıkamamıştır. Bu durum, firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme kapasitesi konusunda zayıf bir likidite pozisyonuna işaret ettiğinden sürdürülebilirliğin likidite açısından Polisan'a katkısının olmadığı görülmektedir. Öte yandan da sürdürülebilirlik uygulamalarının verdiği güçle; firmanın düşük borçlanması acil durumda ihtiyaç olduğunda kullanacak kaynak bulma ihtimalini arttırdığından, firma nakdini daha yüksek verim getirecek uzun vadeli kaynaklarda değerlendirerek kısa vadede zayıf likidite riskini tercih ediyor olma ihtimali göz ardı edilmemelidir. Tercihen de olsa likidite yetersizliği, ÇSY yatırımları gibi uzun vadeli projelerde fonlama önceliğini kısıtlayabilir özellikle karbon nötr hedeflerine ulaşmak için yapılacak büyük çaplı teknoloji yatırımları, güçlü nakit rezervleri gerektirir. Bu bağlamda, Polisan'ın mali dayanıklılığını artırması, sürdürülebilir dönüşüm süreçlerini desteklemesi açısından önem arz etmektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Özkaynak ve aktif kârlılığı oranları 2022 yılında oldukça yüksek seviyelere ulaşmışken, 2023'te belirgin bir düşüş yaşamış olup sektöre paralel olan bu hareketler neticesinde son seneki düşüşe rağmen Polisan Holding sektör ortalamalarının üzerinde kalmayı başarmıştır. Esas faaliyet ve brüt kar marjlarında, her dönem sektörün gerisinde olan Polisan, yıllar itibarıyla artış azalışlarda da sektöre paralel hareket etmemiştir. Net kâr marjında biraz daha sektöre paralel hareketler gerçekleşmiş ve son sene sektörle neredeyse aynı seviyede kalmıştır. Bu durum, yüksek üretim maliyetleri ya da verimsiz harcama kalemlerinin varlığına işaret edebilir. Karlılıkta sürdürülebilirlik, sadece gelir artışı değil aynı zamanda maliyet disiplini de sağlayabileceğinden sürdürülebilirlik uygulamalarının etkisinin gözlemlenmediği sonucu çıkartılabilir.

Genel Değerlendirme:

Polisan Holding'in mali oranları; düşük borçluluk ve etkin stok yönetimi gibi güçlü yönler taşımakla birlikte, kârlılık ve likidite gibi alanlarda gelişmeye açıktır. Sürdürülebilirlik çerçevesinden bakıldığında; borçsuz finansman yapısı, gelecekteki çevresel ve dijital dönüşüm yatırımlarına güçlü bir zemin sunarken likidite ve tahsilat yönetiminde zayıf performans, çevresel risklere karşı esnekliğin azalmasına neden olabilir.

4.6.5 Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.

Sabancı Holding'in incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / holding sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.20'de yer almaktadır. Holdingin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.20. Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG A.Ş.	SAHOL			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,06	0,08	0,05	0,47	0,62	0,44
Stok Devir Hızı	4,99	6,96	4,27	7,57	7,02	6,09
Ticari Alacaklar Devir Hızı	0,19	0,26	0,16	8,16	7,59	6,12
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	9,92	10,87	14,64	35,25	39,74	41,91
Cari Oran	0,8	0,8	0,77	1,86	1,89	2,04
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,79	0,78	0,76	1,32	1,29	1,31
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	2,75	9,69	6,74	6,61	44,21	17,54
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	0,92	4,16	3,12	2,56	25,38	10,25
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	79,3	122,36	71,55	19,98	25,16	12,88
Brüt Kâr Marjı (%)	15,37	14,71	21,21	32,01	36,63	28,76
Net Kâr Marjı (%)	14,49	49,58	67,32	13,49	57,09	31,45

Faaliyet Oran Analizi:

Sabancı Holding'in aktif devir hızı üç yıl boyunca sektör ortalamasının oldukça gerisinde seyretmiştir. 2022 yılında hafif artış gösteren bu oran, sektörün %87 gerisinde kalmasıyla operasyonel çevikliğin zayıflığına işaret ettiğinden firmanın sürdürülebilirlik hamlelerini sınırlandırabilir. Stok devir hızında Sabancı Holding 2022'de sektör gibi ivme kazanmış; ancak 2023'te sektör yine yükselirken Sabancı Holding düşüş göstermiştir. Sektörle kıyaslandığında oranlar her üç yıl boyunca anlamlı biçimde düşük seviyelerde kalmıştır. Ticari alacaklar devir hızında firmanın sektörden çok daha yavaş tahsilat gerçekleştirdiği görülmektedir. Özellikle 2023 yılında sektör artış gösterirken Sabancı düşüş sergilemiştir. 2023'de gelinen noktada %98 sektörün gerisinde kalan Sabancı Holding'in nakit akışında bu ticari alacak devir hızı bir kırılganlık oluşturabilir ve sürdürülebilir yatırım fonlarının kullanımında dar boğaz yaratabilir. Faaliyet oranlarında çok ciddi seviyelerde sektörün gerisinde olması, sürdürülebilirlik uygulamalarının firmada olumlu etkisinin olmadığını teyit eder niteliktedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı, Sabancı Holding için üç yıl boyunca sektöre kıyasla oldukça düşük seviyede kalmıştır. Her dönem hem firma hem de sektör bu oranı azaltma eğilimindedir ve sektörün %72 gerisindeki firma borçsuzluk açısından istikrarlı bir çizgi izlemektedir. Bu yapı, dış finansmana olan bağımlılığın düşük olduğunu ve öz kaynak gücüne dayalı bir mali duruşun benimsendiğini gösterir dolayısıyla sürdürülebilir

yatırım projelerine kaynak tahsisinde daha özerk hareket edebilme kapasitesi anlamına gelir ki sürdürülebilirlik uygulamalarının düşük borçlulukla krizlere hazırlıklı olma anlamında firmaya destek olduğu söylenebilir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran ve likidite oranları üç yıl boyunca sektör ortalamalarının altında kalırken sektör, her üç yılda da bu oranlarda Sabancı'nın çok üzerinde performans sergilemiştir. Bu göstergeler, firmanın iç nakit üretim kapasitesiyle dışsal çevresel baskılara ne ölçüde karşı koyabileceğine referans olduğundan likidite yönetiminin iyileştirilmesi, yalnızca finansal sağlığı değil, sürdürülebilirlik açısından da stratejik esnekliği artıracaktır.

Karlılık Oran Analizi:

Sabancı Holding özkaynak ve aktif karlılığında sektöre paralel çıkış ve iniş yaşamış ancak bu hareketleri sektör ortalamalarının ciddi seviyesinde gerisinde gerçekleştirmiştir. Esas faaliyet kârlılığında ise 2022'de %122 gibi sıra dışı yükseklikte bir gerçekleşme yaşamış, 2023'deki sert düşüşe rağmen her üç dönemde de Sabancı, sektör ortalamalarının üzerinde kar elde etmeyi başarmıştır. Net kâr marjında 2022'de sektörün aksine düşüş yaşamış olsa da 2023'de Sabancı yeniden sektörün üzerine çıkmış olduğundan sürdürülebilirlik uygulamalarının; karlılığı, dışsal ekonomik etkilere çok, içsel stratejik uyumla yönetme gücü eklediği izlenimi edinilmektedir.

Genel Değerlendirme:

Sabancı Holding, düşük borçluluğu ve yüksek esas faaliyet kar marjı ile sürdürülebilir mali altyapı açısından avantajlı bir pozisyona sahiptir ancak faaliyet ve likidite oranlarındaki düşük seyir, firmanın günlük operasyonel verimlilikte ve nakit yönetiminde gelişime açık yönleri olduğunu ortaya koymaktadır. Sürdürülebilirlik yatırımlarının maliyet yapısı üzerindeki etkilerinin bu verimlilik düşüşüne katkıda bulunmuş olabileceği göz önünde bulundurulurken firmanın sürdürülebilirlik uygulamaları sayesinde karlılığını maksimize ediyor olma ihtimali de değerlendirilebilir.

4.6.6 Tav Havalimanları Holding A.Ş.

Tav Havalimanları Holding'in incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / holding sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.21'de yer almaktadır. Holdingin,

sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.21. Tav Havalimanları Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TAV HAVALİMANLARI HOLDİNG A.Ş.	TAVHL			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,29	0,27	0,15	0,47	0,62	0,44
Stok Devir Hızı	13,52	13,21	13,69	7,57	7,02	6,09
Ticari Alacaklar Devir Hızı	7,07	6,04	1,76	8,16	7,59	6,12
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	46,9	42,93	38,39	35,25	39,74	41,91
Cari Oran	1,16	1,03	0,92	1,86	1,89	2,04
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,12	0,96	0,88	1,32	1,29	1,31
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	10,14	6,86	4,4	6,61	44,21	17,54
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	5,73	3,41	1,47	2,56	25,38	10,25
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	19,59	20,54	14,04	19,98	25,16	12,88
Brüt Kâr Marjı (%)	60,21	59,86	63,45	32,01	36,63	28,76
Net Kâr Marjı (%)	19,76	12,51	9,82	13,49	57,09	31,45

Faaliyet Oran Analizi:

TAV Havalimanları'nın aktif devir hızı, 2021'den 2022'ye ciddi bir artış gösterirken, 2023'te de küçük bir ivme kazanmıştır ancak her üç yılda da sektörün oldukça altında seyretmiştir. Özellikle 2022 yılında sektörün zirveye yaklaştığı bir dönemde firmanın sektöre nispeten daha yavaş ilerlemesi, varlıkların etkinliğini sınırlandıran bir operasyonel yapı olduğunu göstermektedir. Sürdürülebilirlik perspektifinden, bu düşük devir hızı kaynak verimliliği açısından geliştirilmesi gereken bir alan olarak değerlendirilebilir. Stok devir hızında ise TAV, sektörle kıyaslandığında üstün bir performans sergilemiştir. Üç yıl boyunca sektörün neredeyse iki katı seviyesinde kalmayı başardığından, firmanın tedarik zinciri ve envanter yönetimini başarılı biçimde yürüttüğü anlaşılmaktadır ki bu durum aynı zamanda, çevresel sürdürülebilirlik açısından kaynak israfının azaltılması ve lojistik optimizasyonu açısından önemli bir avantajdır. Ticari alacaklar devir hızında da TAV, sektör ortalamasının altında kalmasına rağmen 2023 yılına kadar artan trendde hareket etmiş olsa da sektör hızla yükselirken TAV sektöre kıyasla durağan kalmıştır. Bu da firmanın tahsilat süreçlerinin yavaşlığını ve nakit dönüşüm süresinin iyileşse de sektöre yetişemediğini gösterdiğinden sürdürülebilirlik açısından çevresel yatırımlar gibi likit kaynak gerektiren projelerde, krizlerde ani ihtiyaç olması durumunda potansiyel fon

sıkışıklığı yaşanabilme riskini düşündürmektedir ki yüksek borçlanma ve düşük likidite bu riski pekiştirmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı açısından TAV, 2021'den 2023'e kadar artan bir borçluluk eğilimi göstermiştir ve bu eğilim, sektörün tam tersine borçluluğunu azaltma yönünde ilerlediği bir dönemde gerçekleşmiştir. Bu zıt yönlü hareket, yeni yatırımlar kaynaklı olabileceği gibi firmanın dış finansmana olan bağımlılığının arttığını ve sermaye yapısında daha kırılgan bir dengeye geçiş yaptığı izlenimi oluşturmaktadır.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran ve likidite oranı incelendiğinde, TAV'ın üç yıl boyunca iyileşen bir eğilim içinde olduğu görülür ancak yine de sektör ortalaması hâlâ daha yüksek seviyededir dolayısıyla firmanın çevresel şoklar veya regülasyon değişiklikleri karşısında daha az dirençli olabileceğini düşündürmektedir. Sürdürülebilirlik uygulamalarının likidite açısından firmaya katkısının olmadığı değerlendirilebilir.

Karlılık Oran Analizi:

TAV'ın özkaynak ve aktif kârlılığı üç yılda da düzenli artış göstererek sektöre kıyasla 2021 ve 2022'de geride kalmasına rağmen, 2023'te sektör ciddi bir düşüş yaşarken firmanın sektör ortalamasının üzerine çıkmayı başarması, şirketin yatırım kârlılığını sürdürülebilir biçimde artırmaya başladığını göstermektedir. 2023'de sektör tüm karlılık oranlarında düşüş yaşarken TAV esas faaliyet kar marjında yataya yakın seyretmiş diğer tüm karlılık rasyolarında iyileşme göstermiştir. Bu gerçekleştirmeler, sürdürülebilir büyümeye geçişin finansal yapıya olumlu yansımaları olarak değerlendirilebilir.

Genel Değerlendirme:

TAV Havalimanları Holding, özellikle kârlılık ve stok yönetimi alanlarında sektör ortalamalarının üzerinde performans sergilemiş, bu yönüyle mali sağlamlık ve çevresel verimlilik açısından öne çıkmıştır ancak aktif ve alacak devir hızları ile borçluluk yapısında sektörle uyumsuz eğilimler sergilediğinden uzun vadeli sürdürülebilirlik için bazı kırılganlıklar barındırdığı yorumu yapılabilir.

4.6.7 Tekfen Holding A.Ş.

Tekfen Holding'in incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / holding sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.22'de yer almaktadır. Holdingin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.22. Tekfen Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TEKFEN HOLDİNG A.Ş.	TKFEN			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,71	1,32	0,91	0,47	0,62	0,44
Stok Devir Hızı	3,39	6,03	4,99	7,57	7,02	6,09
Ticari Alacaklar Devir Hızı	4,21	6,54	4	8,16	7,59	6,12
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	17,4	12,62	15,98	35,25	39,74	41,91
Cari Oran	1,01	1,23	1,18	1,86	1,89	2,04
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,65	0,79	0,88	1,32	1,29	1,31
Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	-5,06	8,93	9,86	6,61	44,21	17,54
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	-1,88	3,37	4,63	2,56	25,38	10,25
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	-1,72	3,72	1,91	19,98	25,16	12,88
Brüt Kâr Marjı (%)	2,85	5,08	7,89	32,01	36,63	28,76
Net Kâr Marjı (%)	-2,67	2,56	5,11	13,49	57,09	31,45

Faaliyet Oran Analizi:

Tekfen Holding'in aktif devir hızı 2022 yılında önemli bir yükseliş göstererek sektörün %113 üzerinde konumlanmış, 2023'de %46 gibi ciddi bir düşüş yaşasa da tüm dönemleri sektör ortalamalarının önemli oranda üzerinde gerçekleştirmeyi başarmıştır. Aktiflerini verimli kullanan firmanın stok ve alacak devir hızı ise hem üç dönemde de sektörün gerisinde kalmış hem de sektör her dönem iyileşme gösterirken son sene zaten gerideki firma düşüş göstererek sektörün tersine hareket etmiştir. Bu tablo, alacak tahsilat sürelerinde yaşanan zorluklara ve işletme sermayesinin verimsiz kullanımına işaret etmektedir ki enflasyonist dönemde denk gelen stok devir hızındaki gerileme karlılığa yansımamış, alacak vadelerindeki uzama da kara yönelik stratejik kararlardan kaynaklanmıyor görüntüsü çizmektedir. Sürdürülebilirlik uygulamalarının olumlu etkisi aktif devir hızından hariç faaliyet verimliliğinde gözlemlenememektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlölüklerin varlıklara oranı Tekfen için 2022'ye kadar düşüş göstermiş; ancak 2023'te artmıştır ki 2023'teki borç artışı sektördeki azalma eğilimine ters yönde ilerlemiştir. Yine de sektörün yarı seviyesinde bulunan borçlanma ile her dönem sektörden daha düşük seviyede kaldığından finansal sürdürülebilirliğe destek, krizlere kırılganlığı azaltan bir yapı ile sürdürülebilirlik uygulamalarının olumlu etkisi olarak değerlendirilebilir.

Likidite Oran Analizi:

Tekfen Holding'in cari oran ve likidite oranlarının sektöre göre düşük ve dalgalı seviyede olduğu dikkat çekerken sektör, üç yıl boyunca yüksek ve dengeli bir seyir izlemiştir. Bu tablo, Tekfen'in kısa vadeli yükümlölüklerini karşılama kapasitesinin sınırlı olduğunu ve finansal esnekliğinin zayıf kaldığını düşündürmekte ve likidite yönetimindeki bu zayıflık, çevresel riskler, ekonomik krizler, doğal afetler, enerji fiyatları veya çevresel regülasyonlar gibi dışsal şoklara karşı mali tampon oluşturmama riski barındırmaktadır.

Karlılık Oran Analizi:

2023 yılı Tekfen açısından kârlılık açısından oldukça zayıf geçmiştir. Tüm karlılık rasyolarında 2022'ye kıyaslama gerileme yaşanmış olup özkaynak ve aktif kârlılığı başta olmak üzere, esas faaliyet ve net kâr marjlarında yaşanan negatifleşme, şirketin temel iş yapısında kârlılığı koruyamadığını göstermektedir. Bu durum, sürdürülebilir büyüme açısından önemli bir kırılganlık sinyali verirken stratejik kararların etkinliğini de sorgulatmaktadır. Firmanın sürdürülebilirlik çabalarının mali yapıyı etkilemesi için gerekli olan stratejik netlik gözlemlenmemektedir.

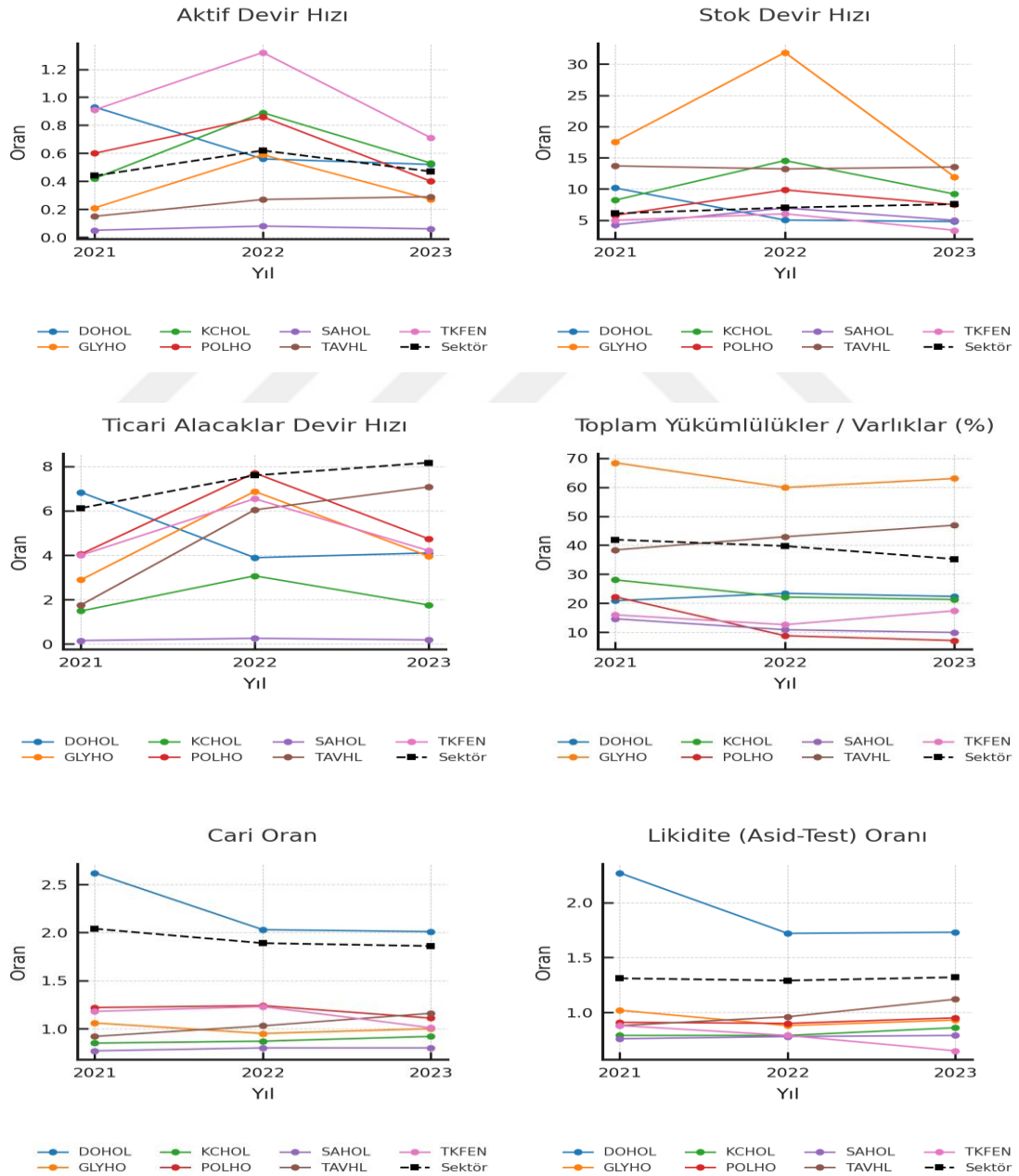
Genel Değerlendirme:

Tekfen Holding, her dönemde faaliyetlerinde aktiflerinin verimli kullanımı ile düşük borçlanma yapısı açılarından avantajlı durumda olup faaliyetlerinde stok ve alacak devir hızlarındaki verimsizliği, likiditesinin herhangi bir kötü senaryoya karşı hazırlıksız oluşu ve düşen karlılığı ile sürdürülebilirlik uygulamalarından olumlu fayda sağlayamamış görüntüsü çizmektedir. Özellikle çevreye duyarlı inşaat ve tarım projeleri yürüttüğü düşünüldüğünde, Tekfen'in sürdürülebilirlik alanındaki uygulamalarının etkinliği gözlemlenememiş yorumu yapılabilir.

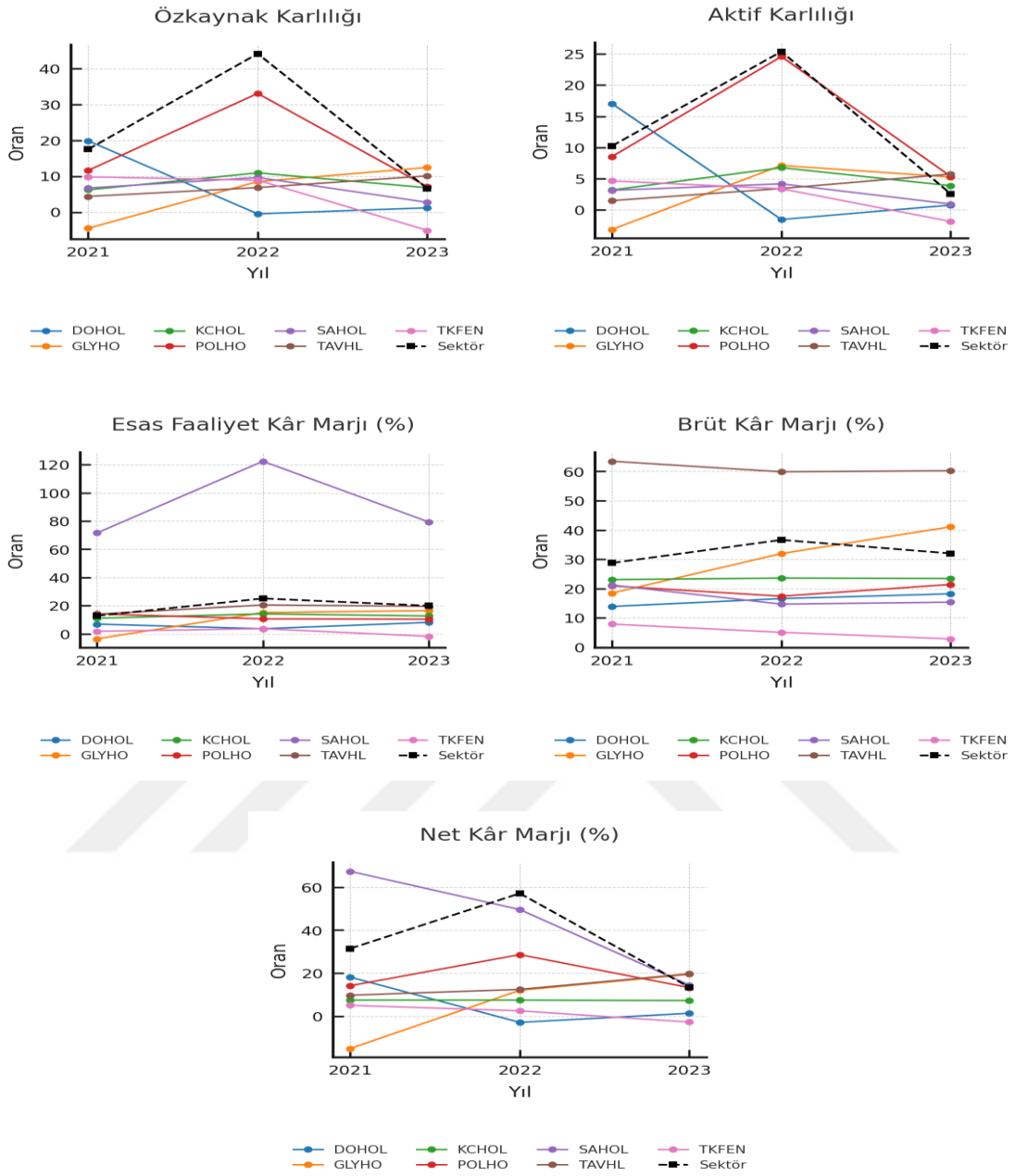
4.6.8 Mali Kuruluşlar / Holdingler Sektör Analizi

Holdinglerin finansal rasyoları sektör ortalamaları ile kıyaslandığında toplam yükümlülükler/varlıklar yani borçlanma düzeylerinde çoğunlukla olumlu seviyede oldukları gözlemlenmekte, diğer kalemlerde sürdürülebilirliğin olumlu bir etkisi gözlemlenmemekte, neredeyse ters ilişki kurulabilecek seviyede çoğunlukla sektörlerine kıyasla olumsuz görünen neticeler ortaya koymaktadırlar. Çizelge 4.23’de rasyo bazında sektör ve şirketlerin gerçekleştirmeleri bulunmaktadır.

Çizelge 4.23. Holdingler Sektör Analizi.



Çizelge 4.23. (devam) Holdingler Sektör Analizi.



4.7 İMALAT SEKTÖRÜ

İmalat sektöründe BISTSE’de yer alan ve en az beş senedir endekse dahil olan on sekiz firma bulunmaktadır. Akso Akrilik Kimya Sanayii A.Ş., Arçelik A.Ş., Aygaz A.Ş., Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş., Coca-Cola İçecek A.Ş., Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş., Ereğli Demir ve Çelik T.A.Ş., Ford Otomotiv Sanayi A.Ş., Kordsa Teknik Tekstil A.Ş., Otokar Otomotiv ve Savunma San. A.Ş., Petkim Petrokimya Holding A.Ş., Tat Gıda Sanayi A.Ş., Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.,

Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş., Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş., Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş., Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş. çalışmamızda yer almaktadır.

4.7.1 Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.

Aksa Akrilik Kimya şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.24’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.24. Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

AKSA AKRİLİK KİMYA SANAYİİ A.Ş.	AKSA			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,88	1,98	1,16	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	4,98	10,26	5,94	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	8,45	16,76	8,44	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	14,39	15,76	31,5	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,42	1,48	1,02	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,92	0,92	0,76	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	9,03	37,59	25,45	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	6,1	26,22	16,25	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	11,31	-9,54	18,02	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	16,52	16,35	22,09	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	6,9	13,24	13,98	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Aktif devir hızı ve stok devir hızı açısından firma, 2022 yılında belirgin bir artış göstermesine rağmen, 2023’te önceki yılın çok altında bir performans sergilemiştir. Sektör ise bu süreçte daha dengeli bir seyir izlemiştir. Aksa Akrilik, ilk iki sene sektörün üzerindeyken son sene altına düşmesiyle varlıkların satışa dönüşümünde sürdürülebilir operasyonel verimliliğin ve stok yönetiminde henüz istikrar kazanmadığı izlenimi bırakmaktadır. Ticari alacaklar devir hızında firma 2022’de sektörün oldukça üzerine çıkmış, ancak 2023’te düşüşle birlikte önceki seneye göre iyileşen sektör seviyesine yaklaşmıştır. Bu durum, tahsilat hızında dönemsel iyileşmeler olduğunu, ancak sürdürülebilir bir finansal döngü sağlanamadığını düşündürmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı her dönem sektörün altında gerçekleşmiş, hem sektör hem Aksa Akrilik, düşen trend gerçekleşmiş ve firma, %42,12 olan sektör seviyesine kıyasla %14,4 ile borçlanmasını çok daha yönetilebilir seviyeye indirmeyi başardığından firmanın dış kaynaklara bağımlılığını azaltarak finansal sürdürülebilirlik yönünde önemli bir adım attığı gözlemlenmektedir. Borçluluğun düşürülmesi, ÇSY kriterlerine uygun uzun vadeli projelerin finansmanında daha az risk taşımasını sağlayabilecektir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran, firma özelinde dalgalı bir seyir izlemiş; 2022’de sınırlı bir artış gösterdikten sonra 2023’te yeniden düşüşe geçmiştir. Sektör ise bu dönemde daha istikrarlı ve yüksek oranlar sergilemiştir. Likidite (asid-test) oranı ise üç yıl boyunca sektöre yakın seyretmiştir, Bu istikrar, kısa vadeli nakit benzeri varlıkların yönetiminde disiplinli bir yapı olduğunu gösterse de sektörle tam eşleşememekte, cari oranı sektörün tersine hareketlerle sürekli ortalamaların gerisinde yer almakta dolayısıyla firmanın kısa vadeli yükümlülükleri karşılama kapasitesinin sınırlı olduğu yorumu yapılabilmektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Özkaynak ve aktif kârlılık oranları, 2022 yılında sektöre paralel olarak dikkat çekici biçimde artmış; ancak 2023’te sert bir düşüş yaşamışlardır. Sektör de benzer bir seyir izlese de AKSA, her iki oranda da başta yukarıda olduğu bu oranlarda son sene sektörün altında kalmıştır. Bu durum, başlangıç yılı olan 2021’de elde edilen yüksek kârlılığın sürdürülebilir olmadığını ve stratejik yatırımların ya da operasyonel verimliliğin bu dönemde zayıflamış olabileceğini göstermektedir. Esas faaliyet kâr marjı 2022’de negatif bir değere gerilemiş, 2023’te ise tekrar pozitive geçmiştir. Bu toparlanma, ana faaliyet alanlarında yeniden değer üretme gücünü göstermekte, rekabetçi karlılık yapısına hızla dönüşme gücünü ifade etmektedir.

Genel Değerlendirme:

Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş., mali oranlar açısından 2022’de faaliyet verimliliğini arttırırken esas faaliyetinden zarar eder hale gelmesi, 2023’de karını arttırırken özkaynak ve aktif karlılığını düşürmesi firmanın sürdürülebilir finansman stratejisi oluşturma yönünde gelişim alanı olduğunu düşündürmektedir. ÇSY kriterleri açısından değerlendirildiğinde, borç yapısındaki iyileşme ve alacak yönetimindeki başarıları

olumlu sinyaller vermektedir ancak faaliyet ve kârlılık oranlarındaki dalgalanmalar, ÇSY projelerine uzun vadeli kaynak yaratımında sürdürülebilirliği sınırlandırabilir. Sonuç olarak, sürdürülebilirliğe entegre olmanın Aksa Akrilik için uzun vadeli rekabet avantajı yaratacağı ancak bu entegrasyonun stratejik, operasyonel ve finansal açıdan eş zamanlı olarak henüz gerçekleşmediği değerlendirilmektedir.

4.7.2 Arçelik A.Ş.

Arçelik A.Ş.’nin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.25’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.25. Arçelik A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

ARÇELİK A.Ş.	ARCLK			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,97	1,62	1,04	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	3,45	5,57	3,99	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	3,75	6,29	3,75	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	39,48	36,47	38,29	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,24	1,18	1,47	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,9	0,79	1,06	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	10,7	14,54	11,08	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	3,17	4,41	4,94	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	4,17	3,05	7,43	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	29,32	26,7	30,03	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	3,27	2,73	4,77	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Arçelik’in aktif devir hızı 2022 yılında belirgin bir artış gösterse de 2023’te kayda değer bir düşüş yaşanmıştır. Sektör ortalaması bu süreçte nispeten dengeli seyrederken, Arçelik 2023’te sektörün altında kalmıştır. Bu, varlıkların satışa dönüşüm hızında düşüşe ve kaynak kullanımında verimsizlik sinyallerine işaret edebilir. Stok devir hızı ve alacak devir hızında da benzer bir eğilim gözlenmiştir: önce ciddi bir yükseliş ardından ciddi bir düşüş oysa sektör her dönem her iki rasyoda da düzenli şekilde iyileşme yaşamıştır. Arçelik’in stoklarını arada sektörden daha iyi yönetirken her dönem tahsilat sürecinde

zorlandığı veya satış vadelerini uzattığı değerlendirilebilir. Sürdürülebilirlik uygulamalarının faaliyet verimliliğinde karmaşık etkileri olduğu, bazı oranlar ve yıllarda firmayı güçlendirirken diğerlerinde etkisinin olmadığı anlaşılmaktadır.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı incelendiğinde, Arçelik'in üç yıl boyunca sektörün altında kaldığı görülmektedir. Sektörün aynı dönemde yükümlülük oranlarında inişli çıkışlı bir grafik çizmesi, Arçelik'in istikrarlı finansal yapı politikasını desteklemektedir. Sürdürülebilirlik bağlamında değerlendirildiğinde, düşük borçluluk ÇSY kriterlerinin desteği ve ÇSY kriterlerine uygun uzun vadeli yatırımlara yönelimi kolaylaştıran bir avantaj sağlayabileceği çıkarımı yapılabilir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran ve likidite oranı incelendiğinde, her iki oranda da 2022'ye kadar düşüş, 2023'te ise artış eğilimi gözlemlenmektedir ancak her iki oranda da Arçelik, sektör ortalamasının altında kalmaktadır. Bu durum, kısa vadeli borç ödeme kapasitesinde sektör ortalamasının gerisinde bir duruma işaret eder. Sürdürülebilirlik ekseninde yapılan altyapı ve üretim yatırımlarının, kısa vadeli nakit akışı üzerinde geçici baskı oluşturduğu düşünüldüğünde likidite oranlarının önce düşüş sonra artış göstermesi bu dönemde yapılan dönüşüm yatırımlarıyla ilişkili olduğu takdirde 2023'te bu oranlardaki toparlanma, söz konusu yatırımların operasyonel süreçlere entegre edilmesiyle birlikte nakit yönetiminin yeniden dengeye oturduğuna işaret ediyor yorumu yapılabilir.

Karlılık Oran Analizi:

Arçelik'in özkaynak kârlılığı 2022'de yükselmiş ancak 2023'teki gerilemeyle ilk senenin de gerisine düşmüştür. Aktif karlılıkta, sektörde ara dönemde artış gözükmesine rağmen Arçelik'te her sene gerileme bulunmakta, her iki oranda da her dönem sektör ortalamalarının altında yer almaktadır. Arçelik'in karlılıkta tek başarılı gözüktüğü rasyo brüt kar marjıdır. Hissedarlara değer yaratacak diğer kalemlerde sektörün gerisinde ve sektörden ayrı trendler gözlemlenmektedir. Bu tablo esas faaliyet karlılığının sürdürülebilirlik yatırımlarıyla henüz yeterince bütünleşmediğine işaret ederek operasyonel verimlilik ile çevresel yükümlülüklerin aynı anda yönetilmesindeki zorlukları ifade ediyor anlamına gelebilir.

Genel Değerlendirme:

Arçelik'in sürdürülebilirlik uygulamalarının, finansal performans üzerinde özellikle borç yapısı ve operasyonel planlama konularında firma lehine avantajlar sağladığı gözlemlenirken sürdürülebilirlik uygulamalarının firmanın mali disipliniyle bütünleşmiş olduğunu ve finansal dayanıklılığı artırdığını söylemek son seneki gerilemeler nedeniyle mümkün gözükmemektedir.

4.7.3 Aygaz A.Ş.

Aygaz A.Ş.'nin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.26'da yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.26. Aygaz A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

AYGAZ A.Ş.	AYGAZ			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	1,31	2,64	2,32	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	19,5	25,5	15,8	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	14,4	25,6	16	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	4,8	13	19,2	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,12	0,99	1,2	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,9	0,68	0,83	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	16,30	38,40	22,10	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	11,20	24,10	9,20	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	1,40	1,36	3,10	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	7,70	5,40	9,10	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	8,60	9,20	4,00	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Faaliyet oranlarında Aygaz A.Ş. için, incelenen tüm senelerde sürdürülebilirlik uygulamalarından olumlu sonuçlar elde ettiği yorumu çıkarılabilir zira tüm oranlarda sektör ortalamalarının üzerinde gerçekleştirmeler elde etmiştir. Aktif devir hızından firmanın varlıklarını daha verimli kullandığı anlaşılmakta zira sektörün gelişimine paralel trendde hareket etmiş, ara dönemde artış son dönem düşüşte ama yine sektörün üzerinde kalmıştır. Stok ve ticari alacak devir hızlarında sektördeki daha dengeli ilerleyişe rağmen firmanın 2023'de gerileme yaşaması ancak hala bu oranlarda sektör üzerinde kalması,

rekabetçi avantajın sürdüğünü, şirketin büyüme stratejisinden daha çok içsel optimizasyona yöneldiğini düşündürmektedir. Alacaklarını hızlı tahsil ederken kaliteden ödün vermediği, kardan vazgeçmediği de borçluluk oranının artmaması ve karlılığın sektöre kıyasla başarısından teyit edilebilmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı, 2021'den itibaren sürekli bir azalma göstermiştir. 2023 itibarıyla sektör ortalamasının neredeyse %90 altında gerçekleşen bu oran, firmanın borçlanma ihtiyacını düşürdüğünü ve özkaynak finansmanına ağırlık verdiğini göstermektedir. Sektörün yükümlülük oranında düşüş yönünde istikrar sağlanırken, Aygaz'ın bu eğilime daha keskin şekilde uyum sağlaması, sağlam finansal yapının sürdürülebilirlik stratejileriyle desteklendiğini düşündürmektedir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran ve likidite oranlarında sürdürülebilirlik uygulamalarının etkisi görülememektedir. 2022 yılı zayıf performans yılı olmuş, 2023'te görece bir toparlanma sağlanmış, bu durum da şirketin kısa vadeli yükümlülükleri karşılama kapasitesinde sınırlı bir esneklik olduğunu düşündürmektedir. ÇSY projelerine ayrılan kaynakların kısa vadeli likiditeyi baskıladığı düşünülebilir.

Karlılık Oran Analizi:

Aygaz'ın özkaynak ve aktif kârlılığı ve net kar marjında ara dönemde ciddi bir artış yaşanmış ancak 2023'te bu oranların hepsi düşüş eğilimine girmiştir. Sektörde de benzer bir trend yaşanmış önce yükseliş ardından düşüş gerçekleşmiş ancak Aygaz'ın başarısı son sene bu üç oranda da gerisinden geldiği sektör ortalamalarının üzerine çıkmış olmasıdır. Esas faaliyetinde sektörün %86 gerisinde kar marjına sahip Aygaz'ın, analizin başlangıç yılı olan 2021'de net kar marjı ile esas faaliyet kar marjı birbirine yakınken sonrasında faaliyet kar marjı düşerken net kar marjının artması ya firmada geçici çözümler bulunduğu ya da karlılığı arttırıcı uygulamaların esas faaliyete entegre edildiğini gösterdiği anlamına geldiğinden detay inceleme gerektirse de karlılığın sürdürülebilirliği konusunda soru işaretleri çıkmaktadır. Özkaynak karlılığında sektöre yakın ve üzerinde gerçekleşme ile sürdürülebilirliğin hissedarlara yaratma etkisi gözlemlenirken karlılığın sürdürülebilirliğine dair olumlu yorum yapılamamaktadır.

Genel Değerlendirme:

Aygaz A.Ş., 2021–2023 döneminde faaliyet oranlarında çeviklik göstermiş; ancak bu performans 2023 itibarıyla sektörün tersine dalgalanma göstermiştir. Mali yapı açısından değerlendirildiğinde, borçluluk seviyesindeki istikrarlı düşüş, firmanın finansal sürdürülebilirliği önceliklendirdiğini ortaya koymaktadır. Likidite oranları kısa vadeli gerilemeye rağmen toparlanma eğilimi göstermekte dolayısıyla Aygaz'ın sürdürülebilirlik ilke ve uygulamalarını mali yapısına entegre ederek kısa vadeli kârlılık dalgalanmalarına karşın verimli faaliyet yapısı ve düşük borçluluk oranıyla uzun vadeli direnç oluşturduğu değerlendirilmektedir.

4.7.4 Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Brisa şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.27'de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.27. Brisa Bridgestone Sabancı Lastik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

BRİSA BRİDGESTONE SABANCI LASTİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	BRISA			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,7	1,25	0,81	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	5,11	8,11	5,35	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	3,69	6,25	5,5	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	42,13	34,36	46,55	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,27	1	1,16	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,08	0,76	0,94	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	19,61	24,03	22,9	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	10,54	11,66	12,29	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	10,6	8,97	17,98	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	24,53	22,16	30,39	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	14,99	9,34	15,14	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

BRİSA'nın aktif devir hızında, sektör nispeten sabit kalırken 2023'te dikkat çekici bir düşüş yaşaması ve zaten her dönemde de sektörün gerisinde yer alması, varlıklarını etkin kullanmakta zorlandığını düşündürmektedir. Bu durum stok devir hızı ve ticari alacaklar

devir hızında da benzer bir seyir izlemiştir. 2022’de oldukça verimli çalışan stok yönetimi, 2023’te sektörle arasındaki farkın açılmasına neden olacak şekilde gerilemiştir. Bu düşüş, sürdürülebilir tedarik zinciri yönetimi uygulamalarının etkilerinin gözlemlenememesi ile ilişkilendirilebilir. Alacak tahsil süresindeki gerileme ise likiditeyi ve karlılığı olumsuz etkilememesi nedeniyle ÇSY uygulamalarından yönetişimin stratejik kararı olarak yorumlanabilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranında, sektörün ilk iki sene gerisindeyken 2022’den 2023’e artış göstermesi, daha fazla borçlanarak faaliyetlerini sürdürmesi sektörle neredeyse aynı seviye sayılabilecek bir noktaya gelmesi nedeniyle olumsuz olarak değerlendirilmeyeceğinden firmanın endüstriyel dinamiklere uygun davrandığı anlaşılmaktadır. Buradan hareketle borç artışı olumsuz gibi görünse de, bu kaynakların çevresel veya sosyal yatırımlara yönelmiş olması durumunda firma, uzun vadeli mali yapısını koruma potansiyeline sahiptir yorumu yapılabilir.

Likidite Oran Analizi:

Cari ve likidite oranlarında 2022’den 2023’e belirgin bir toparlanma görülmektedir. Firma, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılamada daha etkin hale gelmiştir. Bu iyileşme sektöre kıyasla görece olarak daha dengeli gerçekleşmiştir. Brisa’da stok devir hızı ve alacak devir hızı düşerken likidite oranının yükselmesi yönetsel kararların kontrolünde hareket edebildiği, dış etkenlere göre savrulma yaşamadığını gösterdiğinden firmada sürdürülebilirlik uygulamalarının başarısı olarak yorumlanabilir.

Karlılık Oran Analizi:

Brisa’nın tüm karlılık oranları 2022’de sektörün gerisine düştükten sonra son sene tamamında sektörün üzerine çıkması hatta kar marjlarının tamamında sektör gerilerken artış yaşaması fiyatlama politikalarının yeniden yapılandırıldığına ya da operasyonel verimliliğin geliştirildiğine işaret eder. Bu performans, çevresel maliyetlerin düşürülmesi veya enerji verimliliği gibi sürdürülebilirlik aksiyonlarının doğrudan maliyete yansısıyla açıklanabilir. Bu bağlamda, ÇSY uygulamalarının firmanın finansal sürdürülebilirliğini destekleyici bir rol oynadığı düşünülebilir.

Genel Değerlendirme:

BRİSA’da incelenen üç yıllık dönem boyunca sürdürülebilirlik kriterlerine entegre olmanın firma üzerindeki etkisi pozitif olarak yorumlanabilir. Gelişmiş ÇSY uygulamaları, firmanın sadece itibarını değil, aynı zamanda operasyonel ve finansal istikrarını da artırmış gözükmektedir.

4.7.5 Coca-Cola İçecek A.Ş.

Coca-Cola şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.28’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.28. Coca-Cola İçecek A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

COCA-COLA İÇECEK A.Ş.	CCOLA			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,86	1,33	0,84	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	5,2	9,45	8,03	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	11,2	20,14	12,36	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	33,62	32,02	28,64	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,16	1,64	1,43	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,85	1,24	1,1	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	27,51	30,73	13,47	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	18,09	20,55	9,32	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	13,79	12,94	15,83	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	32,7	30,56	35,19	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	20,94	15,44	11,04	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Coca-Cola firmasının faaliyet verimliliğini gösteren oranlar üç yıl içinde dalgalı bir seyir izlemiştir. Aktif devir hızı 2022 yılında zirve yapıp sektörün üzerine çıktıktan sonra 2023’te düşüş gösterip yeniden sektörün gerisine gelmiştir. Stok devir hızı 2021 ve 2022’de oldukça yüksekken 2023’te belirgin bir düşüş yaşayarak sektörün gerisinde yer almıştır ki bu düşüş sektörün hafif artış eğilimiyle ters yöndedir. Ticari alacaklar devir hızı da her dönem sektörün üzerindeyken 2022’ye kıyasla 2023’te ciddi bir yavaşlama yaşamıştır ancak sektörün yükselişte olduğu bir dönemde firmanın bu oranda düşüş

göstermesi dikkat çekicidir. Bu oranlardaki eğilimler firmanın operasyonel etkinliğinde sürdürülebilir bir yönetim yapısını korumada zorlandığına işaret edebileceği gibi karlılığı arttırma amaçlı sektör ortalamalarına doğru hareket hedeflemesinin sonucu da olabilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülükler / varlıklar oranı, firma açısından yıllar içinde artan bir eğilim göstermiştir yine de sektörün altında borçlanmaya devam etmiştir. Bu durum, firmanın borçlanma politikasında görece bir temkinlilik izlediğini göstermektedir. Firmanın bu temkinli yapısı, özellikle ekonomik belirsizliklerin arttığı dönemlerde sürdürülebilir mali yapı açısından olumlu değerlendirilebilir öte yandan sektör ortalamalarının gerisinde kalınması, sermaye kullanımında fırsat maliyetini de gündeme getirebilir ki artan karlılık bu soru işaretini azaltmakta, sürdürülebilirliğin olumlu katkılarından biri olarak mali yapının değerlendirilmesini sağlamaktadır.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran açısından Coca-Cola, 2022’de yüksek bir likidite düzeyine ulaşmış ancak 2023 yılında sektörün aksine düşüş yaşanmıştır. Firma, 2023’te sektör ortalamasının altına gerileyerek kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kabiliyetinde zayıflama sinyali vermiştir. Yüksek likiditeye sahip olduğu ara dönemde birçok çalışmada sürdürülebilirlik için hissedarların en büyük cazibe noktası ve finansal performans için en önemli rasyo olarak kabul edilen özkaynak karlılığı (Jalili vd., 2016; Kaya vd., 2024) düştüğünden firma sektörün üzerinde kalacak şekilde likidite oranlarını düşürürken özkaynak karlılığını arttırarak düşük likiditeyle göze alınabilir riske girmiş olarak da değerlendirilebilir.

Karlılık Oran Analizi:

Coca-Cola firmasının karlılık oranları incelendiğinde, üç yıllık süreçte hem iç dinamikler hem de sektör ortalamalarıyla olan ilişkiler bağlamında dalgalı bir seyir gözlenmektedir. Özkaynak kârlılığı, yatırımcı açısından en kritik göstergelerden biri olarak, 2021’de zayıf seyretilmiş, 2022’de dikkate değer bir sıçrama göstermiş ancak 2023’de sektörde ciddi bir düşüş yaşanırken firmada kısmi bir düşüş gerçekleştiğinden sektör ortalamalarının üzerinde gerçekleşme yaşamıştır. Bu durum, Coca-Cola’nın sermaye verimliliğini iyileştirme yönünde attığı adımların 2022’de etkili olduğunu, 2023’te ise dışsal baskılarla direnecek sağlam bir yapı oluşturabildiğini göstermektedir. Aktif kârlılığı incelendiğinde, 2021’de sektörün gerisinde olan firma, 2022’de önemli bir toparlanma göstererek sektör

ortalamasının üzerine çıkmış ve 2023'te sektöre paralel düşüş olsa da firma kısmi gerileme ile genel düzeyini korumayı başarmıştır. Bu, firmanın varlıklarını daha etkin kullanmaya başladığını göstermektedir. Kar marjı rasyoları sektörle uyumsuz hareket etmişler ve tamamında son seneyi sektörün üzerinde tamamlamayı başarmışlardır. 2023 yılında sektörün genel kârlılığı üzerinde ortak bir baskının (örneğin maliyet artışı, döviz kuru etkisi veya azalan talep) varlığını işaret ediyorken Coca-Cola'nın tüm karlılık rasyolarında sektörün üzerinde gerçekleşmesi sürdürülebilirlik uygulamalarının başarılı etkisi olarak değerlendirilebilir. Karlılık oranlarındaki iniş-çıkışlara rağmen Coca-Cola'nın son dönemde kârlılık göstergelerindeki pozitif ayrışması, firmanın o yıl içinde yürüttüğü bazı sürdürülebilirlik odaklı verimlilik projeleri ile de ilişkilendirilebilir. Örneğin, su tüketiminde azaltma, çevreci üretim tekniklerinin yaygınlaştırılması veya tedarik zincirinde dijitalleşme uygulamaları, faaliyet giderlerini kontrol altında tutarak marjlara katkı sunmuş olabilir. Bu tür uygulamalar yalnızca çevresel değil, aynı zamanda finansal sürdürülebilirliği de desteklemektedir (Porter & Kramer, 2011).

Genel Değerlendirme:

Coca-Cola'nın üç yıllık verileri incelendiğinde faaliyet oranları ile likidite oranlarında bir miktar gerileme, önceki dönemlerdeki yüksek performanslarıyla beraber değerlendirildiğinde karlılığı artırma amaçlı kararlar sonucu stratejik oldukları izlenimi ile sürdürülebilirliğin firmaya entegre edilmesinin finansal etkileri olarak değerlendirilebilir. Özellikle özkaynak kârlılığındaki artış, ÇSY stratejilerinin yatırımcı güvenini artırarak özkaynak maliyetini düşürdüğüne dair dolaylı bir gösterge olabilir. Nitekim literatürde, sürdürülebilirlik raporlaması ve çevresel duyarlılık düzeyi yüksek firmaların daha düşük sermaye maliyeti ile finansmana erişebildiği sıkça belirtilmektedir (Friede vd., 2015; Khan vd., 2016).

4.7.6 Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Çimsa Çimento'nun incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.29'da yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.29. Çimsa Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

ÇİMSA ÇİMENTO SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	CİMSA			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,5	0,59	0,2	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	5,36	6,47	1,97	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	7,04	6,74	2,14	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	22,53	26,18	30,28	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,36	1,41	1,02	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,04	1,14	0,72	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	10,83	16,66	7,7	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	7,51	12,02	4,04	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	12,05	5,28	13,55	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	19,64	11,43	19,03	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	15,01	20,32	20,31	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Çimsa'nın aktif devir hızı, 2021 yılında sektörün yaklaşık %80 altında bir seviyedeysen 2022 ve 2023'te sınırlı artışlar göstermiş, buna karşın sektör bu dönemde daha istikrarlı ve yüksek bir performans sergilemiştir. Özellikle 2023'te firmanın oranı sektör ortalamasının yarısından azdır, bu da varlıkların satışa dönüşüm hızında sorunlar yaşandığını göstermektedir. Stok devir hızı, 2021 yılında sektöre göre oldukça düşük seyretmiş olsa da, 2022'de hızlı bir iyileşme ile sektörün üzerine çıkmayı başarmış. 2023'te ise sektör hafifçe yükselirken Çimsa'da düşüş yaşanmıştır ancak sektörün durağana yakın kalmasına karşın firmanın nispi performansı sektöre yakın olduğundan olumlu bir izlenim sunmaktadır. Ticari alacaklar devir hızı açısından da 2021'de zayıf olan firma, 2022 ve 2023'te yükselerek sektör ile daha uyumlu hale gelmiştir. Burada firmanın tahsilat hızını artırdığı, dolayısıyla nakit döngüsünü iyileştirdiği ancak sektöre kıyasla hala gelişim alanı olduğu yorumu yapılabilir. 2017'den beri BISTSE'de yer alan Çimsa'nın 2021'deki çok düşük faaliyet verimliliği olması sürdürülebilirlik yatırımlarının başlangıç maliyetlerinin devamı olarak değerlendirilirse son iki senedeki artış yatırımların dönüşü olarak da algılanabilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranında Çimsa borçluluğunu azaltma eğilimi gösterirken, sektörün aynı dönemde daha borçlu bir yapıya sahip olduğu gözlenmektedir. Bu durum Çimsa'nın mali yapısını güçlendirdiği, finansal risklerini azalttığı, özkaynak kullanımını artırdığı şeklinde değerlendirilebilir ancak aynı zamanda da sektörün

neredeyse yarı oranındaki dış kaynak kullanımının bazı fırsatların kaçırılmasına sebep olabilir endişesini, artan esas faaliyet kar marjı hafifletirken düşen özkaynak karlılığı ÇSY'nin etkilerinin gözlemlenemediğini düşündürmektedir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran, 2021'den 2022'ye belirgin şekilde iyileşmiş ve 2023'te neredeyse stabil kalmış olup sektörle kıyaslandığında Çimsa'nın oranı sektörün altında kalsa da artış eğilimi olumlu olarak değerlendirilebilir. Likidite oranı, 2021'de zayıf bir konumdayken, sonraki iki yılda sektörün üzerine çıkmayı başardığından Çimsa'nın kısa vadeli borçlarını nakde çevrilebilir varlıklarla ödeme gücünü artırdığı gözlemlenebilmektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Özkaynak kârlılığında Çimsa sektöre paralel hareket etmiş, her dönem sektör ortalamalarının altında yer alsa da 2023'de sektörün dramatik düşüşüne karşın kısmi düşüş yaşamış olması firmanın sektörel dalgalanmalara karşı görece dirençli olduğunu gösterir. Aktif kârlılığı da benzer bir yol izleyerek 2022'deki yükselişin ardından 2023'te sektöre paralel gerilemiştir ancak nihai olarak sektörün üzerinde gerçekleşme sağlamıştır. Bu oranlar, firmanın varlıklarını ne derece verimli kullandığını gösterdiği için sürdürülebilir büyüme açısından önemlidir. Esas faaliyet kâr marjında 2022'de sektör artarken Çimsa %61 geriledikten sonra ertesi sene %128 artış gerçekleştirmiştir ve bunu açıklayacak başkaca bu şekilde değişen mali veri gözlemlenmediğinden bu dalgalı yapının, operasyonel kârlılığın iyileşmeye açık ancak hâlâ istikrar kazanmadığını düşündürmektedir. Net kar marjında her dönem sektöre göre çok başarılı olan firmanın (son dönem sektörün %143 üzerindedir), ÇSY uygulamalarını faaliyet verimliliği yerine net kar odaklı entegre ettiği izlenimi oluşmaktadır.

Genel Değerlendirme:

Çimsa özellikle borçluluk ve likidite açısından olumlu sinyaller verirken, 2021 yılında nispeten zayıf olan birçok oranı, sonraki yıllarda iyileşme eğilimi göstermişken kârlılık oranlarında gözlenen dalgalanmalar, operasyonel verimlilikte hâlâ geliştirilmesi gereken alanlar olduğunu göstermektedir. Sürdürülebilirlik uygulamaları açısından bakıldığında, firma düşük borç oranı ve artan likidite kapasitesi ile çevresel ve sosyal sorumluluk projelerine kaynak ayırabilecek mali yapıya sahiptir zira karbon ayak izi yüksek olan çimento sektöründe (UNEP, 2024) firmaların sürdürülebilir çevresel performansları, itibar ve pazar değeri ile daha ilişkilidir (Eccles vd., 2012). Sonuç olarak, sürdürülebilirlik

politikalarının etkisi, firmanın mali yapısındaki iyileşmelerle örtüşmekte, ancak özellikle özkaynak karlılığı ve esas faaliyet karlılığı başta olmak üzere kârlılık üzerindeki etkisinin tam anlamıyla oturmadığı anlaşılmaktadır.

4.7.7 Ereğli Demir ve Çelik T.A.Ş.

Ereğli Demir Çelik şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.30'da yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.30. Ereğli Demir ve Çelik T.A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

EREĞLİ DEMİR VE ÇELİK FABRİKALARI T.A.Ş.	EREGL			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,61	0,85	0,74	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	2,38	2,79	2,19	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	8,18	9,42	8,9	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	21,85	16,91	13,19	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,51	2,25	2,8	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,75	1,02	1,56	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	3,21	15,59	21,15	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	1,79	12,38	17,44	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	7,35	18,68	35,68	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	10,35	20,14	37,33	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	2,93	14,6	23,57	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Ereğli Demir Çelik hem alacak devir hızında hem de stok devir hızında sektördeki düzenli yükselişle uyumlu olmayıp son sene gerilemiş ve 2023 itibarıyla sektörün gerisinde yer almıştır. Aktif devir hızı sektöre paralel hareket etmiş ancak her üç dönemde de ortalamaların gerisinde yer almıştır. Firma varlık kullanım etkinliği ile stok yönetimindeki sektöre kıyasla %50-60 oranlarındaki geride yer almasını açıklayacak karlılık oranlarında yükseliş gözükmemiş hatta ekstrem düşüşler gözlemlendiğinden ÇSY uygulamalarının olumlu etkilerinin bulunmadığı yorumu yapılabilir. Alacak devir hızındaki sektörün üzerinde yer alıp son sene hafif gerisinde kalmasının karşılığını likidite oranlarından teyit edebildiğimizden burada stratejik bir ÇSY etkisi görülebilir

dolayısıyla sürdürülebilirliğin faaliyet oranlarına etkisinin karışık olduğu değerlendirilmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Firma, kısa vadeli borçların toplam borçlara oranı bakımından yıllar itibarıyla hafif artış yaşasa da her üç yılda da sektörün altında borçlanmış, bu da kısa vadeli yükümlülüklerde daha temkinli bir borçlanma stratejisi izlediğini düşündürmektedir. Borçlanma artışı düşük de olsa artarken firmanın hiçbir rasyosunda iyileşme olmaması borçlanmanın avantaja dönmesi amaçlı kaynak yaratmak için değil mecburiyetten tercih edilmesi izlenimi oluşturmaktadır.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran ve likidite oranları incelendiğinde, Ereğli ilk iki sene sektörden daha iyi performans sergilerken diğer rasyoları gibi likidite rasyolarında da son sene geriye gelmiş ve sektör ortalamalarının altına inmiştir. Firmada sürdürülebilirlik uygulamalarının avantajı özellikle 2022'den sonra gözlemlenememektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Özkaynak karlılığı her dönem, aktif karlılığı ile brüt kar marjı son iki dönem, esas faaliyet ile net kar marjı da son dönem sektör ortalamalarının altında kalmış ancak son sene sektörde de tamamında gerileme olsa da Ereğli'de 2022'den 2023'e düşüş oranları %50-%86 aralığında gerçekleştiğinden dramatik seviyededir.

Genel Değerlendirme:

Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları, faaliyet verimliliği, likidite ve kârlılık oranlarında sektör ortalamasının altında kalmakla birlikte, mali yapı oranları açısından daha avantajlı bir profil sergilemektedir. Likidite oranlarında yaşanan düşüş ise dikkatle izlenmesi gereken bir alandır. 2015'den beri BISTSE'de olan firmadaki son dönem bozulmalar ya ÇYS uygulamalarının hiçbir etkisinin olmadığı ya da sürdürülebilirlik için yapılan yeni yatırımların kısa vadeli sonuçlarından kaynaklandığı düşünülebilir ancak ikinci ihtimal geçerli ise bu durumda ÇSY'nin negatif etkisi olduğu yorumu çıkarılabilir.

4.7.8 Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.

Ford Otomotiv şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme

ortalamları Çizelge 4.31’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.31. Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

FORD OTOMOTİV SANAYİ A.Ş.	FROTO			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	2,11	2,97	2,12	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	13,55	20,04	15,53	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	7,87	10,43	7,23	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	34,91	35,84	44,53	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,09	1,2	1,58	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,78	0,89	1,33	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	41,84	41,82	40,8	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	25,07	25,55	26,22	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	9,04	7,94	11,78	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	13,41	11,35	15,69	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	11,91	8,6	12,38	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Ford Otomotiv’in aktif devir hızı 2022 yılında zirve yaptıktan sonra 2023’te firmanın oranı sektörün yaklaşık iki katı düzeyinde kalsa da, düşüş eğilimi dikkat çekicidir. Stok devir hızı ise her üç yılda da sektörün iki katından fazladır ancak 2023’te sektör küçük bir artış yaşarken Ford Otomotiv önceki yıla göre %32 düşüşe rağmen sektörün üzerinde kalmayı başarmıştır. Ticari alacak devir hızında da ilk iki sene sektörün hayli üzerindeyken son seneki gerilemeyle bir miktar sektör ortalamasının gerisine gelmiştir. Faaliyet oranlarında firma sürdürülebilirlik uygulamalarının faydalarını görmüş gözükmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı, firmada 2021’e göre %22 azalmış ve sektörden sürekli daha düşük seyretmiştir. Bu oran, firmanın dış kaynak kullanımında temkinli ve özkaynak ağırlıklı bir finansal strateji izlediğini gösterir. Sektörde ise bu oran üç yılda sürekli azalmış olsa da hâlâ firmanın üzerindedir. Sürdürülebilirlik uygulamalarının firmalarda finansal yükümlülüklerini borçlanmayı arttırmadan yerine getirme gücü vermesinden dolayı (Manaf vd. 2024) ÇSY’nin Ford Otomotiv’de yapısal dayanıklılık sağladığı söylenebilir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran ve asit-test oranında Ford Otosan’da her iki gösterge de düşüş yönündedir. 2023’te cari oran %9, likidite oranı ise %12 azalmıştır ve sektör ortalamalarının altında seyretmektedirler. Firmanın dönen varlıkları kısa vadeli yükümlülükleri karşılama konusunda baskı altında denebilir ancak düşük borçlanması, faaliyetlerinin verimliliği ve artan karlılığıyla beraber değerlendirildiğinde bu baskıya direnecek finansal gücü bulabileceği anlaşılmaktadır.

Karlılık Oran Analizi:

Ford Otomotiv’in hem özkaynak hem aktif kârlılık oranları üç yılda oldukça istikrarlı seyretmiş, her dönemde de sektör ortalamalarının üzerinde kalmıştır. Bu sürdürülebilir kârlılık düzeyi, firmanın stratejik planlama kapasitesini ve operasyonel verimliliğini ortaya koyar. Esas faaliyet kâr marjı sektöre yakın düzeyde seyrederken, brüt kâr marjı 2023’te sektörün oldukça altındadır. Net kar marjında 2012’de bir sıkıntı yaşamış gibi görünse de yaklaşık %40 gibi ciddi bir artışla sektörün %93 üzerinde gerçekleşme sağlamıştır. Sürdürülebilirliğin olumlu etkisinin karlılık oranlarında görülebildiği yorumu yapılabilmektedir.

Genel Değerlendirme:

Ford Otomotiv, mali yapı açısından sağlam ve düşük borçlulukla dikkat çekerken, faaliyet ve likidite oranlarında dönemsel düşüşler yaşamıştır. Buna karşın yüksek ve istikrarlı kârlılık oranları, firmanın sürdürülebilir değer yaratma kapasitesini ortaya koymaktadır. Bu durum, sürdürülebilirlik uygulamalarının firma üzerinde uzun vadede olumlu etki oluşturduğuna işaret ederken, kısa vadede operasyonel döngüde geçici dalgalanmalara neden olabileceğini düşündürmektedir.

4.7.9 Kordsa Teknik Tekstil A.Ş.

Kordsa Teknik Tekstil şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.32’de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmelerine ait hücreler yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.32. Kordsa Teknik Tekstil A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

KORDSA TEKNİK TEKSTİL A.Ş.	KORDS			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,8	0,98	0,73	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	3,24	3,55	2,92	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	4,96	5,3	4,08	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	36,1	35,8	31,7	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,24	1,31	1,12	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,67	0,66	0,58	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	5,22	10,7	10,4	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	1,36	8,04	7,99	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	5,12	9,64	12,8	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	15	18,2	22	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	1,69	8,2	10,9	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Kordsa'nın aktif devir hızı, stok devir hızı ve alacak devir hızı, 2022'de artış göstermiş sonrasında gerilemiş ve her üç dönemde de sektörün altında kalmışlardır. Varlıklarını döndürmede zayıf gözüken 2016'dan beri BISTSE'de yer alan Kordsa'nın sürdürülebilir üretim entegrasyonunun verimliliğinde bir zayıflık olduğuna işaret edebilir. Stoklarını hızlı satamaması sürdürülebilir ham madde tedarik zincirleri veya alternatif malzeme kullanımlarında verimlilik olmadığını düşündürmektedir. Ticari alacak devir hızı açısından ise müşteri tahsilat süreçlerinde yavaşlık olduğu, sürdürülebilirlik kriterlerine göre yeniden yapılanan satış politikalarının ödeme döngüsüne katkı yapmadığı görülmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı, firma için yıllar içerisinde her dönem hafif şekilde artış göstermiştir. Bu oran sektör ortalamasının altında kalmıştır ancak sektör her dönem düşüş gösterdiğinden Kordsa'da trend ters yönde hareket etmektedir. Düşük borçlanma potansiyel risklere hazırlıklı olma anlamında firmayı güçlü tuttuğu yorumu yapılabilir ancak ilk sene sektörden %41 daha az borçlanma oranına sahipken 2023'de bu oran %14'e düştüğünden sürdürülebilirliği konusunda endişe yaratmaktadır.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran 2022'de iyileşme göstermişken sektör artarken 2023'de gerilemiştir. Asit-test oranı ise tüm dönemlerde sektörün oldukça altında seyretmiş ve neredeyse sabit kalmıştır.

Likidite oranlarının sektör ortalamasının altında kalması, Kordsa'nın kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kapasitesinde sınırlı bir likiditeye sahip olduğunu göstermekte sürdürülebilirliğin katkısı gözlemlenmemektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Kordsa'nın tüm karlılık oranları 2022'ye göre 2023'te keskin bir düşüş göstermiştir. Sektör ise her dönem bu göstergelerde Kordsa'nın oldukça üzerinde yer almıştır. Sürdürülebilirlik uygulamalarının etkisinin negatif olduğu, çıkarımlar arasında yer alabilir.

Genel Değerlendirme:

Kordsa Teknik Tekstil, yükümlülüklerinin varlıklarına oranı hariç tüm göstergelerin tüm dönemlerinde sektörün gerisinde kaldığından ve iyi gibi gözüken tek gösterge olan yükümlülükleri de sektörün tersine her sene arttığından, Kordsa sürdürülebilirlik kriterlerine uyum sağlayarak uzun vadeli dayanıklılığını arttırması beklentisinin tersine bir tablo sunmaktadır.

4.7.10 Otokar Otomotiv ve Savunma San. A.Ş.

Otokar Otomotiv şirketinin incelenen mali rasyo verileri ile dahil olduğu imalat sektörüne ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.33'de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.33. Otokar Otomotiv ve Savunma San. A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

OTOKAR OTOMOTİV VE SAVUNMA SANAYİ A.Ş.	OTKAR			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,92	1,09	0,87	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	2,87	3,21	2,02	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	3,31	4,09	2,87	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	49,66	46,7	39,71	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,15	1,11	1,39	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,8	0,67	0,89	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	31,84	28,19	37,11	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	6,66	12,37	20,18	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	5,62	6,11	21,77	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	23,15	22,71	38,07	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	7,22	11,33	23,1	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Otokar'ın faaliyet oranlarının tamamı üç senede de sektörün altında yer almış ara dönemde artış gösterebilir de, sektörün artmaya devam etmesine rağmen Otokar'ın rasyoları gerilemiştir. Proje bazlı dalgalı satış hacimlerinin ya da devlet gibi kurumsal satışların etkisiyle açıklanabilir olsa da sürdürülebilir üretim yatırımlarının devreye alınması ya da sürdürülebilir malzeme tedariki ve kalite kontrol süreçleri firmaya olumlu katkı sağlamamış görüntüsü çizerek tahsilat süreçlerindeki sektör geneline göre daha yavaşlıkla firmanın nakit döngüsünde baskı yaşadığını düşünülebilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı sektörün gerisindeyken 2023'te artış göstererek sektör ortalamalarının üzerine çıkmıştır. Firma borçluluğunu artırırken sektör bu oranı düşürmüştür. Bu dikey farklılık, Otokar'ın büyüme veya AR-GE yatırımları için dış kaynak kullanımını artırdığını gösterebilir ki bu borçluluk, sürdürülebilirlik dönüşümü için bir risk faktörü oluşturabilir. Yüksek borç, özellikle çevresel yatırımların finansmanında esnekliği azaltabilir ancak bu borcun düşük maliyetli finansmanla sağlandığı ve uzun vadeli yatırım planlarıyla uyumlu olduğu durumlarda, ÇSY politikalarına destek verebilir (Fatemi & Fooladi, 2013).

Likidite Oran Analizi:

Likidite oranları da faaliyet oranları gibi her üç dönemde de sektör ortalamalarının altında yer almış, farklı olarak her ikisi de sektöre paralel 2022'de düşüş gösterirken 2023'de artış göstermişler ancak yine de sektörden daha iyi performans sergileyememişlerdir. Bu durum firmada kısa vadeli ödeme gücünün sınırlı olduğunu ancak kısmi artış, sürdürülebilir yatırımların nakit baskılarının dengelenmeye başladığına işaret ediyor olabilir.

Karlılık Oran Analizi:

Otokar, özellikle özkaynak kârlılığı açısından sektörü %158 aşan bir başarı sergilemiştir ancak bu oran 2021'e kıyasla dalgalanma göstermiştir. Aktif kârlılığı ise 2021'de sektörün üzerindeyken sektörün düşüşünden daha fazla gerilediği için ortalamaların altına inmiş, son yıl düşmüş olsa da, sektöre yakın kalmıştır. Esas faaliyet kâr marjı sektörün üzerinde başladığı inceleme dönemlerinde üç yılda ciddi düşüş yaşamış ve sektörün altına gerilemiştir. Bu, artan üretim maliyetleri, enerji giderleri veya sürdürülebilir tedarik zinciri yatırımlarının maliyet baskısıyla açıklanabilir. Brüt ve net kâr marjlarında da 2023

yılında belirgin düşüş yaşanmıştır. Brüt ve net kar marjı 2022'deki performansı hariç sektörün üzerinde gerçekleşmeler yaşamıştır.

Genel Değerlendirme:

Otokar'ın finansal yapısı, faaliyet verimliliği ve tahsilat döngüsünde zayıflama, stok çevriminde yavaşlama ve artan borçluluk gibi göstergeler, sürdürülebilirlik yatırımlarının baskılarını yansıtıyor olabilir ancak güçlü özkaynak kârlılığı ve yükselen likidite oranı, bu sürecin stratejik ve kontrollü yürütüldüğünü düşündürmektedir.

4.7.11 Petkim Petrokimya Holding A.Ş.

Petkim Petrokimya şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.34'de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleşmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleşmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.34. Petkim Petrokimya Holding A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

PETKİM PETROKİMYA HOLDİNG A.Ş.	PETKM			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,57	1,46	1,14	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	8,54	17,42	9,91	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	7,04	14,57	8,38	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	31,83	45,84	39,77	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	0,76	1,11	2,56	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,53	0,96	2,1	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	10,92	-2,88	27,62	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	6,95	-2,01	21,89	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	-10,7	-3,14	18,99	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	-3,85	0,62	22,35	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	12,27	-1,37	19,21	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Aktif devir hızı 2022'ye göre 2023'te düşüş göstermiştir. Firma, 2021 ve 2022'de sektörün üzerinde bir performans sergilemişken, 2023'te sektörün oldukça altına düşmüştür. Bu değişim, operasyonel verimliliğin azaldığını gösterirken, firmanın sürdürülebilirlik temelli kapasite yatırımlarını etkin şekilde kullanmada bir sorun yaşadığını düşündürmektedir. Sektördeki hafif düşüşe karşılık firmanın ciddi gerilemesi

dikkat çekicidir. Buna karşın stok devir hızı 2023'te artış göstermiştir. Firma, önceki yılın performansını aşarken sektöre göre de önemli bir üstünlük sergilemiştir. Bu durum, üretim planlaması ve hammadde yönetiminde sürdürülebilir tedarik zinciri stratejilerinin başarıyla uygulandığını göstermektedir. Stokların daha hızlı çevrilmesi, üretim süreçlerinin çevik ve kaynak verimli olduğuna işaret edebilir. Ticari alacak devir hızı 2022'ye göre gerilemiştir. Firma 2021 ve 2022'de sektörün üzerindeyken 2023'te sektörün altına düşmüştür. Tahsilat süreçlerinde yaşanan bu yavaşlama, sürdürülebilirlik uyumlu ödeme koşullarına sahip yeni sözleşme yapılarına geçişin etkisi olabilir. 2022'de faaliyet oranlarında ciddi yükselişler yaşarken firmanın zarar etmiş olması tezatlık içerdiğinden incelemeye değer gözükmemektedir. Fiyatlama politikası hataları mı yoksa sabit giderlerindeki yüksekliği kontrol edemeyişi mi yoksa yatırım kaynaklı mı olduğu değerlendirilmeli, ilk iki sebepse sürdürülebilirliğin yönetim kriterinden kaynaklı olumsuzluk mu yoksa üçüncü sebepse stratejik uzun vadeli tercihlerin öncelenmesi kararı nedeniyle mi değerlendirmesi detay analizle doğru yapılmalıdır.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranında sektörde her dönem gerileme olurken Petkim'de 2022'de yükselişe rağmen firma her dönem sektörün altında kalmayı başararak borçluluğunu 2023'de azaltmıştır. Bu yapı, çevresel yatırımların önemli bir kısmının öz kaynaklarla finanse edildiğini ve dış kaynaklara bağımlılığın az olduğunu göstermektedir. Genele yaygın düşük borçlanma eğilimi sürdürülebilirlik kriterlerine bağlı olarak yatırım planlamasında uzun vadeli düşünce yapısının benimsendiğini gösterir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran 2021'den 2023'e düşüş eğilimindedir. Firma bu süreçte kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama gücünü azaltmıştır. Sektörde ise bu oran daha istikrarlıdır. Firma 2021'de sektörün üzerinde yer alırken, 2022 ve 2023'te oldukça altında kalmıştır. Asit-test oranı da benzer bir düşüş sergilemiştir. Bu düşüş, firmanın sürdürülebilirlik yatırımlarının likidite üzerindeki etkisinin pozitif olmadığını ifade etmektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Petkim 2021 yılında brüt kar marjı hariç tüm karlılık oranlarında sektörün üzerinde performans sergilemiştir. 2022'de zarar eden firma sektördeki artan karlılık oranlarına çok ters bir hareket izlemiş 2023'de toparlanma yaşayarak aktif karlılığı ile net kar

marjında sektörün üzerine çıkmayı başarmıştır. Bu toparlanma, sürdürülebilir üretim yapılarının ve maliyet verimliliği projelerinin olumlu etkileri olarak yorumlanabilir. Sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal disiplinin ve vergi stratejilerinin etkin kullanımıyla ilişkilendirilebilir.

Genel Değerlendirme:

Petkim, sürdürülebilirlik uygulamalarını uzun süredir benimsemiş bir firma olarak çevresel ve sosyal uyum politikalarını mali yapıya entegre ettiğinden. 2021–2023 döneminde faaliyet ve likidite oranlarında düşüşler yaşansa da, kârlılık göstergelerinde 2023 itibarıyla toparlanma gözlemlenmiştir. Bu, 2022'deki yeni sürdürülebilirlik yatırımlarının geçiş sürecindeki mali etkilerinin azalmaya başladığını ve olumlu geri dönüşlerin başladığını ifade edebilir. Firma düşük borçluluk oranı ve yeniden yükselen net kârlılık ile finansal olarak dirençli bir yapı sergilemekte; sürdürülebilirliğin hem kurumsal itibarı hem de uzun vadeli değer üretimi üzerindeki etkisini yansıtmaktadır. Bu tablo, sürdürülebilirliğe erken uyum sağlayan firmaların, geç uyum sağlayanlara göre rekabet avantajı elde ettiği şeklinde de yorumlanabilir.

4.7.12 Tat Gıda Sanayi A.Ş.

Tat Gıda şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.35'de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.35. Tat Gıda Sanayi A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TAT GIDA SANAYİ A.Ş.	TATGD			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,73	1,07	0,74	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	1,38	1,95	1,56	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	3,87	5,6	2,36	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	46,82	50,39	26,09	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,53	1,32	2,44	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,58	0,49	1,31	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	-13,13	-3,66	22,61	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	-1,09	-3,03	10,7	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	-3,63	-2,45	13,52	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	6,33	8,94	29,21	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	-1,5	-2,85	14,44	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Firma, faaliyet oranlarında her üç dönemde de sektör ortalamalarının gerisinde yer almış 2023’de de sektörün bir hayli gerisinde gerçekleştirmeler yaşamıştır. Bu durum, firmanın kaynaklarını verimli kullanmakta zorlandığını ve stokların gıda sektörü olmasına rağmen yavaş satıldığını, alacaklarındaki vadelerin uzunluğunu göstermektedir. Tahsilat süreçlerinde firmaya özgü bir dalgalanmanın olduğu ara dönem artış ve son dönem düşüşlerinden anlaşılırken, bu durum sürdürülebilirlik odaklı yeni müşteri politikalarının, vadeli satış sistemleriyle değiştiğini de gösterebilir. Sürdürülebilirlik politikalarının getirdiği yatırım öncelikleri, operasyonel verimlilikte firmada bir yük oluşturmuş görünümü sergilemektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı 2022’ye göre düşüş göstermiş; başlangıç değeri 2021’de sektöre göre neredeyse yarı yarıya düşükken 2022’de keskin bir artış yaşamış sektöre yaklaşmış, 2023’te yeniden azalmış ancak sektör daha da azaldığı için ortalamanın üzerinde kalmıştır. Firma bu dönemde borçlanarak yatırım yapmış ve sonrasında borçluluğu dengelemeye çalışmış yorumu yapılabilir. Bu iniş-çıkışlar, sürdürülebilir üretim tesislerinin modernizasyonu veya lojistik altyapı yatırımları gibi uzun vadeli dönüşüm projelerinin ilk etap finansmanlarının etkisi olabilir (Fatemi & Fooladi, 2013). Bu bağlamda, borçlanma oranının sektöre göre daha yüksek olması, geçici finansman ihtiyaçlarına işaret etmekle birlikte, bu trend firmanın bu borçları sürdürülebilir şekilde yönetebildiğini göstermektedir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran, 2022 yılında düşmesine rağmen 2023'te tekrar artış göstermiştir. Firma, kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kapasitesini sektör ortalamasının biraz altında ancak yakın bir düzeyde sürdürmektedir. Nitekim 2021 yılında sektörün oldukça üzerinde olan bu oran, zamanla daha düşük seviyelere gerilemiştir. Asit-test oranında ise sektörün üzerinde başlayan firma dramatik düşüşle son iki sene sektörün gerisine düşmüştür. Firmanın dönen varlıklarının niteliği itibariyle nakde dönüştürülebilirliği sınırlı varlıklar taşıdığı anlaşılmaktadır. Düşük likiditenin sürdürülebilirlik uygulamalarının etkisini değerlendirme amaçlı dikey analiz yaptığımızda, karlılıkta artış görülmediğinden etkinin olumlu olduğu yorumu yapılamamaktadır.

Karlılık Oran Analizi:

Karlılık göstergelerinde firma, brüt ve net kar marjı hariç 2021'de sektör ortalamalarının altında kalmış sonrasında istisnasız tüm oranlarda da sektörün gerisine düşmüştür ki zaten 2022 ve 2023'ü zararla kapatmıştır. 2016'dan beri BISTSE'de yer alan Tat Gıda firmasında sürdürülebilirliğin etkisi son üç senede görülememektedir.

Genel Değerlendirme:

Tat Gıda Sanayi A.Ş., sürdürülebilirlik ilke ve uygulamalarını uzun yıllardır iş süreçlerine entegre etmiş bir firma olarak, mali oranlarında bu dönüşümün etkilerini net bir şekilde sergilenemediği gözlemlenmektedir zira firma hem sektör ortalamalarının altında hem de zarar üretmektedir.

4.7.13 Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.

Tofaş Otomotiv şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.36'da yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.36. Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TOFAŞ TÜRK OTOMOBİL FABRİKASI A.Ş.	TOASO			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	1,59	2,63	1,38	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	12,8	28,19	12,33	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	4,41	6,57	3,67	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	15,04	15,54	33,05	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,7	1,28	1,18	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,43	1,15	1	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	32,5	37,53	27,45	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	18,36	19,27	15,28	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	13,22	8,35	15,49	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	17,78	12,53	18,93	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	11,58	7,33	11,05	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Aktif devir hızı sektör trendine paralel hareket etmiş ve her dönem sektörden daha verimli şekilde aktiflerini değerlendirmiştir. Stok devir hızı 2022’de yaklaşık %130 gibi ciddi bir yükselişin ardından 2023’teki düşüşe rağmen TOFAŞ, sektörün 2,2 katı seviyede üzerinde kalmayı başarmıştır. BISTSE’nin hesaplanmaya başlamasından beri endekste yer alan firmanın aktif verimliliği ile stoklarını hızlı satabilme gücünün kesintisiz şekilde sektörün üzerinde olması doğal karşılanabilirken alacak devir hızında ise her dönem bariz farkla sektörün altında yer alması sürdürülebilirlik odaklı müşteri ilişkileri kapsamında uzun vadeli tedarik sözleşmeleri, tahsilat süresini uzatmış olabilir yorumunu düşündürmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı 2021 yılından 2022’ye dikkat çekici biçimde neredeyse yarı yarıya düşmüştür. Bu durum borçluluğun kontrol altında olduğunu, faizlerin yükseldiği ortamda firmanın, maliyetleri düşürme amaçlı borçları kapatma gücü olduğunu ve iç kaynaklarla büyüme stratejileri edinildiğini göstermekte, ertesi sene de devam eden seviye bu oranlara inişin dönemsel değil uzun süreli tercih olduğunu teyit etmektedir. Sektörde genel olarak yüksek borçluluk seviyeleri korunurken, Tofaş’ın bu eğilime ters yönde hareket etmesi, sürdürülebilir finansal yönetim uygulamalarının başarılı bir yansıması olarak değerlendirilmektedir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran ve likidite oranı yataya yakın seyreden trendde ara dönemde küçük düşüşler yaşarken son dönem hafif artışlar yaşamıştır, Tofaş ise her üç dönemde de artış göstermiş likidite oranlarında sektörün üzerinde gerçekleşmeler ile kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama konusunda güçlü bir yapı çizmektedir. Bu durum, operasyonel sürdürülebilirlik açısından olumlu bir sinyal vermektedir. Bu yüksek likidite, sürdürülebilirlik bağlamında finansal dayanıklılığını güçlendiren önemli bir göstergedir (Ether vd., 2024).

Karlılık Oran Analizi:

Özkaynak ve aktif kârlılık oranlarında TOFAŞ, üç yıl boyunca sektör ortalamasının önce aynı seviyelerinde son sene ise oldukça üzerinde performans sergilemiştir. Bu durum, rekabetçi baskılar ve enerji/malzeme maliyetlerindeki artışa rağmen, sürdürülebilirlik yatırımlarının uzun vadeli getirilerini koruduğunu göstermektedir. Esas faaliyet kâr marjı 2022 yılında düşüş gösterse de 2023'te tekrar yükselerek sektörün üzerine çıkmıştır. Net kâr marjında Tofaş ilk iki dönem sektör ortalamasının altında seyrederken, 2022'deki düşüşler 2023'te yeniden toparlanarak sektör ortalamasının üzerine çıkmayı başarmıştır. Bu yükselişler, firmanın sürdürülebilirlik odaklı tedarik ve üretim politikaları, değişen piyasa şartlarına hızlı adapte olarak zaman içinde maliyet etkinliğini yeniden sağladığı şeklinde değerlendirilebilir.

Genel Değerlendirme:

TOFAŞ Türk Otomobil Fabrikası A.Ş., sürdürülebilirlik ilkelerini iş stratejilerine uzun süredir entegre etmiş bir firma olarak, 2021–2023 döneminde bu yapının finansal etkilerini oldukça dengeli şekilde yönetmiştir. Faaliyet oranlarında operasyonel verimlilik sürdürülürken, likidite ve kârlılık göstergeleri firmanın güçlü finansal altyapısını yansıtmaktadır.

4.7.14 Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.

Tüpraş şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.37'de yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan

gerçekleşmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleşmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.37. Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TÜPRAŞ-TÜRKİYE PETROL RAFİNERİLERİ A.Ş.	TUPRS			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	1,78	4,04	1,8	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	10,43	19,32	8,69	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	14,61	31,44	19,18	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	9,48	15,54	30,84	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,3	1,52	1,03	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,01	1,06	0,66	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	22,82	47,29	16,08	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	14	27,11	4,25	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	12,62	10,32	8,22	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	15,98	12,33	10,4	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	7,85	6,71	2,37	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Aktif devir hızı açısından Tüpraş, 2021 ve 2022 yıllarında sektörün üzerinde performans sergilemiş, 2022’de hızla yükselerek sektörün neredeyse üç katı düzeyine ulaşan oran, 2023’te düşüş göstermiş ancak bu düşüşe rağmen firma hâlâ sektör ortalamasının oldukça üzerindedir. Bu durum, 2022’de üretim kapasitesinin daha etkin kullanıldığını, ancak 2023’te kârlılık odaklı üretim stratejisine geçilmesiyle varlık dönüşüm hızının bilinçli olarak optimize edildiğini düşündürmektedir. Stok devir hızı, her üç yılda da sektör ortalamasının belirgin şekilde üzerinde gerçekleşmiştir. Firma 2022’de stoklarını olağanüstü hızla döndürürken, 2023’te bu hızda düşüş yaşanmış; buna karşın sektörle kıyaslandığında hâlen çok daha çevik bir stok yönetimi sürdürülmüştür. Bu güçlü performans, sürdürülebilir tedarik zinciri uygulamaları ve rafineri operasyonlarının yüksek senkronizasyonu ile açıklanabilir. BISTSE’nin hesaplanmaya başlamasından beri endekste olan firmanın döngüsel ekonomi ilkelerine göre optimize ettiği hammadde ve yarı mamul stoku yönetimi, bu başarının ardındaki ana etkenlerden biri olabilir. Ticari alacaklar devir hızında ise 2022’de olağanüstü bir yükseliş gösterilmiştir ancak bu oran 2023’te keskin bir düşüş sergilese de hala sektörün %75 üzerindedir. Bu dalgalanma, önceki yıl satışlara bağlı alacakların hızlı tahsil edildiğini, sonraki yıl ise daha uzun vadeli anlaşmalar ya da genişlemeye dayalı kredi politikaları izlendiğini gösterebilir. Bu tür

esneklikler, sürdürülebilir müşteri ilişkileri yönetimi kapsamında uzun vadeli ticari güvenin bir yansıması olarak değerlendirilebilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı, Tüpraş'ta 2021 yılından itibaren düşüş trendine girmiştir. Her dönem sektörün altında yer alan bu oran, 2023'te %10'un da altına inerek %42 olan sektörle arasını iyice açmıştır. Sektörde hâlen yüksek borçluluk oranları korunurken, Tüpraş'ın bu yapısal dönüşümü, sürdürülebilir finans prensiplerine öncelik verdiğini açıkça ortaya koymaktadır (Fatemi & Fooladi, 2013). Bu borç oranındaki düşüş, hem çevresel yatırımlara ayrılacak kaynağın esnekliğini artırmakta hem de uzun vadeli yatırımcı güvenini pekiştirmektedir. Finansal kaldıraç riskinin azaltılması, iklim riskleri karşısında kurumun dirençli yapısını destekleyebilir yorumu yapılabilir.

Likidite Oran Analizi:

Cari oran 2021'de sektörün altında başlarken, 2022'de sektör seviyesine yaklaşmış, 2023'te ise sektör yükselirken hafif düşüş yaşamıştır. Her ne kadar sektör ortalamasının altında kalınsa da firma kısa vadeli borçlarını karşılama kapasitesini genel olarak korumuştur. Likidite üzerindeki bu baskı, enerji ve ham madde maliyetlerinin etkisiyle çevresel yatırımların yoğunlaştığı dönemlerde geçici olabilir. Tüpraş'ın likidite oranını da optimize etmeye çalıştığı, 2021'den sonra likiditesini 1'in üzerine çıkartarak sektör ortalamasını da gerisinde bırakmış aynı zamanda da kısa vadeli risklerini azaltmıştır.

Karlılık Oran Analizi:

Özkaynak ve aktif kârlılık oranlarında 2022 yılında zirve yapan firma, 2023'te belirgin bir gerileme yaşamasına rağmen sektör ortalamasının üzerindeki konumunu korumuştur. 2022'deki olağanüstü performans, enerji fiyatlarındaki artışın pozitif etkisiyle açıklanabilirken; 2023'teki düşüş, marjların normale dönmesine rağmen sektörün %85 üzerinde gerçekleşme yapması başarı olarak kabul edilebilir. Brüt ve esas faaliyet kâr marjları da 2022'de yükselirken, 2023'te düşüş göstermiştir. Net kâr marjında da ise her sene yukarı yönlü artış gözlemlenmektedir. Firmanın değeri ve karlılık rasyolarına göre sürdürülebilirlik uygulamalarının yukarı itici gücü olduğu söylenebilir.

Genel Değerlendirme:

Tüpraş, sürdürülebilirlik stratejilerini uzun süredir iş modeline entegre etmiş ve bu entegrasyonun getirilerini hem operasyonel verimlilik hem de finansal yapı üzerinde

almış gözükmeştir. Faaliyet oranlarında sektörün belirgin üzerinde seyreden firma, yüksek etkinlik ve kaynak kullanımı başarısıyla öne çıkmıştır. Borçluluğun azaltılması ve özkaynak yapısının güçlendirilmesi, firmanın çevresel ve sosyal yatırımlar karşısında finansal esnekliğini arttırmış gözükmeştir. Kârlılık oranlarındaki dönemsel dalgalanmalar, sürdürülebilirlik yatırımlarının doğal sonucu olarak değerlendirilebilir zira likidite oranlarında yaşanan sınırlı gerilemelere rağmen genel tablo, firmanın çevresel ve finansal riskleri dengeli yönettiğini göstermektedir. Sürdürülebilirliğe entegrasyonun Tüpraş'a stratejik finansal esneklik ve kriz dayanıklılığı sağladığı görüldüğünden, firma, sektörde sürdürülebilir kalkınma hedefleriyle uyumlu büyüme stratejisini başarıyla yürüten örneklerden biri olarak kabul edilebilir.

4.7.15 Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.

Türk Traktör şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.38'de sunulmaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.38. Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TÜRK TRAKTÖR VE ZİRAAT MAKİNELERİ A.Ş.	TTRAK			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	1,76	2,58	2,18	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	4,99	8,67	7,29	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	18,1	17,5	11,3	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	17,8	24,7	18,6	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,59	1,28	1,47	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,04	0,86	0,95	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	48,1	53,7	48,2	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	28,1	26,8	24,7	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	19,6	8,28	12,5	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	26,6	15,5	18,3	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	16	10,4	11,4	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Türk Traktör, 2021–2023 döneminde faaliyet oranları açısından sektöre kıyasla güçlü ve istikrarlı bir performans sergilemiştir. Özellikle alacak devir hızı, 2021’den 2023’e kadar kesintisiz bir artış göstermiştir. Firma bu süreçte, 2023’te sektörün yükseliş eğilimine paralel bir şekilde performansını artırarak, sektör ortalamasının üzerinde kalmaya devam etmiştir. Bu durum müşteri portföyünün finansal açıdan güvenilir olduğu ve tahsilat sürecinin iyi yönetildiği izlenimini vermektedir ayrıca, sürdürülebilir müşteri ilişkileri yönetimi ve dijital faturalama sistemlerinin devreye alınmış olması da bu olumlu trendi destekliyor olabilir. Türk Traktör ayrıca stok yönetiminde çevik ve etkin bir sistem uyguladığını ve ürün yaşam döngüsünü minimize ederek fire oranını azalttığını göstermektedir, sürdürülebilirlik bağlamında değerlendirildiğinde de; gereksiz stok birikiminin önlenmesi, enerji ve alan tasarrufu sağladığı gibi, israfın da azaltılmasına katkıda bulunmaktadır. Bu yönüyle firma, döngüsel ekonomi prensiplerine uyumlu bir yaklaşım sergilediğinden sürdürülebilirliğin katkısıyla, firmanın varlıklarını daha verimli kullandığı, üretim ve satış arasındaki dengenin iyi yönetildiği söylenebilir. Türk Traktör’ün faaliyet oranlarında sergilediği güçlü eğilimler, sürdürülebilirlik uygulamalarının uzun süredir işletmeye entegre edilmesinin somut bir yansıması olarak değerlendirilebilir. Firma sadece operasyonel verimlilik açısından değil, aynı zamanda çevresel etkilerin azaltılması ve kaynak kullanımında etkinlik açısından da sektörde örnek gösterilebilecek bir yapıya sahip görünümüz çizmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı açısından Türk Traktör, üç yıllık dönemde sektörle karşılaştırıldığında daha dengeli ve kontrollü bir finansal yapı sergilemiştir. 2021'den 2022'ye doğru borçluluk oranında yükseliş gözlemlenmiş, 2023 yılında ise sektör borçluluğu düşürme yönünde ilerlerken firma da düşüş göstererek borçluluk seviyesini sektörden %60 geride tutmayı başarmıştır. Bu durum, firmanın borç ödeme gücünü, krizlere dayanıklılığını, düşük riskliliğini sürdürülebilirlik uygulamalarının katkısı olarak değerlendirilebilir.

Likidite Oran Analizi:

Türk Traktör'ün likidite pozisyonu sektörle karşılaştırıldığında firmanın likit varlıklarının yeterli düzeyde olduğunu ortaya koymaktadır. Cari Oranı hafif altında olsa da sektör seviyesinde, likidite oranı ise sektörün üzerinde yer almaktadır. Likidite oranlarındaki güçlü oluşu açıklamak için bakıldığında; su verimliliği, enerji tasarrufu ve emisyon azaltımı gibi alanlara yapılan yatırımlar, uzun vadede maliyetleri düşürerek nakit rezervlerine katkı sağladığından (Khan vd. 2016) Türk Traktör'ün sadece operasyonel değil, aynı zamanda ekolojik sürdürülebilirlik perspektifiyle de finansal dayanıklılığını güçlendirdiği söylenebilir.

Karlılık Oran Analizi:

Firma, özkaynak kârlılığı ve aktif kârlılığı gibi temel kârlılık göstergelerinde 2022 yılında zirveye ulaşmış, 2023'te ise bu oranlarda belirgin bir gerileme yaşamıştır. Ancak sektör genelinde de benzer bir düşüş trendi gözlemlendiğinden, bu gelişme dışsal faktörlerle ilişkili olabilir değerlendirmesi yapılabilir. Esas faaliyet kar marjı, brüt kâr marjı ve net kâr marjı, sektörle karşılaştırıldığında son sene güçlü kalmayı başarmışlardır. Bu durum, firmanın katma değeri yüksek ürünlere yönelme stratejisi ve operasyonel verimlilik sayesinde sürdürülebilir kârlılığını koruyabildiğini göstermektedir.

Genel Değerlendirme:

Türk Traktör, finansal performansını sürdürülebilirlik anlayışıyla bütünleştiren ve bu entegrasyonu uzun süredir kurumsal kültürüne yerleştirmiş bir firmadır. Faaliyet oranlarında sergilenen yüksek verimlilik, mali yapıdaki kontrollü borçlanma stratejisi, yüksek likidite oranları ile bazı dalgalanmalar da olsa yüksek seyreden karlılık oranları sürdürülebilirlik yatırımlarının olumlu etkileri olarak değerlendirilebilir.

4.7.16 Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş.

Ülker Bisküvi şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.39'da yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.39. Ülker Bisküvi Sanayi A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

ÜLKER BİSKÜVİ SANAYİ A.Ş.	ULKER			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,82	1,13	0,55	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	4,37	6,93	3,64	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	3,57	5,14	2,33	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	49,62	59,16	69,26	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	2,39	1,5	3,06	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	1,85	1,2	2,53	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	12,22	14,03	-0,01	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	6,16	3,09	-0,71	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	16,64	10,65	15,94	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	28,88	21,74	28,75	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	7,56	2,75	-1,3	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Ülker Bisküvi faaliyet oranlarında, ara dönemde artış son dönemde düşüş nihayetinde başlangıç seviyesine göre daha yüksek noktada bulunmakta ancak tüm dönemlerde sektörün gerisinde yer almaktadır. Aktif kullanımındaki bu durum, firma içinde yerleşmiş operasyonel sürdürülebilirlik pratiklerinin beklendiği üzere olumlu yansıması olarak değerlendirilememesine sebep olmaktadır. Yavaşlayan stok devri, aynı zamanda maliyet artışlarının sürdürülebilir fiyatlama politikalarına baskı yaptığı bir döneme işaret edebildiği unutulmadan yorumlansa da verimliliğin azaldığı anlaşılmaktadır. Ticari alacaklar devir hızı incelendiğinde de, firmanın alacak tahsil sürelerinin yeniden uzadığı görülmektedir. Sektör bu dönemde yükselişini sürdürürken, firmanın düşüş yaşaması tahsilat süreçlerinde sıkıntılar yaşandığını düşündürebilir ancak aynı zamanda da çevresel ve sosyal yükümlülükleri önceliklendiren müşterilerle kurulan uzun vadeli iş birliklerinin, nakit akışına gecikmeli ama istikrarlı katkı sağladığı ihtimali de göz ardı edilmemelidir. Firma, sürdürülebilirliği uzun yıllardır kurumsal pratiğe entegre etmiş

olmakla birlikte; faaliyet oranlarının finansal anlamda istikrara kavuşması için kaynak kullanımı, tedarik zinciri ve müşteri ilişkileri yönetiminde daha dirençli stratejilere ihtiyaç duyduğu gözlemlendiğinden sürdürülebilirlik uygulamalarının olumlu etkisi direkt gözlemlenememektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Ülker Bisküvi'nin mali yapı göstergelerinden, sektörle paralel şekilde, yıllar içerisinde azalış bulunmakta, başlangıç noktası sektörün üzerinde olması dolayısıyla tüm dönemlerde sektöre kıyasla daha fazla dış borçlanma yaptığı gözlemlenmektedir. Bu farklılaşma, firmanın özellikle sürdürülebilirlik yatırımlarını finanse etmek amacıyla borçlanmaya başvurduğunu düşündürmektedir. Ülker'in geçmişten gelen kurumsal sürdürülebilirlik anlayışı, borçlanmanın sadece üretim kapasitesini değil, aynı zamanda sosyal ve çevresel değer yaratımını da desteklemesi gerektiği anlayışına dayanması beklenmekte dolayısıyla firma bazında detay incelemeye ihtiyaç duyurmaktadır.

Likidite Oran Analizi:

Likidite oranları firmanın kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü ve operasyonel risklere karşı finansal esnekliğini ortaya koyarken Ülker Bisküvi, 2021–2023 yılları arasında likidite oranlarında hem sektöre kıyasla hem de yıllar içinde dalgalı bir performans göstermiştir. Cari oran, 2022'de gerilerken 2023'de yeniden güçlenmiş, kısa vadeli yükümlülüklerini azaltırken, likiditesini arttırması başarı olarak da kabul edilebilir. Her dönem sektör ortalamalarından yüksek olan likidite oranından da finansal kırılganlığın düşük olduğu anlaşılmakta, sürdürülebilir finans yaklaşımının avantajlarının yansıması olarak değerlendirilebilir.

Karlılık Oran Analizi:

Ülker Bisküvi, 2021'de zarar elde etmiş, kar marjlarında sonraki yıllar artan trendde yükseliş gerçekleştirip son sene sektörün üzerinde gerçekleştirmeler elde etmiş ancak özkaynak karlılığı ve aktif karlılığında artışlar olsa da her dönem sektörün gerisinde yer aldığından firma değerinde düşük performans sergilemiştir.

Genel Değerlendirme:

Ülker Bisküvi'nin mali analiz sonuçları, sürdürülebilirlik ilkelerini uzun süredir operasyonlarına entegre etmiş olmasının hem avantajlarını hem de kısa vadeli zorluklarını yansıtmaktadır. Likiditesi güçlü yanı olup borçlanma riski taşıırken

verimliliklerde ve değer yaratmada geri kalmış olduğundan sürdürülebilirliğin etkisi firmada karışık etki yaratmış izlenimi vermektedir.

4.7.17 Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Vestel Elektronik şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.40'da yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.40. Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	VESTL			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	0,88	1,43	0,93	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	3,52	5,75	3,46	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	4,92	7,29	4,58	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	23,5	31,5	28,1	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	0,62	0,64	0,68	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,31	0,34	0,37	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	7,9	5,3	18,4	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	1,8	0,3	6,1	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	4,3	0,7	13,5	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	22,3	17	27,7	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	2,1	0,2	6,6	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Vestel Elektronik'in 2021–2023 dönemi faaliyet oranları, firmanın sektöre kıyasla daha düşük operasyonel çevrim hızlarıyla faaliyet gösterdiğini ortaya koymaktadır. Aktif devir hızı, 2022 yılında belirgin bir artış göstermesine rağmen 2023'te bu eğilimi sürdürememiş ve 2021 seviyesinin dahi gerisine gelmiştir. Bu durum firmanın varlıklarını kullanma etkinliğinin sektöre kıyasla düştüğünü ve istikrarsızlığı göstermektedir. Stok devir hızında da benzer bir tablo gözlenmektedir. Firma, 2022 yılında sektörün üzerinde bir performans sergilerken 2023'te önemli bir düşüş yaşamış, sektör ise bu alanda yükselişini sürdürmüştür. Bu farklılaşma, firmanın stok yönetiminde bir durağanlık yaşadığını, ürün çevrim sürelerinin uzadığını ve bu nedenle sermaye kullanımında verimsizlik oluştuğunu düşündürmektedir. Ticari alacaklar devir hızı da ara dönemde yükselmiş ardından

gerilemiş ve her üç dönemde de sektör ortalamalarının gerisinde yer almıştır. Bu durum firmada, tahsilat sürecinin uzadığını ve nakit döngüsünün olumsuz etkilenme riskini göstermektedir. Sektörün aynı dönemde bu oranda artış göstermesi, firmanın rekabetçi pozisyonunu ve sürdürülebilirlik uygulamalarının katkılarını sorgulatmaktadır.

Mali Yapı Oran Analizi:

Vestel'in mali yapı oranları, firmanın finansal kaldıraç kullanımını azalttığını ve bu bağlamda sektörden daha düşük borçluluk seviyelerine sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bu durum, sürdürülebilirlik açısından avantajlı bir yapı oluşturabileceğini göstermektedir.

Likidite Oran Analizi:

Sektör likidite oranlarında ara dönemde düşüş 2023'de artış yaşarken Vestel Elektronik üç dönemde de gerilemiş ve her dönem sektörün altında yer almıştır. Vestel'in likidite oranları, kısa vadeli finansal esnekliğinde sektöre kıyasla zayıflıklar olduğunu göstermektedir. Bu, firmanın dönen varlıklarını yönetmede zorluk yaşadığını ve kısa vadeli yükümlülüklerini karşılama kapasitesinde gerilemeler olduğunu, ÇSY uygulamalarının olumlu etkilerinin gözlemlenemediğini göstermektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Karlılık oranlarında, Vestel Elektronik'in 2023 yılında düzeltmeler yaptığı, 2022'ye göre artış gösterdiği gözlemlense de genel olarak sektör ortalamalarının çok gerisinde yer alması, firmanın üretim maliyetlerini yeterince kontrol edememesine veya fiyat artışlarını satış fiyatlarına yansıtamamasına, faaliyet giderlerinin yüksekliğine veyahut da sürdürülebilirlik yatırımlarının operasyonel kârlılığa olan baskısına işaret edebilir. Sadece yatırım fazı değil, aynı zamanda sürdürülebilirlik uyum maliyetleri (şeffaflık, denetim, veri raporlama vb.) olabileceği de düşünülmelidir.

Genel Değerlendirme:

Vestel Elektronik'in mali oran analizi, sürdürülebilirlik uygulamalarını uzun yıllardır entegre etmiş bir firma olarak mali yapı haricinde finansal fayda olarak geri dönüş sağlamamış görüntüsü çizmektedir.

4.7.18 Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Vestel Beyaz Eşya şirketinin incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu imalat sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.41’da yer almaktadır. Şirketin, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.41. Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

VESTEL BEYAZ EŞYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	VESBE			SEKTÖR ORT.		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Aktif Devir Hızı	1,26	1,99	1,44	1,18	1,27	0,97
Stok Devir Hızı	6,89	10,49	7,56	5,77	5,47	4,99
Ticari Alacaklar Devir Hızı	3,31	4,51	2,84	8,31	7,45	5,49
Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	9,63	22,37	9,41	42,12	51,95	53,67
Cari Oran	1,05	0,93	1,18	1,67	1,55	1,62
Likidite (Asid-Test) Oranı	0,76	0,68	0,87	0,96	0,9	0,93
Dönem Kârı(Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	25,1	5,42	35,16	12,32	38,92	25,33
Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	9,77	0,71	13,55	6,68	17,77	11,16
Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	9,69	1,64	12,96	10,12	16,2	15,44
Brüt Kâr Marjı (%)	16,33	9,74	15,85	20,71	25,05	24,32
Net Kâr Marjı (%)	7,74	0,36	9,39	6,17	14,52	12,61

Faaliyet Oran Analizi:

Vestel Beyaz Eşya'nın aktif devir hızı ve stok devir hızı her dönem sektörün üzerinde gerçekleşmiş, 2022'den 2023'e sektör göreceli olarak daha istikrarlı bir seyir izlerken, firma keskin bir yavaşlama yaşamış ve gerileme olsa da sektör normlarına doğru karlılığı artırma stratejisiyle hareket etmiş görünümü çizmektedir. Ticari alacaklar devir hızında da 2023'te sektör trendine ters düşen bir yavaşlama izlenmiştir. Sektör tahsilat sürecini hızlandırırken, firma 2023'de önceki yıla göre daha düşük bir tahsilat performansı sergilemiştir. Likiditeyi baskılayan bu yapı, sürdürülebilir tedarik uygulamalarının daha uzun vadeli alım-satım döngülerine dayanmasından kaynaklanabilir. Bu durum, nakit akış yönetimi üzerinde baskı yaratabilir. Bu üç faaliyet oranı birlikte değerlendirildiğinde, firmanın 2023 yılında sürdürülebilirlik yatırımlarının olası bir geçiş maliyeti yarattığı ve operasyonel çevikliğin sınırlı kaldığı görülmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Toplam yükümlülüklerin varlıklara oranı 2022'ye kıyasla keskin bir biçimde gerilemiş; firma, finansal kaldıraç seviyesini azaltmış görünmektedir. Sektör ortalaması ise yüksek kalmaya devam etmiş ve firma, sektörün oldukça altında konumlanmıştır. Bu yapı, firmanın borçla finansman yerine özkaynak kullanımını tercih ettiğini ve uzun vadeli sürdürülebilirliği ön planda tuttuğunu göstermektedir. Bu oranlar, Vestel Beyaz Eşya'nın finansal riskten kaçınma eğilimini ve çevresel, sosyal sorumluluk projelerini yüksek borç baskısı altında değil, kontrollü bir sermaye yapısıyla yürüttüğü şeklinde yorumlanabilir. Düşük borç oranı, sürdürülebilirlik uygulamalarının maliyetlerine rağmen firmanın dirençli yapısını koruduğuna işaret etmektedir (Eccles vd., 2014).

Likidite Oran Analizi:

Cari oran 2022'den 2023'e hafif bir artış göstermiştir. Sektör ise bu dönemde daha yüksek bir likidite düzeyine ulaşmıştır. Firma, 2021'e göre daha dengeli bir duruma gelse de, likidite oranı sektör ortalamasının gerisinde kalmaktadır. Bu durum, nakit veya nakde çevrilebilir varlıkların yeterliliği konusunda firma açısından görece daha dikkatli bir kaynak planlamasına işaret eder. Uzun vadeli sözleşmeler ve döngüsel üretim zinciri, likidite üzerinde daralmalar yaratabilir ancak bu yaklaşım, finansal sürdürülebilirliği sağlam temellere oturtacağından likidite oranlarının bu seviyeleri hakkında firma bazında analizini gerektirmekte mevcut görüntü sürdürülebilirlik uygulamalarının katkısının oluşmadığı izlenimi vermektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Net kar marjı ve özkaynak karlılığı oranlarında firma 2022'de ciddi kayıplar yaşayıp sektörün çok gerisine düşmüşken 2023'de büyük bir toparlanma ile sektörün büyük oranda üzerine çıkmayı başarmıştır. Net kar marjındaki hareket de benzer olduğundan Vestel Beyaz Eşya 2022'de sürdürülebilirlik yatırımları yaptı ise 2023'de hem değer hem kar üretmede getiri sağlamış gözükmektedir.

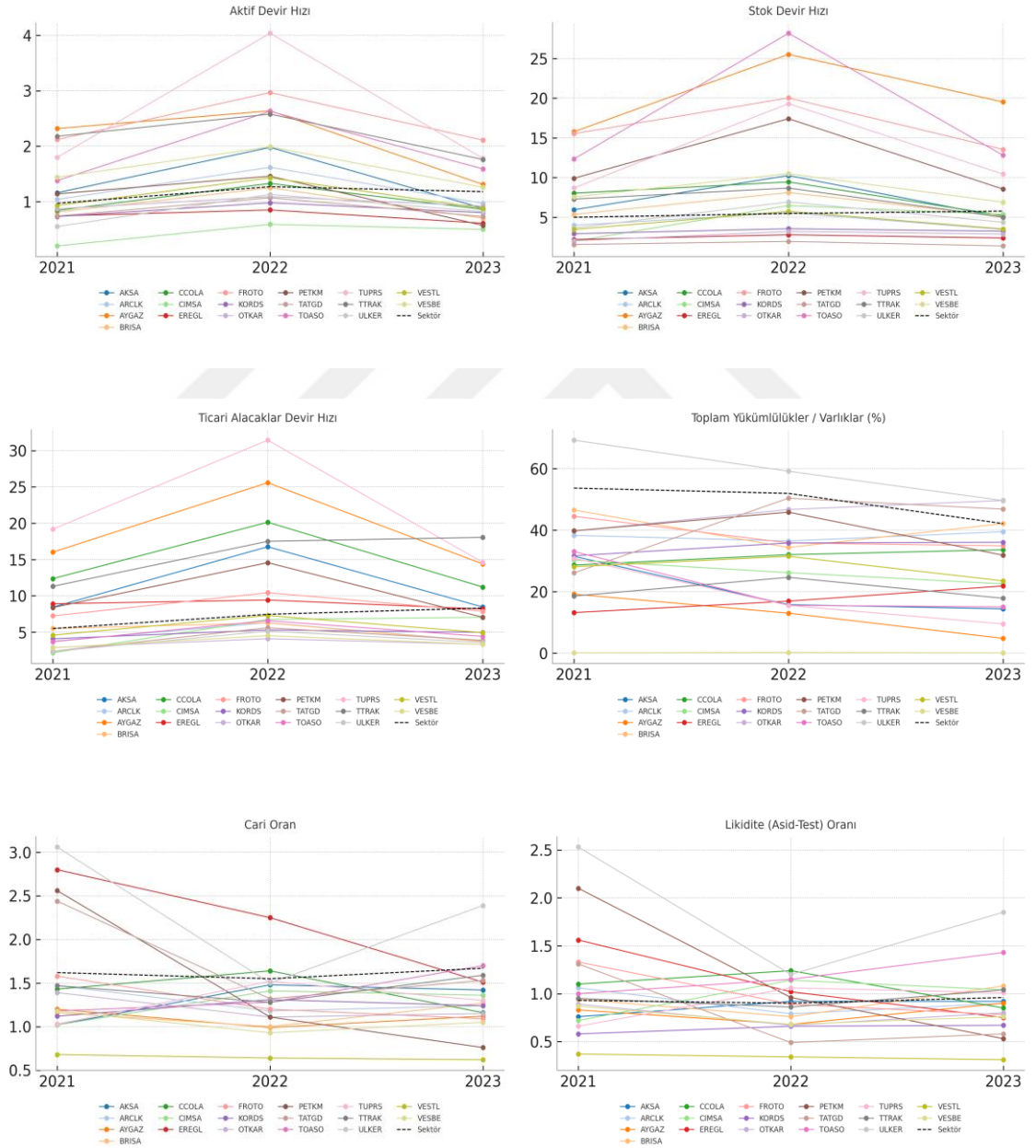
Genel Değerlendirme:

Vestel Beyaz Eşya, faaliyet verimliliğinde kısmen, mali yapıda ciddi seviyede ve karlılıkta sektör ortalamalarının üzerinde yer alarak avantaj sağlarken likidite ve esas faaliyet karlılığında sürdürülebilirlik konusunda endişe yaratıyor gözükmekte dolayısıyla ÇSY uygulamalarının avantajları karmaşık yapıda yorumu yapılabilmektedir.

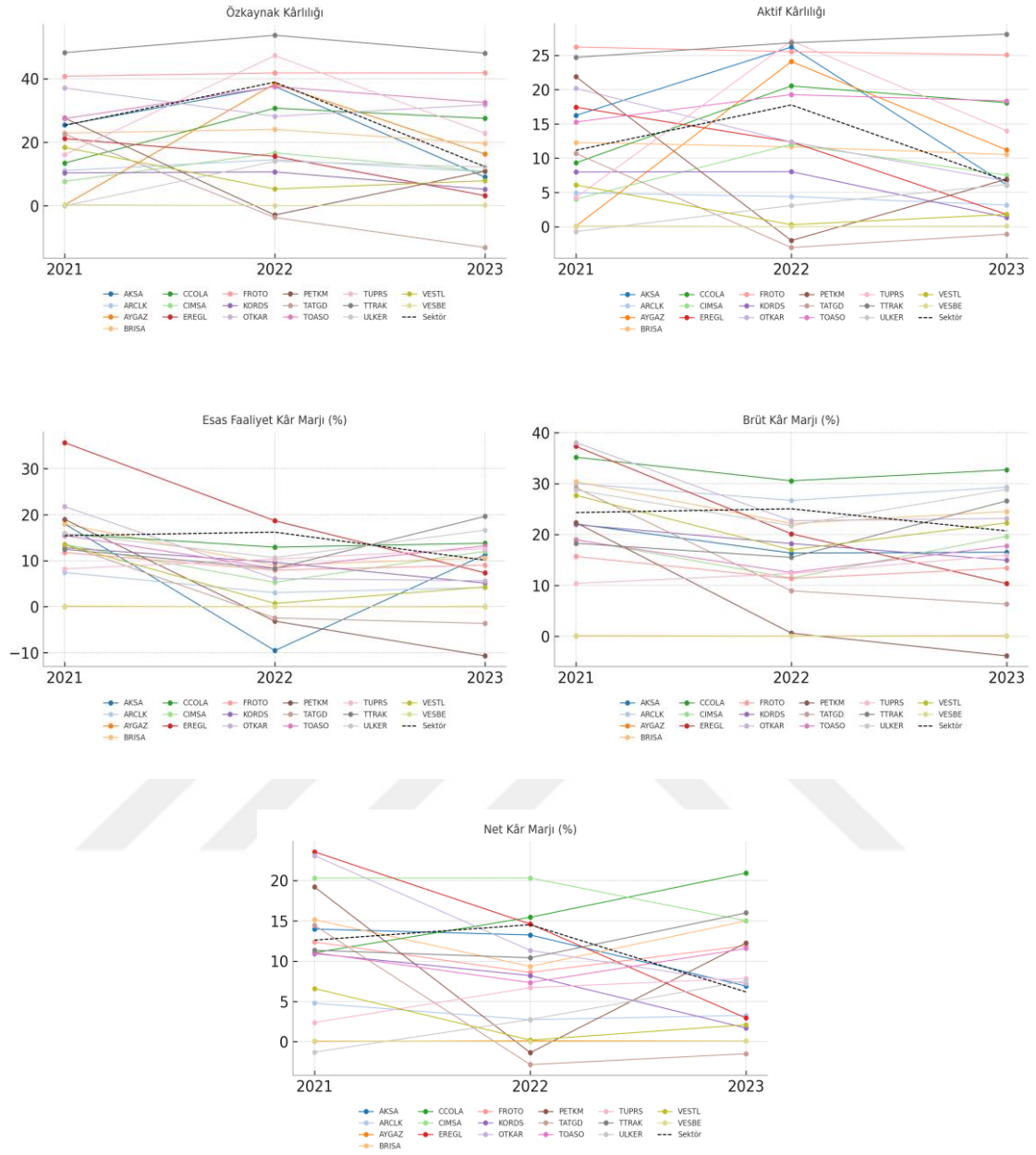
4.7.19 İmalat Sektör Analizi

Sektör sürdürülebilirlik uygulamalarından; faaliyet oranlarında yaklaşık yarı yarıya avantaj sağlamış gözüküyorken mali yapı oranlarında ağırlıklı olarak fayda sağladığı anlaşılmakta, likidite oranlarında ağırlıklı olarak dezavantajlı görüntüsü çizerken karlılıkta da ağırlıklı olarak avantajlı konumda gözükmektedir. Çizelge 4.42’de rasyo bazında sektör ve şirketlerin gerçekleştirmeleri bulunmaktadır.

Çizelge 4.42. İmalat Sektör Analizi.



Çizelge 4.42. (devam) İmalat Sektör Analizi.



4.8 MALİ KURULUŞLAR / BANKACILIK

Bankacılık sektöründe BISTSE’de yer alan ve en az beş senedir endekse dahil olan yedi banka bulunmaktadır. Akbank T.A.Ş., Türkiye Garanti Bankası A.Ş., Türkiye İş Bankası A.Ş., Şekerbank T.A.Ş., Türkiye Halk Bankası A.Ş., Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O., Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. çalışmamızda yer almaktadır.

4.8.1 Akbank T.A.Ş.

Akbank'ın incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / bankacılık sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.43'de yer almaktadır. Bankanın, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.43. Akbank T.A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

AKBANK T.A.Ş.	AKBNK			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Dönen Varlık Hızı	0,44	0,79	0,4	0,37	0,57	0,32
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	4,83	8,32	4,76	5,61	9,65	5,26
Aktif Devir Hızı	6,59	9,77	4,86	4,89	7,79	4,36
Kredilerden Alınan Faizler / Ortalama Krediler (%)	18,15	15,23	11,74	17,45	13,8	11,1
Alınan Krediler / Aktif (%)	5,3	5,99	7,55	9,77	8,71	9,02
Alınan Krediler / Özkaynaklar (%)	44,9	41,93	70,43	154,3	141	174,5
Özsermaye / Mevduat (%)	17,34	22,61	18,38	13,03	13,96	11,15
Özsermaye / Krediler (%)	25,2	28,51	22,69	17,58	17,23	13,26
Aktif Karlılığı (%)	4,64	6,73	2,1	2,63	3,68	1,08
Özsermaye Karlılığı (%)	36,45	52,3	17,46	28,55	42,89	12,38
Net Kâr Marjı (%)	70,44	68,85	43,2	42,28	45,11	22,18

Faaliyet Oran Analizi:

Akbank, 2021'den 2022'ye dönen varlık hızında önemli bir artış yaşamışken sektöre paralel bir hareketle 2023'te bu oran keskin bir düşüş göstermiş ve bankanın her dönem performansı sektör ortalamasının üzerinde tutmayı başarmış hatta başlangıç noktasına göre sektörle arasındaki marj artmıştır. Bu durum, banka yönetiminin kısa vadeli varlıkları etkin kullanma kapasitesindeki başarıya ve gelişime işaret etmektedir. Maddi duran varlık devir hızı ise 2022'de zirve yapmış, 2023'te hem banka hem de sektör nezdinde düşüş eğilimindedir ancak bankadaki düşüş, sektörle kıyaslandığında daha keskin olmuş, ancak banka her üç dönemde de sektörün gerisinde yer almıştır. Bu da bankanın sabit varlık kullanımında çevresel etkileri minimize etme veya uzun vadeli dönüşüm projeleri stratejileri nedeniyle verimliliği ikinci planda tutmuş olabileceğine ya da sektöre göre daha fazla sabit varlığın mülkiyetine sahip olduğunu işaret edebilir. Aktif devir hızı açısından 2021'den 2022'ye hem sektör hem banka artış göstermiştir. 2023'te bu yükseliş sürdürülememiş ve her iki tarafta da düşüş yaşanmış ancak Akbank her dönem sektör ortalamalarının üzerinde yer almıştır. Bu durum, sürdürülebilir bankacılık

yatırımlarının aktif verimliliğe dönüştüğünü düşündürmektedir. Kredilerden alınan faizler/ortalama krediler oranında ise banka, 3 yıl boyunca artan bir grafik çizmiş; sektör de benzer bir trend izlemiştir ve bankanın başlangıcı da artışı da sektörün üzerinde seyretmiştir. Bu, sürdürülebilirlik kriterleri kapsamında kredi portföyünün çevre ve sosyal kriterlere duyarlı hale getirilmesine rağmen, bankanın faiz gelirlerinde sektöre göre daha başarılı bir yönetim stratejisi izlediğine işaret etmektedir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Alınan krediler/aktifler oranı bakımından Akbank, 2021'den itibaren istikrarlı bir düşüş yaşamıştır. Sektörde ise bu oran 2022'de azalmış, 2023'te tekrar yükselmiştir. Alınan krediler / özkaynaklar oranı hem sektörde hem Akbank'ta ara dönemde düşmüş 2023'de hafifçe yükselmiş ve banka her dönem sektörün altında yer almıştır. Bankanın pozitif durumu, dış kaynak kullanımında kontrollü bir politika izlediğini ve belki de sürdürülebilir finansman kaynaklarını daha etkin kullanmaya başladığını göstermektedir, bu da ÇSY yatırımlarının doğrudan borçlanma baskısını azaltıcı bir etkisi olduğunu düşündürmektedir. Özsermaye / mevduat oranının sektörde daha iyi durumda olması müşteri güvenini ve sürdürülebilir bankacılık yaklaşımına duyulan olumlu algıyı da yansıtabilir yani, sürdürülebilirlik uygulamaları yalnızca dışsal faydalar değil, aynı zamanda mevduat bazında içsel güven yaratımı açısından da olumlu bir etki doğurmuş olabilir. Özsermaye / krediler oranı sektörün üzerinde gerçekleşme yaşamış dolayısıyla finansal sağlamlık, temkinlilik ve risk yönetimi açısından olumlu değerlendirilebilirken bu yüksekliğin neden kaynaklandığı (yüksek özsermaye mi, düşük kredi hacmi mi) bağlama göre analiz edilmelidir. Sürdürülebilir bankacılık bağlamında bu oran, banka politikalarının sosyal ve çevresel risklere duyarlı, agresif büyümeden ziyade güvenli büyümeyi tercih ettiğini şeklinde de yorumlanabilir.

Karlılık Oran Analizi:

Akbank'ın karlılık oranlarının hepsi her dönem sektörün üzerinde gerçekleşmiş, Bu, sürdürülebilir stratejilerin operasyonel verimliliğe yansıdığına ve ÇSY etkilerinin finansal performans üzerinde olumlu etkiler yarattığına işaret etmektedir.

Genel Değerlendirme:

Veriler değerlendirildiğinde, BISTSE'nin başlangıcından beri endekste yer alan Akbank sürdürülebilirlik ilkelerini uzun süredir uygulayan bir kurum olarak mali yapı ve karlılık oranlarında sektörden pozitif ayrılmakta, faaliyet oranlarında da sabit kıymet devir hızı

hariç güçlü performans göstermektedir. Özellikle kârlılık oranlarındaki yükseliş, çevresel ve sosyal sorumluluk çerçevesinde gerçekleştirilen yatırımların olumlu finansal geri dönüşler yarattığını gösterdiği söylenebilir. Bu durum, sürdürülebilirlik uygulamalarının başlangıçta maliyet odaklı, orta vadede ise değer yaratıcı olduğuna dair akademik görüşlerle (Fatemi & Fooladi, 2013; Friede vd., 2015; Clark vd., 2015; Sarwono, 2022; Wu, 2024) örtüşmektedir.

4.8.2 Türkiye Garanti Bankası A.Ş.

Garanti Bankası'nın incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / bankacılık sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.44'de yer almaktadır. Bankanın, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.44. Türkiye Garanti Bankası A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TÜRKİYE GARANTİ BANKASI A.Ş.	GARAN			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Dönen Varlık Hızı	0,5	0,77	0,47	0,37	0,57	0,32
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	8	13,18	8,02	5,61	9,65	5,26
Aktif Devir Hızı	7,5	10,46	6,73	4,89	7,79	4,36
Kredilerden Alınan Faizler / Ortalama Krediler (%)	18,26	15,65	12,57	17,45	13,8	11,1
Alınan Krediler / Aktif (%)	2,28	3,04	4,85	9,77	8,71	9,02
Alınan Krediler / Özkaynaklar (%)	18	22,93	46,03	154,3	141	174,5
Özsermaye / Mevduat (%)	17,69	19,31	15,58	13,03	13,96	11,15
Özsermaye / Krediler (%)	24,02	24,15	20,09	17,58	17,23	13,26
Aktif Karlılığı (%)	5,67	6,12	2,17	2,63	3,68	1,08
Özsermaye Karlılığı (%)	43,94	50,29	19,15	28,55	42,89	12,38
Net Kâr Marjı (%)	75,55	58,54	32,28	42,28	45,11	22,18

Faaliyet Oran Analizi:

Garanti Bankası, dönen varlık hızı, maddi duran varlık devir hızı ve aktif devir hızında sektöre paralel şekilde 2023'te bir önceki yıla göre gerilemiştir yine de Garanti Bankası her üç dönemde de sektörün üzerinde yer almıştır. Aktif büyüklük sıralamasına göre Türkiye'nin en büyük beşinci bankası olan Garanti Bankası'nın (TTB, 2024), bu büyüklüğe rağmen sektörün üzerinde verimli faaliyet gösterme başarısı sürdürülebilirliğin uzun dönemli etkilerinin sonucu olarak değerlendirilebilir. Kredilerden alınan faizler / ortalama krediler oranı bankada üç yıl boyunca düzenli artış

göstermiş, sektörle benzer yönde olsa da banka daha güçlü bir artış eğiliminde olmuştur. Bu eğilim, bankanın sürdürülebilirlik çerçevesinde yapılandırılmış kredi ürünlerinden kâr elde etme yetkinliğini yansıtırken, sürdürülebilirliğin getirdiği kurumsal itibarla ürünlerini daha yüksek faizle satma gücü elde ettiği şeklinde değerlendirilebilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Alınan krediler/aktif oranı bakımından banka, üç yıl boyunca azalan bir eğilim göstermiştir. Sektör ise inişli çıkışlı bir seyir izleyerek 2023'te yeniden artış sergilemiştir. Bu ters yönlü hareket, bankanın dış borçlanma yerine özkaynak ağırlıklı ve artan itibarı ile sürdürülebilir fon kaynaklarından yararlandığı şeklinde de yorumlanabilir. Alınan krediler / özkaynak oranında banka, her dönem düşüş yaşamış ve sektörün gerisinde yer almıştır. Bu durum dış kaynak kullanımında kontrollü bir politika izlediğini ve belki de sürdürülebilir finansman kaynaklarını daha etkin kullanmaya başladığını göstermektedir, bu da ÇSY yatırımlarının doğrudan borçlanma baskısını azaltıcı bir etkisi olduğunu düşündürmektedir. Bu sektörden ayrışma, bankanın özkaynaklarını daha yoğun şekilde uzun vadeli yatırımlara kanallı ettiğini, sermaye yeterliliğini geçici olarak baskılamayı göze aldığını düşündürmektedir. Özsermaye / mevduat oranında Garanti Bankası her yıl sektörün üzerinde büyüme kaydetmiştir. Bu, bankanın sürdürülebilirlik imajının müşteri güveni yarattığını ve mevduat tabanını güçlendirdiğini göstermektedir. Bu durum literatürde sürdürülebilirliğin marka değeri ve müşteri bağlılığı üzerindeki olumlu etkisini desteklemektedir (Luo & Bhattacharya, 2006). Bağlama göre hem güçlü bir sermaye yapısını ve risk yönetimi başarısını, hem de mevduat toplamada potansiyel zayıflıkları gösterebilir ancak sürdürülebilir bankacılık açısından bakıldığında, bu oran yüksek olan bankalar genellikle; daha istikrarlı, uzun vadeli güvenilirliğe sahip, sürdürülebilir finansman için uygun temellere sahip bankalardır. Özsermaye / krediler oranı sektörün üzerinde gerçekleşme yaşamış dolayısıyla finansal sağlamlık, temkinlilik ve risk yönetimi açısından olumlu değerlendirilebilirken bu yüksekliğin neden kaynaklandığı (yüksek özsermaye mi, düşük kredi hacmi mi) bağlama göre analiz edilmelidir. Sürdürülebilir bankacılık bağlamında bu oran, banka politikalarının sosyal ve çevresel risklere duyarlı, agresif büyümeden ziyade güvenli büyümeyi tercih ettiğini şeklinde de yorumlanabilir.

Karlılık Oran Analizi:

Aktif karlılığı ile öz sermaye kârlılığı oranı, sektöre paralel şekilde bankada 2023 yılında düşüş gösterirken, Garanti Bankası karlılık rasyolarında her dönem sektör ortalamalarının üzerinde gerçekleşmiştir. Net kar marjında ise sektör son sene düşüş gösterirken Garanti Bankası %75 gibi çok yüksek bir net kar marjına yükselmiştir. Sektörle olan bu ayrışma, sürdürülebilirlik uygulamalarının operasyonel verimliliği artırdığı ve maliyet kontrolü sağladığı yönündeki çalışmaları destekler niteliktedir aynı zamanda bankanın stratejik sürdürülebilirlik uygulamalarının kârlılıkla çelişmek yerine onu desteklediğini göstermektedir.

Genel Değerlendirme:

BISTSE'nin hesaplanmaya başlamasından beri endekste yer alan Garanti Bankası sürdürülebilirlik uygulamalarını uzun süredir iş modeline entegre etmiş olduğundan faaliyet oranları, mali yapı ve karlılık oranları ile sektör ortalamasından pozitif yönde ayrışırken, tüm parametrelerde pozitif yönde olduğu görülmektedir. ÇSY yatırımlarının itibar ve müşteri güveni gibi soyut varlıklar üzerinden uzun vadeli değeri desteklediği anlaşılmakta, analiz edilen dönemler itibarıyla sürdürülebilirliğe entegrasyonun bankaya katkısının özellikle yapısal dayanıklılık ve fiyatlama gücünden anlaşıldığı kadarıyla müşteri sadakati gibi (Friede vd., 2015) stratejik boyutlarda gerçekleştiği değerlendirilmektedir. Bu bulgular, sürdürülebilirlik temelli bankacılığın yalnızca etik değil, aynı zamanda stratejik ve kârlı bir yönelim olduğunu düşündürmektedir.

4.8.3 Türkiye İş Bankası A.Ş.

İş Bankası'nın incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / bankacılık sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.45'de yer almaktadır. Bankanın, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.45. Türkiye İş Bankası A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	ISCTR			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Dönen Varlık Hızı	0,3	0,48	0,31	0,37	0,57	0,32
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	4,26	7,05	5,04	5,61	9,65	5,26
Aktif Devir Hızı	5,67	7,82	5,07	4,89	7,79	4,36
Kredilerden Alınan Faizler / Ortalama Krediler (%)	15,9	13,4	10,7	17,45	13,8	11,1
Alınan Krediler / Aktif (%)	4,92	5,07	7,09	9,77	8,71	9,02
Alınan Krediler / Özkaynaklar (%)	45,1	37,3	75,6	154,3	140,96	174,54
Özsermaye / Mevduat (%)	16,1	20,6	14,5	13,03	13,96	11,15
Özsermaye / Krediler (%)	23,6	25,5	17,9	17,58	17,23	13,26
Aktif Karlılığı (%)	3,74	5,27	1,77	2,63	3,68	1,08
Özsermaye Karlılığı (%)	31,5	44,2	17,4	28,55	42,89	12,38
Net Kâr Marjı (%)	66	67,4	34,9	42,28	45,11	22,18

Faaliyet Oran Analizi:

İş Bankası, dönen varlık hızında ve maddi duran varlık devir hızında, 2022’de yüksek performansla sektör ortalamasına yaklaştı, ardından 2023’te belirgin bir düşüş görülmüştür. Bu gerileme, sektördeki düşüşle paralellik gösterse de banka, her üç dönemde de sektör ortalamasının altında kalmıştır; bu durum dönen varlıkların etkin kullanımında zayıflığa, sabit kıymet kullanımında verimliliğin düşüklüğüne işaret edebilir ki aynı zamanda daha sektöre kıyasla daha yüksek sabit kıymet sahibi olma ihtimalini de göz önünde bulundurmak gerekir. Faaliyet oranlarında İş Bankası sadece aktif devir hızında sektör ortalamalarının üzerinde performans göstermiştir ki aktif büyüklük açısından üçüncü sırada yer alan İş Bankası’nın (TTB, 2024) bu büyüklüğüne rağmen sektörün üzerinde yer alma başarısı dikkat çekmekte, sürdürülebilirlik uygulamalarının kazancı olarak değerlendirilebilme imkanı vermektedir. Kredilerden alınan faizlerin kredilere oranında bankanın oranı yıllar içinde istikrarlı bir artış göstermiş olup sektör ortalamasının altında kalmasına rağmen, sürdürülebilir finansal stratejileri sayesinde artan bir gelir verimliliği olduğu söylenebilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Alınan kredilerin aktife oranında hem banka gerileyen bir seyir izlemekteyken sektör son dönemde ilk seneyi de geçen bir orana yükselmiştir ve bankanın oranı sektörün belirgin şekilde altında kalmıştır. Bu, riskten kaçınma ve özkaynak kullanımını tercih eden bir finansman stratejisine işaret edebilir. Alınan kredilerin özkaynaklara oranı hem bankada hem sektörde inişli çıkışlı bir seyir izlemişken bankanın 2023’te sektörün %70 altında

kalması, daha sürdürülebilir bir borç yönetimi politikası izlediğini düşündürmektedir. Özsermaye/mevduat oranı incelendiğinde bankanın oranı sektörün üzerindedir ve bu fark ara dönemde belirginleşmiştir. Bu durum bankanın özkaynakla büyümeye verdiği önemin bir göstergesidir. Benzer şekilde, özsermaye/krediler oranında da banka sektörün üzerinde konumlanmıştır ve bu durum sermaye yeterliliği açısından sürdürülebilirliğe katkı sağlayan önemli bir finansal göstergedir.

Karlılık Oran Analizi:

Karlılık rasyoları açısından İş Bankası her dönem sektöre paralel bir seyir izlemiş, ara dönem yükseliş son dönem düşüş ancak her dönem üzerinde yer almıştır. Özellikle kredilerden alınan faizler düşüken karlılığın yüksek oluşu; kredi hariç ürün gamındaki satışlarının yüksekliğini göstermekte dolayısıyla sürdürülebilirlik uygulamaları sonucu müşteri güven ve sadakatının yükseldiği yorumu yapılabilmektedir. Bu istikrarlı seyir ve seviye, sürdürülebilirlik yatırımlarının verimli yönetildiğine, bankanın kendi sermayesini yüksek verimlilikle kullandığını gösterirken bankanın sürdürülebilir gelir kalemlerini çeşitlendirme konusunda başarılı olduğunu da düşündürmektedir.

Genel Değerlendirme:

Türkiye İş Bankası'nın uzun yıllardır uyguladığı sürdürülebilirlik stratejilerinin, finansal performansı üzerinde giderek daha belirgin ve olumlu etkiler yarattığı görülmektedir. Özellikle sermaye yeterliliği, borç yönetimi ve kârlılık göstergeleri açısından sektör ortalamasının üzerinde kalan performansı, çevresel ve sosyal riskleri içselleştiren bir finansal yapı oluşturduğuna işaret etmektedir. Bununla birlikte, sabit kıymetlerin verimliliği ve dönen varlık kullanımı gibi bazı alanlarda sürdürülebilirlik odaklı iyileştirme ihtiyacı devam etmektedir. Sonuç olarak, Türkiye İş Bankası'nın sürdürülebilirlik ilkelerine uzun vadeli bağlılığı, hem firma içi finansal dengeyi güçlendirmiş hem de sektörün dalgalı seyrine karşı kurumsal direnç geliştirmiştir denebilir. Banka, entegre sürdürülebilirlik uygulamaları sayesinde finansal sürdürülebilirliği ÇSY kriterleri ile bir arada yönetmeyi başarmış görünmektedir.

4.8.4 Şekerbank T.A.Ş.

Şekerbank'ın incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / bankacılık sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.46'da yer almaktadır. Bankanın, sektörün üzerinde

olan gerçekleşmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleşmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.46. şekerbank T.A.ř. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

şEKERBANK T.A.ř.	SKBNK			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Dönen Varlık Hızı	0,58	0,48	0,34	0,37	0,57	0,32
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	2,92	3,54	2,63	5,61	9,65	5,26
Aktif Devir Hızı	8,88	8,72	5,55	4,89	7,79	4,36
Kredilerden Alınan Faizler / Ortalama Krediler (%)	18,39	17,87	15,53	17,45	13,8	11,1
Alınan Krediler / Aktif (%)	7,65	5,94	5,69	9,77	8,71	9,02
Alınan Krediler / Özkaynaklar (%)	81,88	79,96	97,66	154,3	140,96	174,54
Özsermaye / Mevduat (%)	14,37	10,04	7,99	13,03	13,96	11,15
Özsermaye / Krediler (%)	18,52	13,74	10,28	17,58	17,23	13,26
Aktif Karlılığı (%)	3,38	2,64	0,58	2,63	3,68	1,08
Özsermaye Karlılığı (%)	39,77	39,26	9,11	28,55	42,89	12,38
Net Kâr Marjı (%)	38,07	30,22	10,4	42,28	45,11	22,18

Faaliyet Oran Analizi:

şekerbank'ın dönen varlık devir hızı 2021'de sektörün üzerindeyken 2022'deki yükselişi sektöre kıyasla nispeten düşük kalmış ardından 2023'te sektör gerilerken şekerbank artışa devam ederek sektör başlangıca göre %15 gelişim sağlarken kendisinde %71'lik artış kaydetmiştir. Bu durum, kısa vadeli varlıkların kullanım etkinliğinde ciddi bir iyileşmeye işaret ederken, likiditeye yönelik sürdürülebilir denge arayışının operasyonel verimlilikle desteklendiği düşünülebilir. Maddi duran varlık devir hızı 2022'deki zirve seviyesinden sonra keskin bir şekilde düşmüş ve sektöre paralel hareket gerçekleştirmiş olsa da her dönem sektör ortalamasının gerisinde kalmıştır. Bu durum, sabit varlıklardan sağlanan gelirin düşmesiyle birlikte, bankanın sabit kıymet yatırımlarında sürdürülebilir getiri sağlama konusunda yeniden yapılandırma ihtiyacını gündeme getirebilir. Aktif devir hızında ise şekerbank, sektörün son seneki düşüşünün aksine yükselmiş ve her dönem sektör ortalamasının üzerinde bir performans göstermiştir. Aktiflerin satışlar veya gelir yaratımı açısından daha etkili kullanıldığını gösteren bu oran, sürdürülebilir finansman yapılarının etkinliğini destekleyen bir unsur olarak öne çıkar. Bankanın kredilerden aldığı faizlerin kredi hacmine oranı yıllar içinde artış göstermiş, bu artış sektörün eğilimiyle de uyumludur. Sürdürülebilir kredi portföyü yönetimi, gelir üretkenliğini arttırmış görünümü çizmektedir. BISTSE'ye en son, 2018'de, dahil olan banka olarak şekerbank'ın faaliyet verimliliğinde dönen ve duran varlıkların devir

hızlarında ÇSY'nin etkisi gözlemlenmezken diğer rasyolarda olumlu etkinin varlığı düşünülebilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Alınan kredilerin aktiflere oranı 2023'te yükselmiş olmasına rağmen hâlâ sektör ortalamasının altında kalmıştır. Bu, Şekerbank'ın dış kaynak kullanımını sınırlı tutarak öz kaynaklara dayalı, daha düşük riskte kaldığını ve sürdürülebilir bir mali yapı benimsediğini göstermektedir. Kredilerin özkaynaklara oranı 2021'deki yüksek seviyeden 2023'te daha dengeli bir düzeye inmiş ve sektörün oldukça altında seyretmiştir. Bu oran, bankanın borçlanma yerine özkaynak ağırlıklı bir yapı tercih ettiğini, bu sayede finansal riskleri uzun vadede minimize ettiğini ortaya koymaktadır. Özsermaye/mevduat oranı da yıllar içinde artış göstermiş, 2023'te sektör ortalamasının üzerine çıkmayı başarmıştır. Bu, sürdürülebilir bankacılık ilkeleri doğrultusunda müşteri güvenini koruyan ve sermaye kalitesine önem veren bir yaklaşımı işaret etmektedir. Özsermaye / krediler oranı da benzer şekilde son dönem sektörün üzerine çıkmayı başarmış, bu da banka için güçlü bir özkaynak tamponu anlamına gelmektedir. Bu yapı, çevresel ve sosyal risklerin yanı sıra piyasa dalgalanmalarına karşı dayanıklılığı güçlendiren bir özelliktir.

Karlılık Oran Analizi:

Aktif kârlılığı 2021'den itibaren artış trendindedir ve 2023'te sektör gerilerken Şekerbank'ın yükselişi, kendisini ortalamasının üzerinde konumlamasını sağlamıştır. Bu artış, sürdürülebilirlik ilkeleriyle uyumlu varlık yönetimi stratejilerinin etkinliğine işaret etmektedir. Özsermaye kârlılığı da 2021'deki düşük seviyeden çıkış yaparak sonraki yıllarda ciddi yükselişle sektörün aksine istikrarlı bir çizgiye ulaşmıştır. Bu gelişme, bankanın sürdürülebilirlik yatırımlarından mali getiri elde etmeye başladığını göstermektedir. Bilimsel literatürde sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performansa etkisi üzerine yapılan araştırmalar da uzun vadede firmalarda karlılığın arttığını desteklemektedir. Net kâr marjı ise dikkate değer bir biçimde yükselmiştir, %10'dan %38'e ve 2023 itibarıyla sektör ortalamasına yaklaşmıştır. Bu durum, Şekerbank'ın operasyonel etkinliğini ve gider kontrolünü sürdürülebilirlik bakış açısıyla yönetip geliştirdiği şeklinde değerlendirilmektedir.

Genel Değerlendirme:

Şekerbank'ın mali oranları, sürdürülebilirlik uygulamalarının uzun vadeli entegrasyonunun bankanın finansal yapısına olumlu yansıdığını göstermektedir. Faaliyet

oranlarında bazı dalgalanmalar gözlemlense de, faaliyet, mali yapı ve kârlılık oranlarında sürdürülebilirlik ilkeleriyle uyumlu güçlü bir yapı ortaya çıkmaktadır. Özellikle dış borçlanmaya karşı temkinli yaklaşım, özkaynakların verimli kullanımı ve sermaye kalitesinin korunması, bankanın çevresel ve sosyal risklere karşı daha dayanıklı bir yapıya kavuştuğunu göstermektedir. Bilimsel literatürde sürdürülebilirlik uygulamaları ile mali performans arasındaki bu tür pozitif ilişkilere sıkça rastlanmaktadır. Khan vd., (2016), ÇSY konularında öncü şirketlerin uzun vadeli değer yaratmada daha başarılı olduklarını belirtirken; Friede vd., (2015) de ÇSY faktörleriyle mali getiri arasında pozitif korelasyon olduğunu saptamıştır. Sonuç olarak, Şekerbank'ın sürdürülebilirlik stratejileri sadece çevresel ve sosyal sorumluluk değil, aynı zamanda kârlılık, sermaye yapısı ve risk yönetimi açısından da banka performansına katkı sağladığı değerlendirilebilir ve bu yönüyle örneklem grubu içerisinde en son BISTSE'ye dahil olan bankanın, sürdürülebilirliğin hem aracı hem de sonucu olan örnek bir model sunduğu söylenebilir.

4.8.5 Türkiye Halk Bankası A.Ş.

Halk Bankası'nın incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / bankacılık sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.47'de yer almaktadır. Bankanın, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.47. Türkiye Halk Bankası A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TÜRKİYE HALK BANKASI A.Ş.	HALKB			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Dönen Varlık Hızı	0,28	0,54	0,26	0,37	0,57	0,32
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	3,76	7,53	2,96	5,61	9,65	5,26
Aktif Devir Hızı	3,36	6,69	3,03	4,89	7,79	4,36
Kredilerden Alınan Faizler / Ortalama Krediler (%)	18,85	13,1	11,41	17,45	13,8	11,1
Alınan Krediler / Aktif (%)	0,77	0,96	1,5	9,77	8,71	9,02
Alınan Krediler / Özkaynaklar (%)	13,23	14,81	31,14	154,3	140,96	174,54
Özsermaye / Mevduat (%)	6,86	8,54	6,95	13,03	13,96	11,15
Özsermaye / Krediler (%)	10,51	11,49	8,41	17,58	17,23	13,26
Aktif Karlılığı (%)	0,56	1,33	0,19	2,63	3,68	1,08
Özsermaye Karlılığı (%)	9,23	22,76	3,49	28,55	42,89	12,38
Net Kâr Marjı (%)	16,76	19,9	6,3	42,28	45,11	22,18

Faaliyet Oran Analizi:

2016'dan beri BISTSE'de yer alan Halkbank'ın faaliyet oranları incelendiğinde kredilerden alınan faizlerin ortalama kredilere oranında 2023'de çok hafif şekilde sektör üzerine çıkması hariç genel olarak sektör ortalamalarının gerisinde performans sergilediği görülmektedir. Yıllar itibarıyla artışları ve azalışları sektöre paralel seyretmiş olsa da sektörden belirgin şekilde daha iyi performansa ulaşamamıştır. Bu durum, bankanın kısa vadeli varlıklarını kullanımında daha temkinli bir politika izlediğini, sabit kıymetlerin gelir yaratmadaki etkinliğinde zayıflama yaşandığını ve yatırımların geri dönüş sürecinin sürdürülebilirlik kriterleri doğrultusunda daha uzun vadeli planlandığını düşündürülebilir. Aktif devir hızındaki düşük performansı, sürdürülebilir büyüme stratejisi kapsamında daha dengeli fakat daha az agresif bir kaynak kullanımı politikası izlendiğine işaret edebilir. Öte yandan, kredilerden alınan faizlerin kredi hacmine oranı üç yıl boyunca artan bir eğilim sergilemiş ve sektörle paralel bir görünüm çizmiştir. Bu artış, sürdürülebilir finansman politikalarının kredi getirilerine yansıdığını ortaya koyduğu şeklinde yorumlanabilir.

Mali Yapı Oran Analizi:

Alınan kredilerin aktifler içindeki payı 2021'den itibaren düşüş eğilimi göstermiş ve sektör ortalamasının oldukça altında kalmıştır. Bu, bankanın dış kaynak kullanımını bilinçli şekilde sınırlandırarak iç kaynaklara yöneldiğini ve sürdürülebilir borçlanma stratejisi izlediğini göstermektedir. Kredilerin özkaynaklara oranı da yıllar içinde düşmüş ve sektör seviyesinin çok gerisinde, yaklaşık %91,5 oranında altında, kalmıştır. Bu durum, özkaynakla büyümeye dayalı temkinli bir risk yönetiminin sürdürülebilirlik ilkeleriyle örtüştüğünü gösterebilirken, karlılıkta iyileşme görülmediğinden, finansman bulma zorluğuna da işaret edebilir. Özsermaye / mevduat oranı ve özsermaye / krediler sektörün aksine dalgalı seyir izlemekte ve sektörün gerisinde seyretmektedir. Bu, bankanın müşteri tabanını genişlettiğini ancak özkaynak büyümesini aynı hızda sürdüremediğini gösterebilir. Bu durum sürdürülebilirlik açısından hem fırsat hem de dikkat edilmesi gereken bir yapısal denge sunmaktadır.

Karlılık Oran Analizi:

Aktif kârlılığında 2022'ye göre bir gerileme yaşanmış, bu durum sektörün genel eğilimiyle uyumlu olmasına rağmen, banka sektörün çok gerisinde kalmıştır. Özsermaye kârlılığı da 2022'ye kıyasla ciddi şekilde düşmüş, ancak 2021'e göre daha olumlu bir

seviyede kalmıştır. Net kâr marjında benzer şekilde bir azalma söz konusudur ve sektör ortalamasına göre önemli ölçüde düşük kalmıştır.

Genel Değerlendirme:

Halkbank'ın sürdürülebilirlik uygulamalarını uzun süredir benimsemiş olması, finansal yapısına borçluluk, riskten kaçınma, alanında olumlu yansımıştır. Banka, daha az borçlanan, daha çok özkaynağa dayalı ve dikkatli büyüyen bir yapı sergilemektedir. Karlılık, faaliyet oranları ile mali yapının özsermaye oranlarında ÇSY'nin etkileri gözlemlenmemektedir. Bunun sebebi kamu bankası olma ihtimali bulunmaktadır zira Habib ve Shah (2015) çalışmalarında kamu bankalarının rekabet baskısının daha düşük olması ve teşvik mekanizmalarının sınırlı kalması nedeniyle ÇSY politikalarının etkinliğinin özel sektör bankalarına kıyasla daha zayıf olabileceğini ortaya koymuşlardır. Bu çalışma sonucuna paralel olarak; Al-Bakri (2023) çalışmasında kamu bankalarının, yönetim uygulamaları ve performans çıktılarındaki yapısal farklılıklar nedeniyle özel sektör bankalarıyla aynı düzeyde etkinlik sağlayamayabileceği ortaya koymaktadır.

4.8.6 Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O.

Vakıflar Bankası'nın incelenen mali rasyolara ait verileri ile dahil olduğu bankacılık sektörünün aynı yıllara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.48'de yer almaktadır. Bankanın, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil, sektör ortalamasının altındakiler kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.48. Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

TÜRKİYE VAKIFLAR BANKASI T.A.O.	VAKBN			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Dönen Varlık Hızı	0,24	0,41	0,2	0,37	0,57	0,32
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	4,12	10,03	4,96	5,61	9,65	5,26
Aktif Devir Hızı	3,47	6,29	2,82	4,89	7,79	4,36
Kredilerden Alınan Faizler / Ortalama Krediler (%)	16,76	11,54	10,68	17,45	13,8	11,1
Alınan Krediler / Aktif (%)	7,93	7,78	9,08	9,77	8,71	9,02
Alınan Krediler / Özkaynaklar (%)	129,3	122,2	176	154,3	140,96	174,54
Özsermaye / Mevduat (%)	8,74	9,49	8,79	13,03	13,96	11,15
Özsermaye / Krediler (%)	11,76	11,73	9,18	17,58	17,23	13,26
Aktif Karlılığı (%)	1,12	1,79	0,49	2,63	3,68	1,08
Özsermaye Karlılığı (%)	17,99	30,22	8,48	28,55	42,89	12,38
Net Kâr Marjı (%)	32,23	28,42	17,37	42,28	45,11	22,18

Faaliyet Oran Analizi:

Vakıfbank'ın faaliyet oranları yıllar itibarıyla sektöre paralel hareket etmiş ancak sektör ortalamalarından çok da uzak olmasa da tamamında sektörün altında yer almaktadır.

Mali Yapı Oran Analizi:

Alınan kredilerin aktiflere oranı, yıllar içinde önce düşüş sonra nispeten yatay bir seyir izlese de 2023'te küçük bir artış göstermiştir. Bankanın, sektör ortalamasının bir miktar altında yer alması özkaynakla büyümeyi öncelediğini, daha temkinli bir finansman tercihinin işaret ederken finansman bulma zorluğuna da işaret edebilir. Kredilerin özkaynaklara oranında üç yıl boyunca düşüş gözlenmiştir. Sektör ortalamasına göre geride kalan bu oran, borçlanma yükünün azaltıldığı ve sermaye yeterliliği politikasının sürdürülebilirlik ilkeleri doğrultusunda şekillendirildiğini göstermektedir. Özsermaye / mevduat oranı üç yıl boyunca dalgalı bir seyir izlese de 2023'te düşüş göstermiştir. Bu oranın her dönem sektör ortalamasının gerisinde kalması; banka mevduatlarının artmasına rağmen özkaynağın yeterince büyümediğini ve sürdürülebilir kaynak dengesinin izlenmesinin gerektiğini göstermektedir. Özsermaye / krediler oranı da hafif artış eğilimi gösterse de sektöre göre düşük kalmıştır.

Karlılık Oran Analizi:

Aktif kârlılığında 2022'ye kıyasla belirgin bir düşüş yaşanmıştır. Bu azalma, sektörün genel eğiliminden daha serttir. Özsermaye kârlılığı da önceki yıla göre keskin bir düşüş göstermiştir ve sektör ortalamasının oldukça altında kalmış ve bu da sermaye verimliliğinin sınırlı kaldığını göstermektedir. Net kâr marjında sektör son sene düşüş yaşarken Vakıfbank'ın artış eğilimi dikkat çekicidir ancak yine de sektör ortalamalarına yakın bir gerçekleşme sağlayamamıştır.

Genel Değerlendirme:

BISTSE'nin hesaplanmaya başladığı 2014 yılından beri endekste yer alan Vakıfbank'ın finansal performans sonuçları Halk Bankası'nın sonuçlarına çok benzer görünüm çizmektedir. Düşük borçlanma dışında sektöre göre avantajlı alan gözlemlenemediğinden literatürde de bulunan; kamu bankalarının sürdürülebilirlik uygulamalarından yönetimden kaynaklı özel sektör bankaları gibi verim elde edememesi görüşü (Al-Bakri, 2023; Habib ve Shah, 2015; Durani, 2023) teyitlenir niteliktedir.

4.8.7 Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

Yapı ve Kredi Bankası'nın incelenen dönemlere ve incelenen on bir mali rasyosuna ait verileri ile dahil olduğu mali kuruluşlar / bankacılık sektörünün aynı senelere ve aynı rasyolara ait gerçekleşme ortalamaları Çizelge 4.49'da yer almaktadır. Bankanın, sektörün üzerinde olan gerçekleştirmeleri yeşil ile sektör ortalamasının altındaki gerçekleştirmeleri kırmızı ile renklendirilmektedir.

Çizelge 4.49. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. ve Sektör Ortalamaları Rasyoları.

YAPI VE KREDİ BANKASI A.Ş.	YKBNK			SEKTÖR		
	2023	2022	2021	2023	2022	2021
Dönen Varlık Hızı	0,53	0,7	0,52	0,37	0,57	0,32
Maddi Duran Varlık Devir Hızı	7,59	12,39	6,44	5,61	9,65	5,26
Aktif Devir Hızı	7,54	9,87	5,02	4,89	7,79	4,36
Kredilerden Alınan Faizler / Ortalama Krediler (%)	18,23	14,45	11,47	17,45	13,8	11,1
Alınan Krediler / Aktif (%)	8,07	6,32	8,3	9,77	8,71	9,02
Alınan Krediler / Özkaynaklar (%)	78,45	55,48	96,28	154,3	140,96	174,54
Özsermaye / Mevduat (%)	17,26	18,77	15,83	13,03	13,96	11,15
Özsermaye / Krediler (%)	20,7	22,15	16,81	17,58	17,23	13,26
Aktif Karlılığı (%)	4,78	5,72	1,75	2,63	3,68	1,08
Özsermaye Karlılığı (%)	44,58	55,6	18,89	28,55	42,89	12,38
Net Kâr Marjı (%)	63,33	57,91	34,95	42,28	45,11	22,18

Faaliyet Oran Analizi:

Yapı Kredi'nin dönen varlık devir hızı sektör ortalamasının üzerinde seyretmektedir. Bu durum, bankanın kısa vadeli varlıklarını sektöre kıyasla daha etkin kullandığını gösterirken sürdürülebilirlik çerçevesinde bu düşüklük, riskten kaçınma veya daha istikrarlı bir kaynak kullanımı stratejisiyle ilişkilendirilebilir. Maddi duran varlık devir hızı incelendiğinde sektöre paralel 2022'ye kıyasla kayda değer bir düşüş gözlenmiş olsa da, banka hâlâ sektörün üzerinde konumlanmaktadır. Bu oran, bankanın sabit kıymetlerini verimli kullanmayı sürdürdüğünü, ancak büyüme yatırımlarının getirilerinde kısa vadeli yavaşlamalar yaşandığını gösterebilir. Son dönemki düşüş, sürdürülebilir yatırımların yıpranma payı etkilerinin veya verimlilik döngüsünün yeniden yapılanma sürecinde olmasından kaynaklanabilmesi mümkünken sektöre paralel olması da ileriye dair sorun sinyallerine işaret etmediğini düşündürmektedir. Aktif devir hızı ise benzer bir şekilde düşüş göstermiş ancak sektör ortalamasının oldukça üzerinde kalmıştır. Bu tablo, banka açısından hâlen güçlü bir varlık verimliliğini göstermektedir. Kredilerden alınan faizlerin krediye oranı ise artış trendini sürdürdüğünden, sürdürülebilirlik politikalarının

getiriler üzerindeki olumlu etkisini, riskin doğru fiyatlanabildiğini, oluşan itibar, güven ve sadakat ile müşterilerin fiyatları kabul ettiğini yansıtmaktadır.

Mali Yapı Oran Analizi:

Alınan kredilerin aktife oranında banka, sektöre kıyasla daha düşük seviyede kalması banka yönetiminin dış kaynak kullanımında daha temkinli davrandığını ve sürdürülebilir borçlanma prensiplerine bağlı kaldığını göstermekte, son seneki hafif artış ise finansman kaynaklarında çeşitlendirme arayışının bir sonucu olabileceği değerlendirilmektedir. Kredilerin özkaynaklara oranında yıllar içerisinde sektöre paralel dalgalanmalar gözlenmiş olup 2023'te bir yükseliş eğilimi yaşanmasına rağmen, oranlar sektör ortalamasının altında kalmıştır. Bu durum, bankanın sermaye yapısında daha sağlam, uzun vadeli sürdürülebilir büyümeyi tercih ettiğini yansıtırken; kredi genişlemesinin özkaynaklarla desteklenme oranının da arttığını göstermektedir. Özsermaye / mevduat oranı da sektöre paralel bir seyirle şekilde artmış ve sektör ortalamasının oldukça üzerine çıkmıştır. Bu durum, banka özkaynaklarının mevduatlara oranla güçlendiğini ve güçlü sermaye tamponlarının sürdürülebilirliği desteklediğini göstermektedir. Özsermaye / krediler oranı sadece sektör eğilimden hafifçe sapsmış ancak yine de sektör ortalamasının üzerinde seyrederek bankanın özkaynaklarla kredi portföyünü destekleyecek yeterliliğe sahip olduğunu göstermektedir. Bu göstergeler, banka için sürdürülebilirlik uygulamalarının ve sürdürülebilir bir mali yapı oluşturma çabasının başarılı sonuçlar verdiğine işaret etmektedir.

Karlılık Oran Analizi:

Aktif kârlılığında 2023'te önceki yıla göre düşüş yaşansa da oran, sektörün üzerinde kalmaya devam etmiştir. Bu durum, kaynakların hâlen kârlı biçimde yönetildiğini ve sürdürülebilirlik yatırımları, operasyonel maliyetler veya kredi risk karşılıkları gibi etkenlerin karlılığa baskı yaratamadığını göstermektedir. Özsermaye kârlılığı, benzer şekilde eğilim çizmiş olsa da sektör ortalamasına göre daha yüksek düzeydedir. Bu tablo, bankanın sermayesini yüksek verimlilikle kullandığını ve kârlılığı sürdürülebilirlikle uyumlu biçimde optimize etmeyi başardığını düşündürmektedir. Net kâr marjı yıllar içinde artış göstermiştir ve her dönem de sektör ortalamalarının üzerinde gerçekleşme sağlamıştır. Bu oran, operasyonel kârlılığın sürdürülebilir bir yapı içinde korunduğunu, maliyet yönetimi ve ürün çeşitliliğinin uzun vadeli kararlara entegre edildiğini göstermektedir.

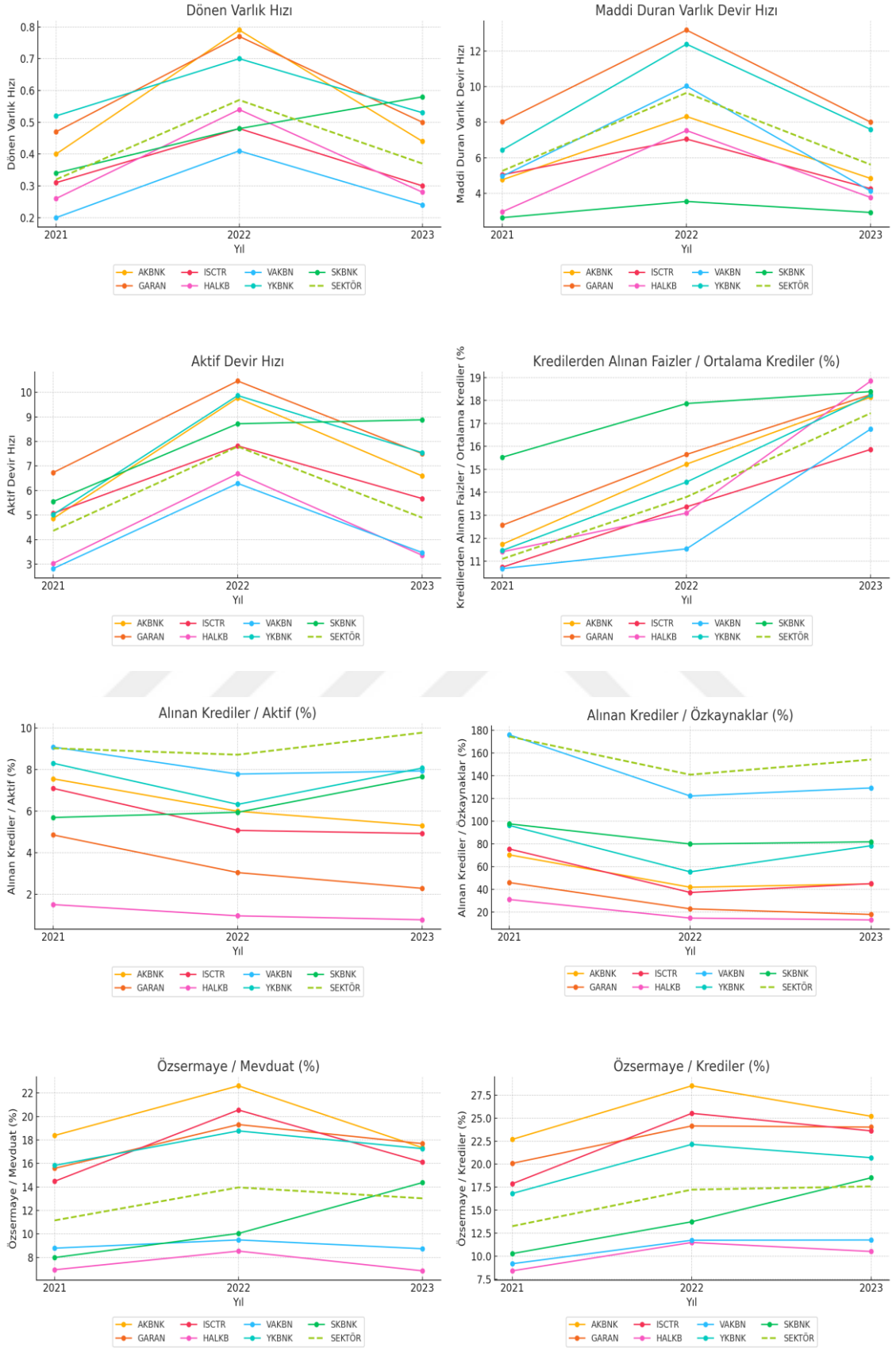
Genel Değerlendirme:

BISTSE'nin hesaplanmaya başlandığı tarihten beri endekste yer alan Yapı Kredi Bankası'nın sürdürülebilirlik uygulamalarını uzun süredir sistemine entegre etmiş olması, mali yapıya yansıyan somut etkiler üretmektedir. Banka tüm oranlarda ve tüm yıllarda sektörün üzerinde gerçekleştirmeler sağlamıştır. Banka borçlanma yerine sermaye odaklı büyümeyi benimsemiş, aktiflerini etkin kullanmaya devam etmiş ve sektör ortalamasının üzerinde bir sermaye verimliliği sağlamıştır. Bu yapı, yalnızca finansal istikrar açısından değil aynı zamanda iklim riski ve sosyal sorumluluk yönetimi açısından da kurumsal dayanıklılığı artırmaktadır. Bilimsel literatür, bu tür stratejik yapıların uzun vadeli başarıya katkı sağladığını desteklemektedir. Khan, Serafeim ve Yoon (2016) tarafından yapılan çalışmalarda, ÇSY uygulamalarını erken benimseyen firmaların uzun vadeli getiri ve risk yönetiminde daha başarılı olduğu vurgulanmıştır. Benzer şekilde Friede vd., (2015), ÇSY kriterlerine yüksek uyum gösteren şirketlerin yatırımcı nezdinde daha fazla tercih edildiğini ortaya koymuştur. Sonuç olarak, Yapı Kredi'nin sürdürülebilirlik uygulamaları, mali oranlardaki istikrar ve verimlilik artışıyla bütünleşmekte; bu da hem banka sürdürülebilirliğini sağlamlaştırmakta hem de sürdürülebilirliğin bankaya stratejik ve finansal katkısını kanıtlamakta yorumu yapılabilmektedir.

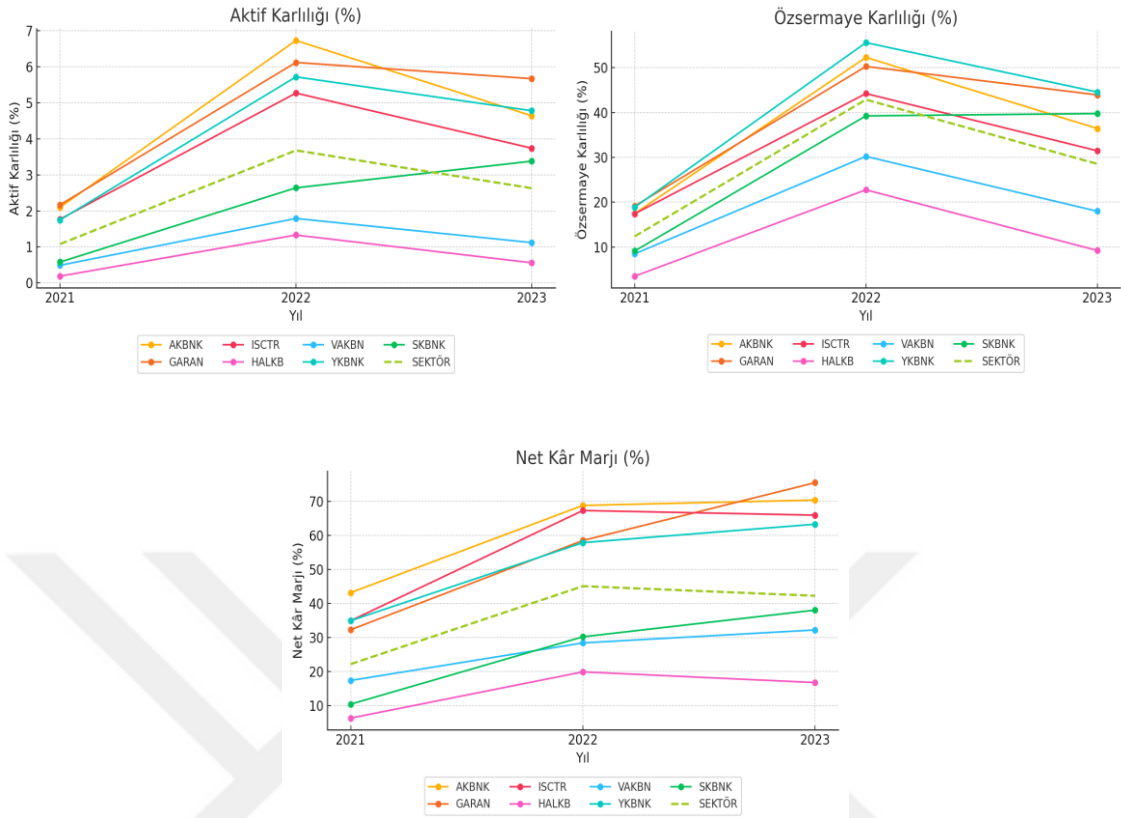
4.8.8 Mali Kuruluşlar / Bankacılık Sektör Analizi

Sektör faaliyet oranlarında neredeyse yarı yarıya sektöre kıyasla avantajlı gözükmemekte, aktif devir hızı ile faiz gelirlerinin kredilere oranında kamu bankaları hariç tamamında sektörün üzerinde bir performans gözlemlenmektedir. Mali yapı oranlarında bankacılık sektörünün tamamında borçlanma, sektöre göre daha düşük, özsermaye / mevduat ve özsermaye / krediler oranlarında yine kamu bankaları hariç tamamında sektöre kıyasla güçlü bir mali yapı bulunmaktadır. Karlılık oranlarında da en son yani diğerlerinden yaklaşık dört sene sonra BISTSE'ye dahil olan Şekerbank'ın özsermaye karlılığında son sene sektörün üzerine çıkması ve diğer karlılık oranlarında da gösterdiği gelişim olumlu değerlendirildiğinden yine kamu bankaları hariç BISTSE'ye dahil olan özel bankalar sektörden başarılı olduklarından sürdürülebilirliğin bankacılık sektöründe, özel sektörle sınırlı olmak şartıyla, etkisinin pozitif yönlü olduğu çıkarımı yapılabilmektedir. Çizelge 4.50'de rasyo bazında sektör ve bankaların gerçekleştirmeleri bulunmaktadır.

Çizelge 4.50. Bankacılık Sektör Analizi.



Çizelge 4.50. (devam) Bankacılık Sektör Analizi.



4.9 TÜM FİRMALAR TOPLU ANALİZ

Sektör ortalamalarına göre kıyasladığımız firma rasyolarından yapılan analize göre Mali kuruluşlar sektörünün bankacılık başlığında sürdürülebilirlik uygulamalarını benimsemiş bankaların sektöre göre ağırlıklı olarak daha başarılı oldukları, sadece maddi duran varlık hızında her dönem sektörün gerisinde yer aldıkları görülmektedir. İncelenen on bir rasyonun onunda da sektörün üzerinde yer alma oranları %50'nin üzerinde olduğundan sektörler arasında bankacılık sektörünün sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performansa olumlu etkisini en çok elde eden sektör olarak değerlendirmek mümkündür (Çizelge 4.51). Lamanda & Tamasne Vöneki (2023)'nin ÇSY uygulamaları ile bankaların finansal performansı arasında ilişki bulunmadığına dair sonuç aldıkları çalışmalarının teyid edilemediği gözlemlenmiştir.

Çizelge 4.51. Sektör Ortalamaları Üzerinde Yer Alan Banka Adetleri ve Toplam Sayıya Oranları.

SEKTÖR ORTALAMASININ ÜZERİNDE YER ALAN BANKA SAYILARI VE TOPLAM SAYIYA ORANLARI								
BANKACILIK	ORAN	Banka Toplam Adet	2023 Adet	2022 Adet	2021 Adet	2023 %	2022 %	2021 %
Faaliyet Oranları	Dönen Varlık Hızı	7	4	3	4	57	43	57
	Maddi Duran Varlık Hızı	7	2	3	2	29	43	29
	Aktif Devir Hızı	7	5	5	5	71	71	71
	Kredilerden Alınan Faizler / Ortalama Krediler (%)	7	5	4	5	71	57	71
Mali Yapı Oranları	Alınan Krediler / Aktif (%)	7	7	7	6	100	100	86
	Alınan Krediler / Özkaynaklar (%)	7	7	7	6	100	100	86
	Özsermaye / Mevduat (%)	7	5	4	4	71	57	57
	Özsermaye / Krediler (%)	7	5	4	4	71	57	57
Karlılık Oranları	Aktif Karlılığı (%)	7	5	4	4	71	57	57
	Özsermaye Karlılığı (%)	7	5	4	4	71	57	57
	Net Kâr Marjı (%)	7	4	4	4	57	57	57

Tüm şirketler bir arada değerlendirildiğinde bankacılık sektörü ile ortak olan rasyolarda sektör ortalamasının üzerinde olan şirket sayıları bir arada toplanarak yapılan analizde; sürdürülebilirlik uygulamalarının en çok mali yapı oranında ve son sene özkaynak karlılığı ile net kar marjında etkili olduğu, en düşük etkinin de likidite oranlarında ve ticari alacak devir hızında görüldüğü ortaya çıkmaktadır. (Çizelge 4.52.)

Çizelge 4.52. Sektör Ortalamaları Üzerinde Yer Alan Şirket Sayıları ve Toplam Sayıya Oranları.

SEKTÖR ORTALAMASININ ÜZERİNDE YER ALAN ŞİRKET SAYILARI VE TOPLAM SAYIYA ORANLARI								
TÜM SEKTÖRLER	ORAN	Firma Toplam Adet	2023 Adet	2022 Adet	2021 Adet	2023 %	2022 %	2021 %
Faaliyet Oranları	Aktif Devir Hızı	42	18	26	23	43	62	55
	Stok Devir Hızı	35	14	26	20	40	74	57
	Ticari Alacaklar Devir Hızı	35	6	14	14	17	40	40
Mali Yapı Oranı	Toplam Yükümlülükler / Varlıklar (%)	35	27	31	30	77	89	86
Likidite Oranları	Cari Oran	35	5	4	6	14	11	17
	Likidite (Asid-Test) Oranı	35	9	12	14	26	34	40
Karlılık Oranları	Dönem Kârı (Zararı) / Özkaynaklar (Özkaynak Kârlılığı) (%)	42	23	7	16	55	17	38
	Dönem Kârı (Zararı) / Varlıklar (Aktif Kârlılığı) (%)	42	19	10	15	45	24	36
	Esas Faaliyet Kâr Marjı (%)	35	12	4	14	34	11	40
	Brüt Kâr Marjı (%)	35	14	6	14	40	17	40
	Net Kâr Marjı (%)	42	25	9	16	60	21	38

Yönetimi ağırlıklı kamu olan Aselsan, Turkcell, Türk Telekom, Halkbank, Vakıflar Bankası, Türk Hava Yolları (KAP) firmalarının analiz sonuçlarına göre, 2023 yılında altı firmanın on birer rasyosuna bakıldığında; toplam altmışaltı rasyoda sadece yirmi rasyoda sektör ortalamaları geçilmiş olup bunun sekiz tanesi zaten çalışmanın genelinde de pozitif olarak bulunan düşük borçlanma rasyolarıdır. Dolayısıyla genel etkinin haricindeki pozitiflik rasyosu kamuda %18’lerde kalmaktadır. Özetle ÇSY uygulamalarından kamu firmalarının sağladıkları katkılar özel sektör firmalarıyla kıyaslandığında daha düşük kalmaktadır.

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performansa ağırlıklı olarak pozitif katkı sağlayacağı düşüncesiyle ÇSY kriterlerini bünyesine entegre etmiş firmaların finansal performanslarının sektör ortalamalarına göre farklılaştıkları noktalar araştırılmıştır. Sürdürülebilirliğin finansal performansa etkilerini inceleyen literatür incelendiğinde; tüm BISTSE firmalarının, içinde bulundukları sektörle kıyaslamalarını yaparak finansal performans etkisini inceleyen çalışmaya rastlanmamıştır. Bu çalışmada BISTSE’de işlem gören şirketlerin, sürdürülebilirlik endeksine dahil olabilmek için yaptıkları yatırımların ve çabaların finansal performansa etkisini inceleyebilmek için, dahil oldukları genel sektör ortalamaları kıyaslanmaları yapılarak, sürdürülebilirlik çabalarının finansal performansa etkileri incelenmeye çalışılmıştır.

Bu kapsamda; ÇSY’nin, sürdürülebilirliği amaç edinmiş şirketlerde, hangi tip sahipliğe göre, hangi sektörde, hangi finansal rasyolarda, sektörden farklı etkilere sahip olduğu tespit edilmek istenmiştir. Bu amaçla BISTSE’de yer alan şirketler içerisinde en az beş senedir sürdürülebilirlik kriterlerini uygulamaya başlamış şirketler seçilmiştir. ÇSY uygulamalarının hayata geçirilmesinin ilk etapta yaratacağı maliyetten arınmış olan şirketlerin, bu entegrasyondan finansal fayda elde edip etmediklerini anlamak için; şirketlerin finansal rasyoları ile dahil oldukları BIST sektörlerinin finansal rasyo ortalamaları kıyaslanmıştır. Oran analizi ile elde edilen üç yıllık rasyolar yorumlanırken hem yatay hem dikey analiz edilerek sektörün ortalamaları ve trendleri ile kıyaslanmıştır.

Çalışmanın sektörel sonuçları incelendiğinde; elektrik gaz ve su sektöründe sonuçlar homojen olmayıp karlılıkta sektörün altında olsa da oranlar, trendlerinin sektörün tersine yukarı yönlü oluşu dikkat çekmektedir. Başlangıç seviyesindeki düşük oranlar sürdürülebilirlik kaynaklı yeni yatırımlar kaynaklı olması durumunda Clark vd. (2015) çalışmalarındaki ancak uzun vadede ÇSY’nin katkısının görülebileceğinin teyidi olarak değerlendirilebilir. Yatırımın olmaması durumunda da Akuoko-Sarpong vd., (2024) çalışmalarında ortaya koydukları sürdürülebilirlikle finansal performans arasındaki ilişkinin tutarsız olduğu teyidi yapılabilir. Çalıştığımız dönemler 2021 pandeminin devam ettiği, 2022 Rusya-Ukrayna savaşının çıktığı, 2023 enflasyonist piyasanın hakim oluşu gibi makro etkenler ile makro riskler dikkate alındığında firmaların trendlerini sektörün aksine yukarı çevirmeleri; adaptasyon gücü yani sürdürülebilirliğin olumlu sonucu olarak değerlendirilmiştir.

Bilgi ve İletişim Sektöründe faaliyet ve likidite oranlarında ÇSY'nin etkisi görülmezken düşük borçlanma ve yükselişe geçen karlılık oranları pozitif olarak değerlendirilmiştir ancak kalıcılık için daha uzun süre takip edilmeleri gerektiği saptanmıştır. Şirketlerin finansal performans oranlarında yıllar itibarıyla birbiriyle ters yönde hareketler görülmüştür. Faaliyet oranları sektörün üzerindeyken karlılıkların düşük olması, faaliyet oranlarının sektörün altına inmeleriyle karlılıkların yükselmeye başlamasından dolayı makro risklerin bozduğu rasyoları sürdürülebilirliğin yönetim faktörünün etkisi düzeltmekte yani şirketlerin stratejik kararları ile bu dönüşümlerin sağlandığı anlaşılmıştır. Bu değerlendirme, Agoraki vd. (2023)'nin sürdürülebilirliğin başarıyı destekleyen bir unsur olması sonucunu desteklemiştir.

Ulaştırma sektöründe çalışma kriterlerine uygun tek şirket Türk Hava Yolları olduğundan ve sonuçları mali yapı hariç ağırlıkla sektörün altında kalmasından dolayı Al-Bakri (2023), Habib ve Shah (2015), Durani (2023)'nin çalışmalarında belirttikleri üzere sahipliği kamu olan şirketlerde ÇSY uygulamalarının finansal performansa etkisinin ya çok düşük ya hiç görülmediği sonucuna varılmıştır.

Teknoloji sektöründe sürdürülebilirliğin finansal performansa etkisinin görülemediği sonucuna varılmış olup Seban vd. (2023) çalışmalarını teyid eder nitelikte sektörlerin farklı etkilendiği belirlenmiştir. Teknoloji sektörünün karlılık oranları açısından sürdürülebilirlikten en az etkilenen sektörlerden biri olduğu görülmüştür. Abudaqa vd 2024'deki teknoloji firmalarıyla yaptıkları çalışmalarında, sürdürülebilirlik uygulamalarını benimseyen teknoloji şirketlerinin sektör lideri oldukları sonucu burada daha derin inceleme gerektiğini göstermektedir.

Toptan ve perakende ticaret sektöründe sürdürülebilirlik uygulamalarının etkisi karmaşık yönlü çıkmış olup dönem ve firma bazında değişkenlik gösterdiği için Akuoko-Sarpong vd. (2024) çalışmalarında buldukları karmaşık etkiye paralel olarak şirket büyüklüğü, kültürel bağlam gibi değişkenlerin farklı neticelere sebep olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Holdinglerde mali yapı harici düzenli bir sektörden daha iyi performans gözlemlenemediğinden Coşkun (2023)'ün çalışmasında varılan sürdürülebilirlik endeksindeki holdinglerin daha düşük performans sergiledikleri sonucu bu çalışmada da teyid edilmiştir.

İmalat sektörü ÇSY entegrasyonundan; faaliyet oranlarında sektör ortalamalarına kıyasla yaklaşık yarı yarıya avantaj sağlamış gözüküyorken mali yapı oranlarında ağırlıklı avantajlı, likidite oranlarında ağırlıklı olarak dezavantajlı görüntüsü çizerken karlılıkta da ağırlıklı avantajlı olarak değerlendirildiğinden Ding ve Lee'nin (2024) imalat sektörüyle yaptıkları ve tamamen pozitif değerlendirdikleri sonuçla bu çalışmanın sonuçları çelişmiş olup Akuoko-Sarpong vd. (2024) çalışmalarında buldukları karmaşık etki, daha teyid edilir nitelikte olarak değerlendirilmiştir.

Bankacılık sektörü ise kamu bankaları hariç ÇSY uygulamalarından en fayda sağlayan sektör konumunda olup Coşkun (2023)'ün çalışması ile paralel, Lamanda & Tamasne Vöneki (2023)'ün çalışmalarının aksi netice alınmıştır. Kamu bankalarının özel sektör kadar ÇSY etkilerini finansal performansda görememeleri de Al-Bakri (2023), Habib ve Shah (2015) ve Durani (2023)'nin çalışmalarını teyid eder nitelikte değerlendirilmiştir.

Firmaların toplu değerlendirmesinde; incelenen her üç senede de, analiz edilen on bir rasyodan sadece mali yapı oranında, %75'in üzerinde firmada sektör ortalamalarının üzerinde gerçekleşme tespit edilmiştir. Cari oranın ise her sene %20'nin altında firmanın sektörden daha iyi performans göstermesi ile en az etkilenen rasyo olduğu görülmüştür. Bankacılık sektörü toplu değerlendirmede de; mali yapı oranları sektöre kıyasla en başarılı netice gösteren oranlarken en düşük gerçekleştirmeler maddi duran varlık hızı oranında görülmüştür.

Bu çalışma, Serban vd.'nin (2023) çalışmalarına paralel olarak sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performansı sektörel bazda farklı etkilediğini ortaya koyduğundan, karar vericilerin, ÇSY uygulamalarının farklı başlıklarından sektörlerine katkısı olanlara ağırlık vererek şirketlerine entegre etmelerinin, finansal katkıyı arttırabilecek etkiyi yaratabileceği değerlendirilmektedir.

Ülke ekonomisi, doğa, çalışanlar, yatırımcılar, hissedarlar ve tüketiciler için önemli olan sürdürülebilirlik uygulamalarının tüm firmalarca sahiplenilmesine ilham olması amacıyla yapılan bu çalışmada ulaşılan en önemli sonuçlar aşağıda listelenmiştir.

- Özel sektörün kamu sahipliği olan şirketlere göre ÇSY uygulamalarından daha fazla finansal fayda elde ettikleri,
- Finansal sonuçlarda en çok bankacılık sektörünün olumlu yönde etkilendiği,

- Sürdürülebilirliğin tüm sektörlerde en çok mali yapı oranlarına yani daha düşük borçlanma ve daha yüksek özkaynak oluşmasına katkı sağladığı,
- Karlılık oranlarında en az etkilenen sektörlerin holdingler ve teknoloji olduğu,
- Genel olarak en düşük etkinin likidite oranlarında görüldüğü,
- Sırası ile net kar marjı ile özkaynak karlılığının son sene dikkate alındığında borçlanma oranından sonra en çok olumlu yönde etkilenen oranlar olduğu gözlemlenmiştir.

Sürdürülebilirlik uygulamalarının sosyal ve çevresel avantaj sağlamasının yanında bu çalışma ile de ortaya konan güçlü özsermaye, yüksek özkaynak karlılığı ve yüksek net kar marjı sonuçları, bu çalışmanın amacı olan; sürdürülebilirlik kriterlerinin uygulanmasının tüm şirketlerce sahiplenmesine katkı sağlayabilecektir.

Bu çalışmanın sınırlılıklarından ilki; beklenen etkinin ölçümü için, uzun vadeli bir analiz yapılması gerekliliğidir yalnız endeksin yeni tarihli olması ve sürdürülebilirlik puanını koruyarak şirketlerin endekste kaldığı düşüncesinden hareketle uzun dönem etkinin araştırılamamasıdır. İkinci sınırlılık ise firmaların tek olarak finansal ve finansal olmayan tüm verileri ile incelenerek, bulgular sonucu ortaya çıkan durumun sebep-sonuç ilişkisinin değerlendirilmesinin yapılamamasıdır. Örneğin ‘bir firmanın yüksek faaliyet oranları elde ettiği sene karlılığının düşmesi sonrası faaliyet oranlarında gerileme yapıp karlılığını arttırmasının analizinde sürdürülebilirliğin katkısı ile stratejik karar verme gücü mü yoksa sürdürülebilirlik uygulamaları nedeniyle maliyet yaşaması mı etki etmektedir’ değerlendirmesi ancak firma bazında incelemelerle ortaya konabilecektir.

Çalışmanın sınırlılıkları dikkate alınarak, yatırımcılar, politika yapıcılar ve araştırmacılar, finansal ve finansal olmayan verileri de dahil ederek firmasal bazda sürdürülebilirliğin uzun dönemli etkilerini inceleyebilirler, ayrıca sürdürülebilirliğin finansal performansa katkısı görülen firmaların zaten güçlü olduğu için mi yoksa ÇSY uygulamaları sayesinde mi etkisinin olduğunun ayırdının yapılabilmesi için BISTSE’ye girmeden önceki finansal rasyoları ile sektör ortalamaları ve endekse dahil olduktan sonraki rasyolarının kıyaslaması ile de kapsamlı çalışmalar yapılabilir.

BISTSE endeksine dahil olan firmalar incelendiğinde BIST’in işlem hacmi yüksek olan şirketler olduğu görülmektedir. Bu şirketlerin güçlü sermaye yapıları, işlem hacimleri, güçlü kurumsal ve organizasyonel yapıları, sürekli değerlendirme

şirketleri tarafından değerlendirilmeleri, i denetimleri, profesyonel bakış açısıyla yönetilmeleri gibi birçok profesyonel yaklaşım, bu şirketlerin YS kriterlerini zaten sürekli olarak taşımaları gerekliliğini de düşündürmektedir. Bu sebeple çalışmadan çıkan sonuçların srdrlebilirlik etkisinin performansı genel olarak etkilediği sonucunu ortaya koymaktadır. şirketlerin BIST içerisinde önemli aktörler olması ile bu perfromans beklenen bir durum olarak da değerlendirilebilmektedir. Sektör ortalamalarına göre dalgalanmaların yaşanmasının sebebi olarak ise BIST'ın kırılgan yapısı, ülkenin stratejik yapısı, politik ve siyasi risk faktörleri, makroekonomik faktörler, hem sektörel hem ülkesel olarak farklı ülkelerle yapılan işbirlikleri ya da yaşanan sıkıntılar gibi birçok faktör ile değerlendirilmenin de yapılmasının gerekliliği de unutulmamalıdır.



6. KAYNAKLAR

- Agoraki, M. E. K., Giaka, M., Konstantios, D., & Patsika, V. (2023). Firms' sustainability, financial performance, and regulatory dynamics: Evidence from European firms. *Journal of International Money and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102785>
- Akar, S., Wolff, A. R., & Koç, P. (2024). Kurumsal sürdürülebilirliğin işletme performansına etkisi: BIST 30 Endeksinde ampirik bir analiz. *Asya Studies – Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 8(27), 213–228.
- Akgüç, A. (2008). *Mali Tablolar Analizi* (13.bs.). İstanbul: Arayış Yayıncılık.
- Akkaya, G. C., & Demireli, E. (2010). Analitik hiyerarşi süreci ile kredi derecelendirme analizi üzerine bir model önerisi. *Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 19(1), 319-335.
- Akuoko-Sarpong, R., Gyasi, S. T., & Affram, H. (2024). Sustainability reporting and financial performance: Examine the correlation between sustainability disclosures financial performance in publicly traded companies. *International Journal of Innovative Science and Research Technology*, 1041–1055. <https://doi.org/10.38124/ijisrt/ijisrt24sep485>
- Akyüz, F., & Yeşil, T. (2017). BIST sürdürülebilirlik endeksine kayıtlı üretim sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansal performanslarının incelenmesi. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 9(16), 61–78.
- Al-Bakri, K. H. (2023). Corporate governance and bank financial sustainability: Empirical evidence from the G7 countries. *Corporate Ownership and Control*, 20(3), 180–204.
- Amalia, H., Reswara, K., Wati, I. M., & Oktafia, R. (2024). Analisis penggunaan rasio aset dengan metode Fixed Assets Turnover Ratio (FATO) dan Total Assets Turnover Ratio (TATO) dalam laporan keuangan PT Bank Mandiri (Persero) Tbk. *Anggaran: Jurnal Publikasi Ekonomi dan Akuntansi*, 2(2), 49–57.
- Ameer, R., & Othman, R. (2012). Sustainability practices and corporate financial performance: A study based on the top global corporations. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1063-y>

- Anastasov, M., Kazitskaya, N., & Politkovskaya, I. (2019). Environmental and economic role of the lean production in transition to sustainable development. *E3S Web of Conferences*, 105, 04043. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/201910504043>
- Andoko, A., & Angeline, A. (2023). The influence of debt to equity ratio, pperating profit margin ratio and operating expense toward entity income tax of infrastructure, utility and transportation companies listed on the Indonesia Stock Exchange. *International Journal Of Social, Policy and Law*, 4(1), 58-68.
- Andreas, C., Wijaya, S., & Sembiring, J. C. (2021). Effect of liquidity, asset management, leverage and dividend policy on firm value at food and beverages companies listed on the Indonesia stock exchange. *Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal)*, 4(2), 2695-2701.
- Anggraini, D. G., Rahmani, N. A. B., & Harahap, M. I. (2023). The effect of capital adequacy ratio (CAR), operating expenses and operating income (BOPO), and net core operating margin (NCOM) on financial sustainability ratio (FSR) in Islamic banking in Indonesia for the 2017–2021 period. *PKM-P: Jurnal Pengabdian Kepada Masyarakat*, 7(2), 290–296.
- Anggraini, N. (2022). Analysis of financial statements based on financial ratio and vertical-horizontal method in PT Unilever, Tbk, 2016-2017 Period. *Journal of Social Science*, 3(1), 171–176.
- Aslan-Çetin, F., Öztürk, S., & Akarsu, O. N. (2024). The effect of ESG data of companies on financial performance: A panel data analysis on the BIST Sustainability Index. *Sosyoekonomi*, 32(61), 125–146.
- Barnes, P. (1987). The analysis and use of financial ratios: A review article. *Journal of Business Finance & Accounting*, 14(4).
- Bayındır, A. B., & Aksoy Kavalcı, M. (2022). Kovid-19 pandemi döneminde kurumsal sürdürülebilirlik performansı ile finansal performans arasındaki ilişki. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 22(2), 285–300.
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, 71-111.
- Beyazyol, E., & Ataman Gökçen, B. (2023). Sürdürülebilirlik raporlaması ve BIST Sürdürülebilirlik Endeksine tabi şirketlerde bir araştırma. *Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi*, 18(59), 110–145.

- Bifulco, G. M., Savio, R., Paolone, F., & Tiscini, R. (2023). The CSR committee as moderator for the ESG score and market value. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(6), 3231–3241.
- BIST. (2014). Borsa İstanbul. Sürdürülebilirlik endeksi temel kuralları <https://www.borsaistanbul.com/files/bist-surdurulebilirlik-endeksi-temel-kurallari-31122014.pdf> Erişim Tarihi: 25.09.2024
- Borsa İstanbul. Pay endeksleri sürdürülebilirlik. <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/165/bist-surdurulebilirlik-endeksleri> Erişim Tarihi: 25.09.2024
- Bowlin, O. D. (1963). The current ratio in current position analysis. *Financial Analysts Journal*, 19(2), 67-72.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2016). *Financial Management: Theory & Practice* (15. bs.). Boston: Cengage Learning. https://bertousman.wordpress.com/wp-content/uploads/2021/02/eugene-f.-brigham-michael-c.-ehrhardt-financial-management_-theory-practice-2017-1.pdf, Erişim tarihi: 18.03.2025.
- Brundtland, G.H. (1987) *Our common future: Report of the world commission on environment and development*. (UN Document A/42/427). Geneva: United Nations.
- Budianto, E. W. H., & Dewi, N. D. T. (2023). Return on investment (ROI) in Islamic and conventional banking: Mapping research topics using VOSviewer bibliometric and library research. *Journal of Management Studies*, 17(1), 66–82.
- Bumin, M., & Ertugrul, A. (2024). Effect of ESG scores on firm performance: Evidence from Borsa Istanbul Sustainability Index. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 14(4), 1033-1047.
- Butler, J. B., Henderson, S. C., & Raiborn, C. (2011). Sustainability and the balanced scorecard: Integrating green measures into business reporting. *Management Accounting Quarterly*, 12(2), 1.
- Cairns, J. (2004). Will the real sustainability concept please stand up. *Ethics in science and environmental politics*, 4(1), 49-52.
- Candio, P. (2024). The effect of ESG and CSR attitude on financial performance in Europe: A quantitative re-examination. *Journal of Environmental Management*, 354, 120390.

- Chen, W. (2023). ESG data and scores. *Sustainable Finance*, 67–98. https://doi.org/10.1007/978-3-031-30533-7_3
- Choiriyah, C., Fatimah, F., Agustina, S., & Ulfa, U. (2020). The effect of return on assets, return on equity, net profit margin, earning per share, and operating profit margin on stock prices of banking companies in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Finance Research*, 1(2), 103-123.
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. Working Paper. University of Oxford. Erişim Adresi: <https://ssrn.com/abstract=2508281>.
- Costea, C. D., & Hostiuć, F. (2009). The liquidity ratios and their significance in the financial equilibrium of the firms. *The USV Annals of Economics and Public Administration*, 9(1), 252-261.
- Coşkun, S. (2023). BIST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi şirketlerinin finansal performansının TOPSIS yaklaşımı ile raporlanan SKH'ler çerçevesinde değeriendirilmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(3), 707–729.
- Cvetkovic, M., Randjelovic, M., & Milicevic, R. (2017). Apparent contradictions effective and efficient supply chain: Time pressure and eliminating the stock. *Ekonomika, Journal for Economic Theory and Practice and Social Issues*, 63(3), 97–116.
- Çabuk, A. (2019). *Finansal Tablolar Analizi*. S. İnce (Ed.), Finansal Analiz Teknikleri (s. 46-79). Eskişehir: Anadolu Üniversitesi.
- da Silva, R. F., & Filho, E. R. (2020). Sustainability in the decision making process: A systematic review of literature. (Ed. A. L. Azeiteiro, J. P. Davim, & W. Leal Filho). *Sustainability in the Twenty-First Century*. Cham: Springer, s. 291–305.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. John Wiley & Sons (5. bs.). New Jersey: Wiley & Sons.
- Das, M. (2022). Corporate sustainable practices and profitability-compatible?. *Journal of Economics and Management Sciences*, 5(2), s.13-21.

- Delen, D. Kuzey, C., Uyar A. (2023). Measuring firm performance using financial ratios: A decision tree approach, *Expert Systems with Applications*, c. 40, s. 10, ss. 3970-3983
- Delmas, M., & Montiel, I. (2009). Greening the supply chain: When is customer pressure effective?. *Journal of Economics & Management Strategy*, 18(1), 171–201.
- Denuwara, N., Kim, A., Atree, V., Newenhisen, P., Gibson, C., Schork, D., & Hakovirta, M. (2022). Corporate economic performance and sustainability indices: a study based on the Dow Jones Sustainability Index. *SN Business & Economics*, 2(7).
- Desmon, A. R. W. A., & Meirinaldi, Y. C. (2022). The effect of return on asset, return on equity and debt to equity ratio on the value of the manufacturing firm listed on stock exchange 2015–2019. *Proceedings of the First Multidiscipline International Conference, MIC 2021*, October 30 2021. Jakarta, Indonesia: European Alliance for Innovation, s. 196-208.
- Ding, H., & Lee, W. (2024). ESG and financial performance of China firms: The mediating role of export share and moderating role of carbon intensity. *Sustainability*, 16(12), 5042.
- Duncker, L. C. (1997). The question of sustainability. In *Proceedings of the 23rd WEDC Conference: Water and Sanitation for All – Partnerships and Innovations* s. 230–231.
- Durani, N. (2023). Impact of green banking on environment: A synergistic paradigm shift in Indian banking strategies. *International Journal of Science and Research*. <https://doi.org/10.21275/sr23608091616>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). *The impact of a corporate culture of sustainability on corporate behavior and performance*. (Harvard Business School Working Paper 12-035). Erişim adresi: <https://mikekrzus.com/downloads/files/HBS-Impact%20of-Culture.pdf> Erişim Tarihi: 01.06.2025
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- El Khoury, R., Nasrallah, N., & Toumi, A. (2022). ESG and performance in public health-care companies: The role of disclosure and director liability. *Competitiveness Review*, 33(2), 203–221.

- Ercan, C. (2013). Kamu sağlık işletmelerinde finansal performans değerlemesi: Kamu hastaneleri birlikleri üzerine bir uygulama. *Asia Minor Studies*, (02), 54-71.
- Ertuğrul, A., Külekçi, İ., & Bumin, M. (2024). İşletme değeri ile finansal riskler arasındaki ilişki: BIST Sürdürülebilirlik Endeksi üzerine uygulama. *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 9(1), 213–229.
- Ether, C., Pranata, A., Jaya, A. A., Manurung, A. V., Purba, C. L., Silaban, C. Z., & Noor, D. F. (2024). Pengaruh rasio likuiditas dan rasio solvabilitas terhadap kinerja keuangan perusahaan manufaktur (sektor makanan dan minuman) yang terdaftar di BEI pada tahun 2022–2023. *Jurnal Sains Ekonomi dan Edukasi*, 1(12), 992–1004.
- Farag, M., Harland, D., & Nixon, D. (2013). Bank capital and liquidity. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q3, 201-2015.
- Fastweb Mali Analiz. <https://fwmanaliz.com/> Erişim Tarihi: 15.10.2024
- Fatemi, A. M., & Fooladi, I. J. (2013). Sustainable finance: A new paradigm. *Global Finance Journal*, 24(2), 101-113.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press. https://books.google.com/books?id=NpmA_qEiOpkC Erişim Tarihi: 22.09.2024
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. The New York Times Magazine. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> Erişim Tarihi: 02.09.2024
- FTSE Russel ESG Scores. <https://www.lseg.com/en/ftse-russell/esg-scores> Erişim Tarihi: 25.09.2024.
- Futri, I. N., Pratiwi, D. I., Saktiawan, B., & Risfandy, T. (2025). The relationship between environmental sustainability and financial constraints: Evidence from Indonesian firms. *IOP Conf. Ser.: Earth Environ. Sci.* <https://doi.org/10.1088/1755-1315/1438/1/012040>

- Giese, G., & Shah, D. (2024). *MSCI ESG ratings in global equity markets: A long-term performance review*. MSCI ESG Research. <https://www.msci.com/www/research-report/msci-esg-ratings-in-global/04434884917> Erişim Tarihi: 05.10.2024
- Glavas, A., & Kelley, K. (2014). The effects of perceived corporate social responsibility on employee attitudes. *Business Ethics Quarterly*, 24(2), 165–202.
- Gold, N. O., & Taib, F. Md. (2020). Impact of corporate sustainability reporting practice on corporate performance: a review of literature. *International Journal of Industrial Management*. 8(1), 19–34.
- Gorczyńska, M. (2011). Accounts receivable turnover ratio. The purpose of analysis in terms of credit policy management. In *8th International Scientific Conference on Financial Management of Firms and Financial Institutions, Ostrava, Czech Republic*.
- Göktürk, İ. E., & Yalçınkaya, H. S. (2023). Türk bankacılık sektörünün mali performanslarının ölçülmesinde mali rasyolarının etkinliğinin incelenmesi: Entropi yöntemi ile bir analiz. *Necmettin Erbakan Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 5(2), 278-292.
- Gupta, D. O., & Dongre, N. (2024). Comparative analysis of the financial performance of the banks. *International Journal of Research in Commerce and Management Studies*, 6(02), 58-72.
- Gürünlü, M. (2019). Sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişki: BIST şirketleri üzerine bir araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (84), 177–190.
- Habib, S. M. A., & Shah, P. (2015). An impact assessment of green initiatives of the Central Bank on the environmentally sustainable banking in Bangladesh. *The European Conference on Sustainability, Energy & the Environment 2015 Official Conference Proceedings* Erişim Yeri: http://papers.iafor.org/wp-content/uploads/papers/ecsee2015/ECSEE2015_14627.pdf Erişim Tarihi: 20.05.2025
- Hakimi, A., Boussaada, R., & Karmani, M. (2023). Corporate social responsibility and firm performance: A threshold analysis of European firms. *European Journal of Management and Business Economics*, 32(1), 1–17.
- Hart, S. L. (1997). Beyond greening: Strategies for a sustainable world. *Harvard Business Review*. <https://hbr.org/1997/01/beyond-greening-strategies-for-a-sustainable-world> Erişim Tarihi: 09.10.2024

Higgins, R. C. (2012). *Analysis for Financial Management* (10. bs.). New York: McGraw-Hill.

Hsu, C. C., & Boggs, D. J. (2003). Internationalization and performance: Traditional measures and their decomposition. *Multinational Business Review*, 11(3), 23-50.

Refinitiv. <https://www.weforum.org/organizations/refinitiv/> Erişim Tarihi: 17.03.2025

Hughes, J. P., & Mester, L. J. (1993). A quality and risk-adjusted cost function for banks: Evidence on the “too-big-to-fail” doctrine. *Journal of productivity analysis*, 4(3), 293-315.

Husna, A., & Satria, I. (2019). Effects of return on asset, debt to asset ratio, current ratio, firm size, and dividend payout ratio on firm value. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 50-54.

Iliemena, R. O., Amedu, M. J. A., & Uagbale-Ekatah, R. E. (2023). Empirical examination of sustainability reporting, return on capital employed and gross profit margin. *European Journal of Sustainable Development Research*, 7(1), em0204.

Ioannou, I., & Serafeim, G. (2015). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations: Analysts' perceptions and shifting institutional logics. *Strategic Management Journal*, 36(7), 1053-1080.

Jalili, A.S., Seyednezhad Fahim, S. R., & Kheradyar, S. (2016). Estimate the profitability of accepted companies in Tehran Stock Exchange: Because of the relative position (ROE) of the companies industry. *International Journal of Applied Operational Research - An Open Access Journal*, 6(1), 41–49.

KAP, Kamuyu Aydınlatma Platformu. <https://www.kap.org.tr/tr/bist-sirketler> Erişim 04.04.2025

Kargeti, H. (2018). The role of corporate social responsibility in business strategy and sustainability: A quantitative study. *Psychology and Education* 55(1): 46-55.

Karim, M. A., Hassan, M. K., Hassan, T., & Mohamad, S. (2014). Capital adequacy and lending and deposit behaviors of conventional and Islamic banks. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 58-75.

- Kaya, A., Pamucar, D., Gürler, H. E., & Ozcalici, M. (2024). Determining the financial performance of the firms in the Borsa Istanbul sustainability index: integrating multi criteria decision making methods with simulation. *Financial Innovation*, 10(1), 1–21.
- Khan, M., Serafeim, G., Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91 (6): 1697–1724.
- Kılıç, M., Gurler, H. E., Kaya, A., & Lee, C. W. (2022). The impact of sustainability performance on financial performance: Does firm size matter? Evidence from Turkey and South Korea. *Sustainability*, 14(24), 16695.
- Kosmopoulos, P. (2024). The way forward for sustainable development (s. 173–189). *Elsevier BV*. <https://doi.org/10.1016/b978-0-12-823390-0.00001-6>
- Koundouri, P., Pittis, N., & Plataniotis, A. (2022). *The Impact of ESG Performance on the Financial Performance of European Area Companies: An Empirical Examination*. MPRA Paper No. 122273. University Library of Munich, Germany.
- Kwak, J. K. (2019). Analysis of inventory turnover as a performance measure in manufacturing industry. *Processes*, 7(10), 760.
- Lalithchandra, B. N., & Rajendhiran, N. (2021). Liquidity ratio: an important financial metrics. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 12(2), 1113-1114.
- Lamanda, G., & Tamasne Vöneki, Z. (2023). Is ESG disclosure associated with bank performance? Evidence from the Visegrad Four countries. *Management of Environmental Quality: An International Journal*. <https://doi.org/10.1108/meq-02-2023-0064>
- Lee, H. H., Zhou, J., & Hsu, P. H. (2015). The role of innovation in inventory turnover performance. *Decision Support Systems*, 76, 35-44.
- Li, Y., Chen, Y. K., Chien, F. S., Lee, W. C., & Hsu, Y. C. (2016). Study of optimal capital adequacy ratios. *Journal of Productivity Analysis*, 45, 261-274.
- Liu, Y., Zhang, Y., & Wang, Y. (2019). Can ESG Indices improve the enterprises' stock market performance? *Sustainability*, 11(17), 4765.

- Lohven, W. T., & Adamu, A. (2023). Effect of loan-to-asset ratio on non-performing loans in deposit money banks in Nigeria. *Asian Journal of Operations Research and Management Science (AJORMS)*, 3(1).
- Lopez-Toro, A. A., Sanchez-Teba, E. M., Benitez-Marquez, M. D., & Rodriguez-Fernandez, M. (2021). Influence of ESGC indicators on financial performance of listed pharmaceutical companies. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 18(9), 4556.
- LSEG (a). <https://www.lseg.com/en> Erişim Tarihi: 15.10.2024
- LSEG (b). <https://www.reuters.com/markets/europe/clearing-houses-pass-eu-stress-test-that-highlights-lseg-ice-dominance-2024-07-09/?utm> Erişim Tarihi: 10.11.2024
- LSEG ESG Scores. <https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores> Erişim Tarihi: 25.09.2024.
- Lumapow, L. S., & Tumiwa, R. A. F. (2017). The effect of dividend policy, firm size, and productivity to the firm value. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(22), 20-24.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, Customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1-18.
- Manaf, S., Mukhyi, M. A., Veronica, D., Ahyar, M., & Timisela, S. I. (2024). Corporate financial management, risk assessment, and investment strategies: Analyzing their effects on business sustainability. *Global International Journal of Innovative Research*, 2(6), 1407–1414.
- Mardini, G. H. (2022). ESG factors and corporate financial performance. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 14(3), 247.
- Margolis, J. D., & Walsh, J. P. (2003). Misery loves companies: Whither social initiatives by business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2), 268-305.
- Maudos, J., & Solís, L. (2009). The determinants of net interest income in the Mexican banking system: An integrated model. *Journal of Banking & Finance*, 33(10), 1920-1931.

- McKinsey & Company. (2023). The triple play: Growth, profit, and sustainability. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/the-triple-play-growth-profit-and-sustainability> Erişim Tarihi: 15.09.2024
- Meadows, D., & Randers, J. (2012). The limits to growth: the 30-year update. *Routledge*. <https://doi.org/10.4324/9781849775861>
- Melani, E., Fadhilah, S. H., & Gumelar, T. M. (2023). Analysis of the effect of debt to equity ratio, current ratio, total asset turnover, net profit margin & gross profit margin on profit growth. In *International Conference on Economics, Management and Accounting (ICEMAC 2022)* (s. 34-47). Atlantis Press.
- MKK, Merkezi Kayıt Kuruluşu. <https://www.mkk.com.tr/veri-hizmetleri/bilgi-paylasimi> Erişim Tarihi: 15.10.2024
- Millan-Tudela, L. A., Marco-Lajara, B., Martínez-Falcó, J., & Poveda-Pareja, E. (2023). Corporate sustainability and long-lived companies: A lesson from the oldest firms in the world. In *Corporate Sustainability as a Tool for Improving Economic, Social, and Environmental Performance* (s. 24-39). IGI Global.
- Mitchell, Ronald K., Bradley R. Agle, and Donna J. Wood. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *The Academy of Management Review* 22, 4: 853–86.
- MOODY'S. (2022). ESG scores explained. <https://ma.moody's.com/rs/961-KCJ-308/images/Presentation%20Deck.pdf> Erişim Tarihi 27.09.2024
- Morales, M., Rubio, J. A., & Martínez, A. (2023). Sustainability index and corporate performance: A study of the FTSE4Good IBEX. Ed. V. Bevanda (Ed.), *International Scientific-Business Conference*. LIMEN 2023: Association of Economists and Managers of the Balkans. c.9, s.133-140.
- Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing. (2024). Sustainability as a value creation opportunity. Morgan Stanley. <https://www.morganstanley.com/ideas/corporate-sustainability-opportunities-challenges> Erişim Tarihi: 15.09.2024
- MSCI ESG Research LLC. (2024). ESG Ratings Methodology. <https://www.msci.com/documents/1296102/34424357/MSCI+ESG+Ratings+Methodology.pdf> Erişim Tarihi: 30/09.2024

- Naeem, N., & Çankaya, S. (2022). The impact of ESG performance over financial performance: A study on global energy and power generation companies. *International Journal of Commerce and Finance*, 8(1), 1–25.
- Nariswari, T. N., & Nugraha, N. M. (2020). Profit growth: Impact of net profit margin, gross profit margin and total assets turnover. *International Journal of Finance & Banking Studies*, 9(4), 87-96.
- Nguyen, D. T., Bach, K. V., Bui, K. L., Tran, N. M., & Le, H. N. (2022). The relationship between corporate social responsibility and customer loyalty. *International Journal of Customer Relationship Marketing and Management*, 13(1), 1–16.
- Nuche, A., Sy, O., & Rodriguez, J. C. (2024). Optimizing efficiency through sustainable strategies: The role of management and monitoring in achieving goals. *APTISI Transactions on Management (ATM)*, 8(2), 167-174.
- O’Sullivan, N. (2024). Sustainable investment (s. 207–214). *Edward Elgar Publishing*. <https://doi.org/10.4337/9781800880344.ch39>
- Odell, J., & Ali, U. (2016). ESG investing in emerging and frontier markets. *Journal of Applied Corporate Finance*, 28(2), 96–101.
- Onaç, E., & Birol, Y. E. (2024). Covid–19 Pandemisi sonrası Türkiye’de enflasyonun belirleyicileri üzerine bir değerlendirme. *Paradigma: İktisadi ve İdari Araştırmalar Dergisi*, 13(2), 20-38.
- Özari Ç., & Can, E. N. (2023). Financial performance evaluating and ranking approach for banks in BIST sustainability index using TOPSIS and K-Means Clustering Method. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 12(1), 34–50.
- Özer, G., Aktaş, N., & Çam, İ. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) scores and financial performance of publicly listed companies in Turkey. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(2), 337–353.
- Patin, J. C., Rahman, M., & Mustafa, M. (2020). Impact of total asset turnover ratios on equity returns: Dynamic panel data analyses. *Journal of Accounting, Business and Management (JABM)*, 27(1), 19-29.
- Pattanayak, S. (2013). Impact of the debt-equity ratio on the corporate governance of the banking sector in Spain. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2314285>

- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62-77.
- Purohit, T. (2014). The imperative role of corporate governance in building sustainable organizations. *American International Journal of Research in Humanities, Arts and Social Sciences*, 8(2), 145-149.
- Purwanti, T. (2019). An analysis of cash and receivables turnover effect towards company profitability. *International Journal of Seecology*, 1(01), 037.
- Rashid, N. R. N. A., Khalid, S. A., & Rahman, N. I. A. (2015). Environmental corporate social responsibility (ECSR): Exploring its influence on customer loyalty. *Procedia. Economics and Finance*, 31, 705–713.
- Ravisankar, P., Ravi, V., Rao, G. R., & Bose, I. (2011). Detection of financial statement fraud and feature selection using data mining techniques. *Decision support systems*, 50(2), 491-500.
- Raza, A., Ilyas, M. I., Rauf, R., & Qamar, R. (2012). Relationship between corporate social responsibility (CSR) and corporate financial performance (CFP): Literature review approach. *Elixir Financial Management*, 46(9), 8404-8409.
- Redclift, M. (2005), Sustainable development (1987–2005): an oxymoron comes of age. *Sustainable Development*, 13: 212-227.
- Refinitiv. <https://www.weforum.org/organizations/refinitiv/> Erişim Tarihi: 17.03.2025
- Robinson, T. R., Henry, E., Pirie, W. L., & Broihahn, M. A. (2012). *International financial statement analysis*. John Wiley & Sons. Erişim adresi: <https://books.google.com.tr> Financial Statement Analysis 2009 Erişim Tarihi: 05.05.2025
- Roffe, M. A., & Gonzalez, F. A. I. (2023). The impact of sustainable practices on the financial performance of companies: A review of the literature. *Visión de Futuro*. <https://doi.org/10.36995/j.visiondefuturo.2023.28.01.006.en>
- S&P Global (a). ESG Rating Methodology, <https://www.spglobal.com/esg/solutions/esg-scores-data> Erişim Tarihi: 30.09.2024

S&P Global (b). DJSI Index Family.
<https://www.spglobal.com/esg/performance/indices/djsi-index-family#objective>
Erişim Tarihi 04.12.2024

Sahu, T., & Tripathy, L. K. (2024). Corporate social responsibility: Analysing its impact on customer loyalty in the textile industry of Maharashtra. *Journal of Information & Knowledge Management*. <https://doi.org/10.1142/s0219649224500175>

Saksonova, S. (2014). Net interest margin as an indicator of bank asset and liability management. *Proceedings of the 8Th International Days of Statistics and Economics*, 1314-1325.

Santomero, A. M., & Watson, R. D. (1977). Determining an optimal capital standard for the banking industry. *The journal of Finance*, 32(4), 1267-1282.

Sarwono, H. (2022). Environment, social, governance, and performance in far east asia for the period of 2018- 2021. *IOP Conf. Ser.: Earth Environ*. 1-5.

Schaltegger, S., & Burritt, R. (2018). Business cases and corporate engagement with sustainability: Differentiating ethical motivations. *Journal of Business Ethics*, 147, 241-259.

Schaltegger, S., Hansen, E. G., & Spitzack, H. (2016). Corporate sustainability management (s. 85–97). *Springer*, Dordrecht. https://doi.org/10.1007/978-94-017-7242-6_7

Schaltegger, S., & Lüdeke-Freund, F. (2011). The sustainability balanced scorecard: Concept and the case of Hamburg airport. *Centre for Sustainability Management (CSM), Leuphana Universität Lüneburg*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2062320>

Schaltegger, S., & Wagner, M. (2011). Sustainable entrepreneurship and sustainability innovation: Categories and interactions. *Business Strategy and the Environment*, 20(4), 222–237.

Schmitz, B., & Wolff, G. B. (2005). The impact of Basel I capital regulation on bank deposits and loans: Empirical evidence for Europe. *IIW Institute for International Economics and ZEI Center for European International Studies*, University of Bonn.

Serban, R., Mihaiu, D. M., Herciu, M., & Ogorean, C. (2023). A Sectoral-based approach to the link between financial performance and sustainability. *Studies in Business and Economics*, 18(1), 367–377.

- Setiani, E. P., Dewanti, P. W., & Cortez, E. (2024). ESG scores, financial performance, and carbon emissions: Evidence from southeast asian companies. *Nominal Barometer Riset Akuntansi Dan Manajemen Indonesia*. <https://doi.org/10.21831/nominal.v13i2.76302>
- Sevim, U. (2021). İşletmelerin çevresel yatırım harcamalarının finansal performans üzerine etkisi: BIST sürdürülebilirlik endeksi üzerine bir araştırma. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 7(1), 55–67.
- Shrivastava, P. (1995). The role of corporations in achieving ecological sustainability. *Academy of Management Review*, 20(4), 936–960.
- Sibarani, S. I. M. (2023). ESG (Environmental, Social, and Governance) implementation to strengthen business sustainability Pt. Migas–North Field. *European Journal of Business and Management Research*, 8(1), 147–150.
- Singh, R., Gupta, C. P., & Chaudhary, P. (2024). Defining return on assets (ROA) in empirical corporate finance research: a critical review. *Empirical Economics Letter*., 25-36. <https://doi.org/10.5281/zenodo.10901886>
- Sousa, L. M., Viana, D. C., Lucena Neto, A. P. de, Castro, Z. R., Madeira de Aguiar, G. Q., & Da Silva, I. R. (2023). The evolutions achieved in companies with the implementation of Environmental, Social and Governance: Integrative review. *International Journal of Business, Economics and Management*. <https://doi.org/10.18488/62.v10i4.3502>
- Suartini, S., & Nurdiansyah, D. H. (2016). The influence of activity credit income type to total interest income. In *2016 Global Conference on Business, Management and Entrepreneurship*. Atlantis Press, s. 940-948.
- Subagio, M. (2024). The influence of current ratio, leverage ratio, and return on equity on changes in stock prices: Study library research. *Dinasti Accounting Review*, 2(1), 17-26.
- Subramanyam, K.R. (2014). *Financial statement analysis : the investor's self-study guide to interpreting & analyzing financial statements* (11.bs.) New York: McGraw-Hill. https://students.aiu.edu/submissions/profiles/resources/onlineBook/S8z4w6_Financial_Statement_Analysis-_11th_edition.pdf Erişim Tarihi: 02.04.2024.
- Suciu, G. (2013). The analysis of profitability indicators. *Annals - Economy Series*, 4(4), 132–138.

- Sukmadewi, R. (2020). The effect of capital adequacy ratio, loan to deposit ratio, operating-income ratio, non performing loans, net interest margin on banking financial performance. *eCo-Buss*, 2(2), 1-10.
- Tan, L. (2024). Improving corporate performance through stakeholder-based ESG practices. *Journal of Education, Humanities and Social Sciences*. <https://doi.org/10.54097/jts5nw21>
- Tarsono, O., Mustika, M., & Mesakh, A. I. (2025). Assessing financial health: Impact of current ratio, debt equity ratio, return assets on banking sector returns. *Journal of Accounting, Management, and Economics Research*, 3(2), 110-118.
- TCMB, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. Formüller, Sektör Bilançoları 2009-2023. https://www3.tcmb.gov.tr/sektor/dosyalar/menu/ratios_tr.pdf Erişim Tarihi: 29.01.2025
- Temiz, H., & Acar, M. (2018). Sürdürülebilirlik endeksinde işlem gören firmaların finansal performansı: Olay çalışması örneği. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11(3), 1971–1987.
- Temiz, H., & Varıcı, İ. (2022). Sürdürülebilirlik, kurumsal sosyal sorumluluk ve finansmana erişim arasındaki ilişkinin incelenmesi: BIST örneği. *Journal of Mehmet Akif Ersoy University Economics and Administrative Sciences Faculty*, 9(1), 406-431.
- Teshome, E., Debela, K., & Sultan, M. (2018). Determinant of financial performance of commercial banks in Ethiopia: Special emphasis on private commercial banks. *African Journal of Business Management*, 12(1), 1-10.
- TTB, Türkiye Bankalar Birliği. “2024 Aralık - Aktif Büyüklüklerine Göre Banka Sıralaması”. <https://www.tbb.org.tr/istatistiki-raporlar/2024-aralik-aktif-buyukluklerine-gore-banka-siralamasi> Erişim 23.05.2025.
- TTGV, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı. (2022). Sorumlu yatırımcılık / ESG perspektifinden sürdürülebilirlik ve kuruluşlar için genel bir çerçeve. *Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı - Stratejik Odak Çalışma Komisyonu*. <https://ttgv.org.tr/media/2024/03/6255588633f00.pdf> Erişim Tarihi: 09.11.2024
- Tuteja, A., Joshi D., Jagadish Kumar M S., Prakash A., & Gaur S. (2024). Sustainability strategies in contemporary business management: Integrating environmental, social,

- and governance (ESG) principles. *Educational Administration: Theory and Practice*, 30(5), 7562–7568.
- TDK, Türk Dil Kurumu. Erişim: 10.09.2024. <https://sozluk.gov.tr/>
- UNEP, United Nations Environment Programme. (2024). Emissions Gap Report 2024. <https://www.unep.org/resources/emissions-gap-report-2024> Erişim Tarihi: 31.05.2025
- UN, United Nations. (1973). Report of the United Nations Conference on the Human Environment, Stockholm, 5-16 June 1972. *United Nations, New York*. <https://docs.un.org/en/A/CONF.48/14/Rev.1>
- UN, United Nations. (2015). Transforming our world: The 2030 Agenda for Sustainable Development (A/RES/70/1). <https://sdgs.un.org/2030agenda> Erişim Tarihi: 03.10.2024
- Utami, W. B. (2017). Analysis of current ratio changes effect, asset ratio debt, total asset turnover, return on asset, and price earning ratio in predicting growth income by considering corporate size in the company joined in LQ45 index year 2013-2016. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 1(01).
- VAP, Veri Analiz Platformu. <https://www.vap.org.tr/2016-2024-ortalama-finansal-oranlar> Erişim Tarihi: 15.10.2024
- Vardari, L., Gashi, R., & Ahmeti, H. G. (2020). The impact of corporate sustainability index on BIST sustainability index. *European Journal of Sustainable Development*, 9(2), 375–390.
- Whittaker, J. (1990). Using and benefiting from ratio and variance analysis. *Management Research News*, 13(3/4), 33-37.
- Widiasmara, A., Kusherawati, A., Cahyaningati, R., & Paramita, R. W. D. (2022). The effect of current ratio, debt to equity ratio, return on assets, and net profit margin on profit growth. *Assets: Jurnal Ilmiah Ilmu Akuntansi, Keuangan Dan Pajak*, 6(1), 8-15.
- Wickström, S., & Danielsson, J. (2014). *Sustainable working capital management : A case study of five successful firms*. Department of Business Studies, Uppsala University, Uppsala, Sweden. Erişim Adresi: urn:nbn:se:uu:diva-227059 Erişim Tarihi: 20.05.2025

WCED, World Commission on Environment and Development. (1987). Our common future (Report No. A/42/427). *United Nations*. Erişim Adresi: <https://digitallibrary.un.org/record/139811?v=pdf> Erişim Tarihi: 05.10.2024

Wu, Y. (2024). Does ESG Consistently promote the corporate financial performance? A study of the global cruise industry. *ArXiv*. <https://doi/10.48550/arXiv.2409.00758>

Yılmaz, B., Yıldız, B., & Aydın, M. (2020). Kurumsal sürdürülebilirlik performansının finansal performans üzerindeki etkisi: BIST sürdürülebilirlik endeksi üzerine bir inceleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 85, 173-186.

Yılmaz, S., & Topaloğlu, E. E. (2024). Does being included in the sustainability index affect financial performance and firm value? Evidence from Borsa Istanbul. *Sosyoekonomi Journal*, 33(63), 183–198.

Yusup, W. E., & Hariani, S. (2023). The effect of receivables turnover, inventory turnover and current ratio on profitability. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*, 8(1), 23-32.

Zhao, H., Jiao, Z., Wang, J., & Kamar, A. (2021). Corporate social responsibility and firm liquidity risk: US Evidence. *Sustainability*, 13(22), 12894.

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Banu Zeynep MÜDERRİSOĞLU

Yabancı Dili : İngilizce, Almanca

ÖĞRENİM DURUMU

Derece	Alan	Okul/Üniversite	Mezuniyet Yılı
Y. Lisans	İşletme	Düzce Üniversitesi	2025
Lisans	Sosyal Hizmet	Düzce Üniversitesi	2024
Lisans	Uluslararası İlişkiler	Gazi Üniversitesi	1998
Lise	Türkçe-Matematik	Özel Yükseliş Koleji Lisesi	1993