

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI
SERMAYE PİYASASI TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ÇALIŞMALARININ
İŞLETMELERİN FİNANSAL
PERFORMANSLARINA ETKİSİ

Yüksek Lisans Tezi

Gizem TOPAL

İstanbul, 2019

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
FİNANS ENSTİTÜSÜ
SERMAYE PİYASASI ANABİLİM DALI
SERMAYE PİYASASI TEZLİ YÜKSEK LİSANS PROGRAMI

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ÇALIŞMALARININ
İŞLETMELERİN FİNANSAL
PERFORMANSLARINA ETKİSİ BİR
ARAŞTIRMA

Yüksek Lisans Tezi

Gizem TOPAL

200010449

Danışman: Doç. Dr. Serkan ÇANKAYA

YÜKSEK LİSANS TEZİ ONAY FORMU

.....Sermaye Piyasası.....
Yüksek Lisans programı öğrencisi.....GİZEM TOPAL.....'ın.
.....Sürdürülebilirlik Çalışmalarının İşletmelerin Finansal.....
.....Performansına Etkisi.....başlıklı tez çalışması,
Enstitümüz Yönetim Kurulu ..18.06.19..tarih ve ..89-2.....sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından
oybirliği/oyçokluğu ile Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

	UNVANI, ADI SOYADI	İMZA
TEZ DANIŞMANI	 <u>Doç.Dr. Serkan Çankaya</u>	
JÜRİ ÜYESİ	 <u>Doç.Dr. Erdem Kılıç</u>	
JÜRİ ÜYESİ	 <u>Doç.Dr. Elif Güneren Genç</u>	

(*) Yüksek lisans tez savunma jürileri en az biri kurum dışından olmak üzere danışman dahil en az üç öğretim üyesinden oluşur. Jürinin üç kişiden oluşması durumunda eş danışman jüri üyesi olamaz. Eş tez danışmanının jüri üyesi olması durumunda asıl jüri beş üyeden oluşur.

Özet

Bu çalışma işletmelerin sürdürülebilirliğe dair yaptıkları faaliyetlerin, finansal performanslarını nasıl yansıdığını görebilmeyi amaçlamaktadır. Bu amaç doğrultusunda, BISTSE'de işlem gören 11 işletmenin ve BISTSE'de işlem görmeyen 27 işletmenin finansal performansları, oran analizi aracılığıyla, sürdürülebilirlik temelinde karşılaştırılmıştır. 17 çeyreklik dönemi içeren çalışma için panel veri analizi yapılmıştır. Yapılan analiz sonucunda, sürdürülebilirliğe dair çalışmaların, işletmelerin aktif karlılığını anlamlı ve pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar kelimeler: Sürdürülebilirlik, Finansal Performans, Borsa İstanbul
Sürdürülebilirlik Endeksi

Abstract

This study aims to see how the activities of enterprises related to sustainability reflect their financial performance. For this purpose, the financial performances of the 11 enterprises that are traded in BISTSE and 27 enterprises that are not traded in BISTSE are compared on the basis of sustainability by means of ratio analysis. A panel data analysis was performed program for the study, which included 17 quarters. As a result of the analysis, it has been concluded that the studies on sustainability affect the profitability of enterprises significantly and positively.

Keywords: Sustainability, Financial Performance, Borsa İstanbul Sustainable Index

İÇİNDEKİLER

Özet.....	iii
Abstract.....	iv
Tablo Listesi.....	viii
Şekil Listesi	ix
Kısaltmalar	x
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ve SÜRDÜRÜLEBİLİR YÖNETİM.....	3
1.1. Sürdürülebilirlik kavramı	3
1.2. Sürdürülebilirliğin boyutları.....	4
1.2.1.Sürdürülebilirliğin ekonomik boyutu	5
1.2.2. Sürdürülebilirliğin sosyal boyutu	6
1.2.3. Sürdürülebilirliğin çevresel boyutu.....	7
1.2. Sürdürülebilir kalkınma ve geleneksel kalkınma modelleri.....	8
1.3. Sürdürülebilirliğin gelişim süreci.....	11
1.4. İşletmeler için sürdürülebilirlik tanımlaması	16
1.5. Türkiye'de sürdürülebilirlik anlayışı	22
1.6. Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi (BISTSE).....	27

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL ANALİZ.....	29
2.1. Finansal performans	29

2.2. Finansal performansın analizi	31
2.3. Finansal analiz türleri	33
2.4. Finansal analiz teknikleri	34
2.4.1. Yatay analiz.....	34
2.4.2. Dikey analiz	35
2.4.3. Trend analizi.....	35
2.4.3. Oran analizi	36
2.5. Oran analiziyle finansal performans ölçümü	37
2.6. Çalışmada kullanılan finansal oranlar	38
2.6.1. Çalışmada kullanılan finansal oranlara yönelik literatür taraması	39
2.6.2. Likidite oranları.....	41
2.6.3. Mali yapı oranları	44
2.6.4. Faaliyet oranları	45
2.6.5. Karlılık oranları.....	47
2.6.6. Büyüme oranları.....	48
2.6.7. Borsa performans oranları.....	49

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ÇALIŞMALARININ İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSLARINA ETKİSİ.....	52
3.1. Literatür taraması	52
3.2. Çalışmanın tanımı ve amacı	56
3.3. Çalışmanın kapsamı	56
3.4. Çalışmanın kısıtları	57
3.5. Veri ve Metodoloji	57
3.5.1 Çalışmada kullanılan değişkenler	57
3.5.2. Çalışmanın yöntemi	58

3.5.3. Çalışmada kullanılan modeller ve test edilen hipotezler.....	59
3.5.4. Doğru tahmincinin tespitine yönelik yapılan testler	61
3.6. Çalışmanın bulguları	65
SONUÇ.....	71
KAYNAKÇA	74
EKLER.....	86



Tablo Listesi

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Finansal Oranlar	39
Tablo 2. Finansal Oranlara Yönelik Literatür Taraması	39
Tablo 3. Çalışmada Kullanılan Değişkenler	58
Tablo 8. Pesaran CD Test Sonucu	62
Tablo 10. Hausman Test Sonucu	64
Tablo 11. Wald Testi Sonucu.....	64
Tablo 12. Durbin Watson Baltagi Wu Otokorelasyon Testi Sonucu	65
Tablo 13. Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları (Model1).....	66
Tablo 14. Nihai Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları (Model1).....	67
Tablo 15. Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları (Model2).....	68

Şekil Listesi

Şekil 1.Sürdürülebilirliğin boyutları	4
Şekil 2.Paydaş sınıflandırması	18
Şekil 3.Kurumsal sosyal sorumluluk döngüsü	19



Kısaltmalar

A.Ş. :Anonim Şirketi

BİST: Borsa İstanbul

bkz.: bakınız

BM: Birleşmiş Milletler

BISTSE:Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi

GAP: Güneydoğu Anadolu Projesi

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

s. :sayfa

GİRİŞ

Günümüz toplumlarının mevcut yapısını incelediğimizde, bir yanda açlık, yoksulluk ve hastalık gibi sorunlarla mücadele eden, doğal afetlere, kirlenen sulara maruz kalan topluluklar varken, diğer yanda dünyanın kaynaklarının büyük kısmına sahip olan dolayısıyla zenginlik ve refah içinde yaşayan topluluklar mevcuttur. Diğer bir ifadeyle, dünya üzerinde var olan toplumlar çok belirgin sosyo-ekonomik ayrışma içindedir. Toplumsal alanda maddi ve maddi olmayan faktörlerin değişimini öngören sürdürülebilirlik kavramının doğuşunda; doğa, ekonomi ve toplum arasındaki ilişkinin her geçen gün daha da çıkmaza girmesi ve dolayısıyla toplumsal ayrışmalar etkili olmuştur. Bir başka deyişle sürdürülebilirlik; mevcut ekonomi politikalarının çevre üzerindeki etkisinin göz ardı edilemez boyuta ulaşmasının üzerine, zorunlu bir dönüşüm üzerine tartışılmaya başlanan bir kavramdır (Kılıç, 2012, s. 207).

Mevcut ekonomi politikaları sonucunda meydana gelen çevresel tahribat ve dengesiz gelir dağılımı, işletmeler içinde ekonomik, sosyal ve çevresel sürdürülebilirliğin tartışılmasına zemin hazırlamıştır. Tarihsel perspektiften bakıldığında 1950'li yıllardan beri tartışılan sürdürülebilirlikle ilintili konular, o dönemlerde işletmelerin yalnızca hissedarlara karşı sorumlu görülmesi dolayısıyla, işletmeler açısından dışallık olarak değerlendirilmekteydi. Ancak, günümüzde sürdürülebilir yönetim politikaları işletmelerin hem kendileri, hem de içinde bulundukları toplum ve dünya için zorunlu sayılabilecek bir konuma evrilmiştir (Tokgöz & Önce, 2009, s. 252).

Bu çalışma, BISTSE temelinde, yönetim stratejilerinde sürdürülebilir politikalara yer veren işletmelerin finansal performanslarını incelemeyi ve değerlendirmeyi amaçlamaktadır. Sürdürülebilirlik göstergesi olarak, BISTSE'de (Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi) yer alıp yer almama durumu baz alınırken, finansal performans göstergesi olarak, 2 bağımlı, 11 bağımsız olmak üzere 13 finansal oran kullanılmıştır. Çalışmaya BISTSE'de yer alan işletmelerin yanında, BISTSE'de yer almayan işletmelerde dahil edilmiştir. Bu sayede, sürdürülebilirlik politikalarının işletmelere olan katkılarının karşılaştırılarak gözlemlenebilmesi hedeflenmiştir.

Üç bölümden oluşan bu çalışmanın ilk bölümünde, öncelikle sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma kavramları açıklanmış, daha sonra sürdürülebilirliğin tarihsel gelişim süreci ve işletmeler için uygulanma biçimlerine değinilmiştir. Son aşamada ise Türkiye'de sürdürülebilirliğin hangi aşamada olduğu ve BISTSE ele alınarak bölüm sonlandırılmıştır.

İkinci bölümde, çalışmanın bir diğer ayağı olan finansal performans konusu değerlendirilmiştir. Öncelikle finansal performansın tanımlaması yapılmış, daha sonra finansal performansın ölçüm yöntemleri listelenmiştir. Çalışmada kullanılan performans ölçümünün oran analizi olması dolayısıyla, oran analizi tanımlanarak, çalışmada kullanılan oranlara yönelik yapılan literatür taramasına yer verilmiştir. Bu bölümün son aşaması ise, bu oranların işletmeler için ne anlamana geldiği açıklanmıştır.

Çalışmanın son bölümü olan üçüncü bölüme, ilk olarak sürdürülebilirlik endeksinde yer alan işletmelere yönelik yapılmış çalışmalara yer veren literatür çalışmasıyla başlanmıştır. Daha sonra çalışma verilerinin analizinin yapıldığı panel veri analizine değinilmiş, çalışmada kullanılan yöntem, model ve veriler açıklanmıştır. Bu bölümün son aşamasında ise, çalışmaya uygun olarak yapılmış testlere yer verilmiş, test sonuçlarıyla elde edilen bulgular yorumlanarak çalışmaya dahil edilmiştir.

BİRİNCİ BÖLÜM

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ve SÜRDÜRÜLEBİLİR YÖNETİM

Çalışmanın bu bölümünde öncelikle sürdürülebilirliğin kavram olarak tanımlaması yapılarak, sürdürülebilir kalkınma kavramının teorik boyutu ele alınmıştır. Daha sonra sürdürülebilirliğin ekonomik anlamda bugünkü seviyesine gelebilmesi için atılan uluslar arası adımlardan bahsedilmiş ve bu adımların işletmelerin yönetim şekline yansıma biçimine değinilmiştir. Son olarak Türkiye'de sürdürülebilirliğin uygulanaşı incelenmiştir.

1.1. Sürdürülebilirlik kavramı

Bir durumun veya bir sürecin belirsiz bir süre boyunca devam ettirilebilme kapasitesi anlamına gelen sürdürülebilirlik kavramı, temelde doğal sistemlerin bugünkü fonksiyonlarını ve üretkenliğini gelecekte de devam ettirebilmesi olarak algılanabilmekte, doğal kaynakların ve ekolojik sistemin insan eliyle uğradığı tahribata işaret etmektedir (Yavuz V. A., 2010, s. 64).

İçinde yaşadığımız yüzyılın en çok kullanılan ve üzerinde düşünölen kavramlarından biri olan sürdürülebilirlik, Karaman'a göre; aktif ve proaktif bir yapıya sahip ve sürekliliğı olan herhangi bir sistemin bozulmadan ve kesintisiz şekilde devam ettirilebilmesidir (Karaman, 1996, s. 102).

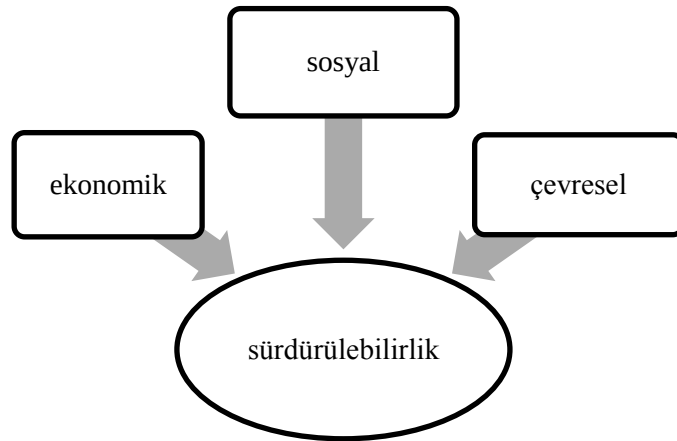
Yelkikalan ve Aydın ise söz konusu kavramı mevcut ihtiyaçlar karşılanırken, ekonomik ve sosyal kaynakların gelecek kuşaklara da yetebilmesi amacıyla dikkatli ve özenli kullanılması olarak tanımlamıştır (Yelkikalan & Aydın, 2010, s. 86).

Yaşam kalitesini düşürmeden, düşünce biçiminde değışiklik yapılması gerektiğini işaret eden sürdürülebilirlik kavramı, toplumu tüketim kültüründen çıkararak,

günümüzün sorunlarına küresel bir dayanışma biçimiyle çevresel, sosyal ve ekonomik çözümler hedeflemektedir (Caymaz, Soran, & Erenel, 2014). Temel olarak "var olma kapasitesi" olarak tanımlanabilecek bu kavram, yarının gereksinimlerini düşünerek, bugünün ihtiyaçlarının karşılanmasını esas almaktadır. Önceki dönemlerde sosyal sorumlulukla kısıtlanan kavram, günümüzde yaşam, çalışma ve geleceği garantilemenin ön koşulu olarak görülmektedir (Bıçakçı, 2012, s. 49).

1.2. Sürdürülebilirliğin boyutları

"Ekonomik kalkınma ve refahın geliştirilmesi için atılan adımların insanlara ve gezegenimize zarar vermeyecek bir biçimde geliştirilmesi ve sürdürülmesi" olarak tanımlanabilen sürdürülebilirlik, ekonomik, sosyal ve çevresel olmak üzere 3 temel yapı üzerinde şekillenmektedir. Ekonomik sürdürülebilirlik, ekonomik ve tüketim değişkenlerinin sürdürülebilirliğini ifade ederken, sosyal sürdürülebilirlik güvenli bir geleceği ve bireylerin yaşam kalitesinin sürdürülebilirliğini işaret etmektedir. Çevresel sürdürülebilirlik ise, doğa ile olan ilişkimizi ve çevrenin sürdürülebilirliğini ifade etmektedir (Bilgili, 2017, s. 563).



Kaynak: (Bilgili, 2017, s. 563)

Şekil 1.Sürdürülebilirliğin boyutları

1.2.1.Sürdürülebilirliğin ekonomik boyutu

"Sermayenin korunması ve bozulmasının önlenmesi" tanımlamasıyla yola çıkan sürdürülebilirliğin ekonomik boyutu, refah kavramını merkezine oturtturarak, *"refahın en azından zaman içerisinde muhafaza edilmesini sağlamak"* şeklindeki yorumuyla gelecek kuşaklar için kaygısını işaret etmektedir (Bilgili, 2017, s. 563). Harris'e göre, ekonomik anlamda sürdürülebilir bir sistem; mal ve hizmetleri üretebilmeye devam edebilen, dış borçları yönetebilen ve üretime zarar veren pazar dengesizliklerinden kaçınabilen bir sistemdir (Harris, 2000, s. 6).

Sürdürülebilirlik her zaman yenilenebilir kaynaklara odaklandığı için, sürdürülebilirliğin ekonomik boyutunda kaynakların tükenme ihtimali önemli bir konu olmuştur. Dolayısıyla enerjinin tekrar hammaddeye dönüştürülebiliyor olması, üretim esnasında daha az materyal kullanılabilmesi ve üretim sonucunda ortaya çıkan atıkların dönüştürülebiliyor olması ekonomik boyut için öncelikli olarak değerlendirilmektedir (Bilgili, 2017, s. 563).

Ekonomik anlamda sürdürülebilirlikten bahsederken, doğal kapital kavramı üzerinde durulmaktadır. Toprak ve atmosfere dair işlevleri, yeryüzündeki tüm doğal kaynakları ve çevresel fonksiyonları kapsayan doğal kapitalin, sürdürülebilir kalkınma sayesinde korunabileceği öne sürülmektedir (Harris, 2000, s. 9).

McDermott'a göre ekonomik sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi için uygulaması gereken ilkeler şu şekildedir (McDermott, 2009, s. 297);

- Şeffaf raporlama politikaları
- Açık kapı politikaları
- Küresel uyum
- Adil ticaret politikaları
- Gelişme aşamasındaki piyasalarda etkinlik
- Yolsuzluk karşıtı politikalar
- Tüketicinin korunması
- Paydaşlar için kurumsal sosyal sorumluluk politikaları

Çevre sorunlarının asıl sorumlusunun geçmişten günümüze içinde bulunduğumuz çevreyle uyumsuz ekonomi politikalarını içeren sistemler olduğu gerçeğinden

hareketle, doğal kaynakları yoğun biçimde kullanan ülkeler başta olmak üzere, tüm dünyanın yaşadığımız evrenin dengede kalmasını sağlayacak bir sözleşmeye ihtiyacı vardır (Kılıç, 2012, s. 222).

1.2.2. Sürdürülebilirliğin sosyal boyutu

Sürdürülebilirliğin sosyal boyut; güçlü bir sosyal uyum ve insani hizmetlerde fırsat eşitliğini işaret eden, yüksek yaşam kalitesini hedefleyen bir süreci ifade etmekte ve eşitlik, sosyal adalet, kültürel çeşitlilik dayanışma kavramlarıyla birlikte ele alınmaktadır (Pak, Aktan, & Özcan, 2018, s. 428).

Toplumda yaşayan tüm bireylerin ihtiyaçlarını karşılayabilmeye odaklanan sürdürülebilirliğin sosyal boyutu, kendi kaynaklarını koruyabilen, geliştirebilen ve gelecekte karşılaşılabileceği sorunları çözebilen toplumu işaret etmektedir. Bu tanımlamalardan hareketle, sosyal sürdürülebilirlik; insan hakları, çalışan etiği ve kurumsal yönetim temelinde, gelecek nesillerin mevcut nesiller kadar sosyal haklardan yararlanabilmesini hedeflemektedir. Ayrıca kalkınmanın ve gelişmenin sürdürülebilir olabilmesi için bireysel ve toplumsal kapasitenin kullanılabilir olması gerekmektedir. Bireylerin refahına ve dolayısıyla toplumun refahına katkı bulabilecek faktörleri işaret eden bireysel kapasite ve toplu eylemde bulunmayı sağlayan ilişkileri işaret eden toplumsal kapasite, etkin ve sürdürülebilir bir toplumun gerekliliklerindendir. Bu bağlamda, sosyal açıdan sürdürülebilir bir toplumdan söz edebilmek için şu 5 ilkeye dair yatırımlar yapılmalıdır (Bilgili, 2017, s. 566);

- Eşitlik ilkesi: Toplumun tüm üyeleri için, özellikle maddi açıdan yetersiz ve savunmasız kesimler için fırsat eşitliği yaratılmalıdır.
- Çeşitlilik ilkesi: Toplumsal çeşitlilik teşvik edilmelidir.
- Bağlılık ilkesi: Tüm kurumsal yapılar birbiriyle bağlantılı olacak şekilde inşa edilmelidir.
- Yaşam kalitesi ilkesi: Bireysel ve toplumsal düzeyde, herkesin temel ihtiyaçlarının karşılanabileceği garanti edilmeli ve iyi bir yaşam kalitesi oluşturulmalıdır.

- Demokrasi ve yönetim ilkesi: Şeffaf ve hesap verilebilir şekilde demokratik yönetim şekli sağlanmalıdır.

1.2.3. Sürdürülebilirliğin çevresel boyutu

Harris'e göre çevresel olarak sürdürülebilir bir sistem; kaynağın temelini sabit tutan, yenilenebilir kaynakları tercih eden, yenilenemeyen kaynaklardan yalnızca yatırımlar aracılığıyla telafi edilebilenleri tercih eden bir süreci ve biyolojik çeşitliliği koruyan bir sistemi ifade etmektedir (Harris, 2000, s. 6). Çevresel sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi için yenilenemeyen kaynaklar hiçbir şekilde kullanılmamalı, yenilenebilir kaynaklar ise sadece telafi edilebilecek boyutta kullanılmalıdır (Bilgili, 2017, s. 565).

Sürdürülebilirliğin çevresel boyutunun önem kazanması, insanoğlunun hatalarından kaynakları ekolojik problemlerin yerel ve küresel düzeyde ortaya çıkmasıyla başlamıştır. Antibiyotik direncinin artmasıyla güçlü hastalıkların baş göstermesi, kıyı bölgelerde ölü alanların oluşması, yeni türlerin ekosistemi bozması ve ekolojik tehditlerin artması gibi sorunların bunlardan yalnızca birkaçıdır. Çevresel sürdürülebilirlikten bahsedebilmek için, seçimler doğaya uygun şekilde yapılmalı, canlı türlerinin çeşitliliği dikkate alınmalıdır (Harris, 2000, s. 12).

Sürdürülebilir çevre politikası için gerekli ilkeler 4 başlıkta toplanabilmektedir (Toprak, 2006, s. 151, 152, 153);

- Kirlenen öder ilkesi: Çevreyi kirleten grup ve ya işletmenin, çevrenin kabul edilebilir düzeye gelebilmesi için gerekli olan maliyetlere katlanması amaçlanmaktadır.
- İhtiyat ilkesi: Çevre sorunları oluşturma ihtimali olan durumları öngörerek, engelleyerek, ekosistemi uzun dönemde korumayı amaçlamaktadır.
- Önleme ilkesi: Çevre sorunlarına oluşma aşamasında müdahale etmeyi amaçlamaktadır.
- İşbirliği ilkesi: Çevre politikalarının oluşturulması ve uygulanması aşamalarında yerel ve küresel düzeyde işbirliği yapmayı amaçlamaktadır.

1.2. Sürdürülebilir kalkınma ve geleneksel kalkınma modelleri

Günümüz dünyasının en büyük ortak sorunlarından olan küresel ısınma, çevresel sorunlar ve yoksulluktaki artış, kaynakların var olma kapasitesini tehlikeye sokmaya başlamıştır. Dünya nüfusunun hızla artışıyla baş gösteren bu sorunlar çeşitli örgütlenmeler ve yeni oluşumları da beraberinde getirerek, özellikle 20. yüzyılın ikinci yarısından sonra, uluslararası platformlarda tartışılmaya başlanmıştır. Tartışmalar sonucunda, 1980'li yıllardan itibaren, ekonomik gelişmelerin çevreye ve insana zarar vermeden sürdürülebilmesini amaçlayan sürdürülebilir kalkınma ve sürdürülebilir büyüme kavramları ekonomi otoritelerinin gündeminde yer bulmuştur (Engin & Akgöz, 2013, s. 87).

Yoğun çevre tahribatının yanında, gelir dağılımında yaşanan eşitsizliklerle birlikte, dünyanın büyük çoğunluğunu yoksulluk ve açlıkla mücadele ederken, bir kısmının yüksek yaşam standartlarını koruma çabası, toplumların sert bir sosyo-ekonomik ayrışma yaşadığının göstergesidir. İçinde bulunduğumuz bu çerçevede, temel nedeni kaynak paylaşımından ortaya çıkan anlaşmazlıklar olan, bazen aynı ülke içinde bazen ülkeler arası karışıklıklara neden olmaktadır. Dolayısıyla, kaynakların nasıl korunacağı ve paylaşılacağı sorusu, sürdürülebilir kalkınma yaklaşımının doğuşuna öncülük etmiştir (Kılıç, 2012, s. 202).

İktisat tarihi açısından D. Ricardo ve Marx ile başlayan büyüme kavramı, Keynes'in etkisiyle 1930'lardan, 1950'li yıllara kadar kendisine yoğun şekilde tartışma alanı bulmuştur. Daha sonra 1980'lere kadar ekonomi alanında geri planda kalan kavrama, otoriteler tarafından bu yıllardan sonra farklı yaklaşımlar aranmaya çalışılmıştır (Alagöz, 2004, s. 2).

Smith, Maltus, Ricardo gibi klasik iktisatçılar, büyüme ve kalkınma kavramlarının çevre ve doğal kaynaklar üzerindeki etkilerini göz ardı etmişler, havayı ve suyu bedava mallar olarak ele almışlardır. Marjinal değer ve bölüşüm anlayışında birleşen bir ekolü temsil eden neo-klasik iktisat anlayışının büyüme modeli, büyümeyi tamamen teknolojik ilerlemeye bağlamakta ve sermaye stokunun kişi başına gelir seviyesiyle doğru orantılı olduğu savunmaktadır. Beşeri sermayeye önem vermeyen bu görüş, uzun dönemde tüm ülkelerdeki kişilerin kişi başına gelir seviyesinin

eşitleneceğini ve ülkeler arası gelişmişlik düzeyi farkının ortadan kalkacağını öngörmüştür (Alagöz, 2004, s. 3).

Tanımlaması çeşitli şekillerde yapılabilen geleneksel kalkınma kavramı A. R. Flammang'e göre; *"hem daha fazla çıktı elde edilen hem de teknik ve kuramsal yapıdaki değişimleri kapsayan bir durum"* iken, Alkin'e göre; *"toplumun yaşam standartlarında, üretilen malların kalitesinde veya üretimin organizasyonunda iyileşmeler yaratan bir ortamdır"* (Yükçü & Kaplanoğlu, Sürdürülebilir Kalkınmada Finansal Olmayan Raporlamanın Önemi, 2018, s. 64). Bu tanımlamalara uygun olarak, 1970'li yıllara kadar, büyüme ve kalkınma stratejileri geleneksel kalkınma modellerine uygun şekilde oluşturulmuştur. İktisadi kalkınmada sınır tanımayan bu modellerin, kalkınma sürecini salt ekonomiyle sınırlanmış şekilde, çevreyi göz ardı ederek ve gelecek nesilleri dikkate almadan oluşturulmuş olması, çeşitli eleştirilere maruz kalmasına sebep olmuş ve sürdürülebilir kalkınma modelinin tartışılmasına zemin hazırlamıştır (Alagöz, 2004, s. 6). Kısacası, geleneksel kalkınma modelinde, piyasanın kaynakları etkin şekilde tahsis etmesine önem verilmiş, doğal kaynakların sınırsız olduğu varsayılmıştır. Dolayısıyla, geleneksel iktisadın gelişim sürecine bakıldığında, kaynakların tükenebileceği endişesiyle karşılaşılmamaktadır (Bilgili, 2017, s. 563).

Klasik iktisatçılar tarafından *"maksimum yararlanma (tüketim) ve maksimum kazanma (üretim) için çaba harcayan insan"* olarak tanımlanan homo-economicus kavramıyla çeliştiği gerekçesiyle, doğayı sınırsız kabul edilmesi teorilerin çevreciler tarafından eleştirilen noktalarındandır. Bu sistemleri, dünya tarihinde çok küçük bir zaman dilimi içinde uygulanmış olmasına rağmen yarattığı tahribat oldukça büyüktür. Bu nedenle, bugün çevreciler ve sürdürülebilirliği savunanlar, klasik yaklaşımın dayandığı *"bütün doğal kaynakların insan çıkarları için kullanılması"* esasına karşı çıkarak, bu algıyı kırmak için çaba sarf etmektedirler (Kılıç, 2012, s. 217).

Geleneksel iktisadi bakış açısından hareketle oluşturulan bu üretim biçiminin aksine; sürdürülebilir kalkınma modeli, *"ekolojik denge ile ekonomik büyümeyi birlikte ele alan, hem doğal kaynakların etkin kullanımını sağlayan ve çevresel kaliteye önem veren hem de gelecek kuşakların kendi ihtiyaçlarını karşılayabilmelerini tehlikeye"*

sokmaksızın bugünkü kuşakların ihtiyaçlarını karşılayabilen" bir modeli işaret emektedir (Alagöz, 2004, s. 7). Bu modelde, üretmek ve ekonomik değer yaratmak ticari işletmeler için tek başına yeterli değildir ve işletmeler bu faaliyetlerini yürütürlerken oluşturdukları negatif dışsallıkları yok etmek ya da en aza indirmek için çabalamalıdır (Kuşat, 2012, s. 229). Türkiye'nin Güneydoğu Anadolu bölgesine yönelik sürdürülebilir kalkınma projesi olan Güneydoğu Anadolu Projesi'nde (GAP) "insan ile doğa arasında denge kurarak doğal kaynakları tüketmeden, gelecek nesillerin ihtiyaçlarının karşılanmasına ve kalkınmasına imkan verecek şekilde bugünün ve geleceğin yaşamını ve kalkınmasını programlama anlamını taşımaktadır" (www.gap.gov.tr) ifadeleriyle yer bulan sürdürülebilir kalkınma kavramı, bir diğer tanıma göre kalkınmanın çevresel ve sosyal negatif etkilerinin hafifletilmesini sağlayan bir büyüme modelidir (Sancar, 2013, s. 73). Tanımlardan da anlaşıldığı üzere, kalkınma kavramı tek başına kullanıldığında sosyo-ekonomik bir tanımla işaret ederken, sürdürülebilirlikle yan yana geldiğinde, kalkınmanın ekonomik, sosyal ve çevresel boyutlarını da içermektedir (Terzi, 2017, s. 4).

Sürdürülebilir kalkınma modelinin kapitalist ve sosyalist sistemler içindeki konumu incelendiğinde, iki sistemin de daima büyüme odaklı olması ve çevre açısından farklılık göstermemesi dolayısıyla, sürdürülebilir kalkınmanın bu sistemler içinde benzer konumda olduğu görülmektedir. Çünkü her iki sistem de çevre koruması açısından gerekli özeni göstermediği için, sistemlerin sürdürülebilir kalkınma modeline uyumlu hale getirilmesi oldukça güçtür. Aynı zamanda, büyüme sürecinde doğadaki canlı yaşamını sağlayacak organizasyonu ve büyümenin doğa açısından başlangıç ve bitiş sınırları sorularına cevap verememektedirler. Sonuç olarak bu sistemler, büyüme ve doğayı kontrol etme çabası açısından ortak noktada buluşmaktadırlar (Kılıç, 2012, s. 211).

Sürdürülebilir kalkınma modelinin hedeflerinin sağlanması için, rekabet ilkelerine, serbest pazar ve hizmet piyasası temeline dayanan ve içinde bulunduğumuz mevcut yapıyı ifade eden sosyal piyasa ekonomisi içinde kalması gerektiği öne sürülmektedir. Ancak, Kılıç'a göre buradaki en önemli soru, sürdürülebilir kalkınma modeli ve piyasa ekonomisi sisteminden hangisinin diğerini şekillendirdiğidir. Ayrıca, yazar sosyal piyasa ekonomisi içinde kalan sürdürülebilir kalkınmanın

ekolojik dengenin korunmasında ne kadar etkili olabileceğine ise kuşkuyla yaklaşmaktadır (Kılıç, 2012, s. 206). Ayrıca model, kimi otoritelerce reformcu bir olguyu işaret ederken, kimilerine göre ise ekonomik büyümenin önünde bir engel olarak görülmektedir. Aynı şekilde, bazı ekonomistleri olduğu gibi, bir takım çevrecileri de tatmin etmeye yetmemiştir. Onlara göre, sürdürülebilir kalkınma aslında çevrenin korunmasını sağlamamakta ve oyalayıcı bir model niteliği taşımaktadır (Kılıç, 2012, s. 208).

Özetlemek gerekirse; sürdürülebilir kalkınmanın ana hattı, çevre ve kalkınmanın birbiriyle çatışmadığı, birbirini beslediği ve dengeli şekilde ilerlediği bir kavramı işaret etmektedir (Engin & Akgöz, 2013, s. 88). Artan çevre sorunları, salt büyüme odaklı stratejilerin toplumların refah düzeyini arttırmadığını, çevre ve çevreden etkilenen tüm canlılar korunduğu takdirde ekonomik büyümenin anlam kazandığını göstermektedir (Kılıç, 2012, s. 210).

1.3. Sürdürülebilirliğin gelişim süreci

20. yüzyıl tüm dünyada demokratikleşme eğimlerinde artışın gözlemlendiği, insan haklarının gelişim gösterdiği, bireysel değerlerin arttığı bir dönemin başlangıcı olmuştur. Bireylerin çalışma hayatlarında ücret ve iş güvenliği gibi konularda talepleri artmış, işletmelere karşı sosyal beklentileri de gündeme gelmiştir. Toplumun işletmelerden daha fazla sosyal sorumluluk talep etmelerinin altında yatan başlıca etmenler; hükümetlerin yetersiz kalması, sivil toplum örgütlerinin artan faaliyetleri, teknoloji ve iletişim sistemlerindeki gelişmeler, küreselleşme ve modernleşme sürecinin olumsuz sonuçları olarak sıralanabilir (Aydınalp, 2013, s. 46, 47).

Sanayileşme süreciyle beraber gelen çevresel tahribatlarla birlikte, ekonomik kalkınmak ve çevresel değerleri korumak arasında ikilemde kalınması, sürdürülebilir kalkınma kavramının gelişmesine zemin hazırlamıştır. Yakın döneme kadar, çevresel tahribatı önlemek adına oluşturulan yasalar ve düzenlemeler, tahribatın olduğu coğrafyada sınırlı kalmadığının fark edilmesi üzerine, ulusal düzeyden uluslararası düzeye kaymıştır. Gelecek kuşakların ihtiyaçlarını karşılayabilme haklarını tehlikeye atmamak adına, çevreyle entegre edilmiş bir kalkınma stratejisi olan sürdürülebilir

bir kalkınmanın geliştirilmesi gerektiği büyük ölçüde benimsenmiş ve 1970li yıllardan itibaren aktif olarak, yasalara ve eylem planlarına dahil edilmiştir (Baykal & Baykal, 2008, s. 13).

İşletmelerin faaliyetlerini sürdürürlerken; doğurdukları çevresel, ekonomik ve sosyal olumsuzluklar başta Birleşmiş Milletler (BM) olmak üzere, birçok uluslararası organizasyonun gündemi arasında yer almıştır. Çözüm arayışlarıyla birlikte sürdürülebilirlik kavramı, ilk kez 1972 yılındaki Stokholm'de gerçekleştirilen "BM İnsan Çevresi Konferansı"nda (United Nations Conference on Human Environment) dile getirilmiştir (Yükçü & Kaplanoğlu, Sürdürülebilir Kalkınmada Finansal Olmayan Raporlamanın Önemi, 2018, s. 65). Yine aynı yıl, Roma Kulübü tarafından "Büyümenin Sınırları" adlı, modern üretim teknolojileriyle yaşanabilecek sorunların tahmin edilmesine yönelik bir programı içeren rapor yayınlanmıştır ve raporda geçen sürdürülebilirlik kavramı, programdan daha çok tartışma yaratmıştır (Aksoy, 2013, s. 11).

1987 yılında Gro Harlem Brundtland başkanlığında hazırlanan "Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu: Ortak Geleceğimiz" (WCED-World Commission on Environment and Development: Our Common Future) adlı raporda, sürdürülebilirliğin ticari organizasyonlar boyutu olan sürdürülebilir kalkınma kavramı, resmi olarak literatüre girmiştir (Yüksel, Kayalı, & Kayalı, 2018, s. 111). Raporda, sürdürülebilir kalkınma kavramı, neo-klasik iktisadi bakış açısının aksine geleceğin de sorumluluğunu alarak *"gelecek nesillerin kendi ihtiyaçlarını karşılayabilme yeteneğini ortadan kaldırmaksızın şimdiki neslin ihtiyaçlarının karşılanması"* şeklinde açıklanmıştır (www.sustainabledevelopment2015.org, 1987).

1992 yılında, 172 hükümetin, çok sayıda temsilcinin ve 2.400 sivil toplum kuruluşunun katılımıyla, Rio'da "BM Çevre ve Kalkınma Konferansı" (United Nations Conference on Environment and Development) gerçekleştirilmiştir (Borsa İstanbul, 2014, s. 14). 5 önemli uluslar arası bildirgenin kabul edildiği konferansta, "Gündem 21" (Agenda 21) sözleşmesi, politikacılara gelişme ve çevre konusunda büyük sorumluluklar düştüğünü belirtmesi itibariyle oldukça dikkat çekici niteliktedir. Konferansta sürdürülebilir gelişme kavramı üzerinde durulmuş, bu sürdürülebilir gelişme sürecini hükümetlerin, tüm kurum ve kuruluşların

benimsemesi sağlanmıştır (Tokgöz & Önce, 2009, s. 260). Rio konferansından 5 yıl sonra, 1997'de New York'da "Rio +5 Forumu" düzenlenmiş ve 1992 yılında yapılan konferanstaki ilkelerin uygulamaya geçişini sağlamak amaçlanmıştır (Aksoy, 2013, s. 12).

1997 yılında, sürdürülebilir kalkınmaya katkıda bulunmak amacıyla, "Küresel Raporlama Girişimi" (GRI - Global Reporting Initiative) tarafından "Sürdürülebilirlik Raporlaması Rehberi" yayınlanmıştır (Borsa İstanbul, 2014, s. 13). İşletmelerin ekonomik, sosyal ve çevresel etkilerinin değerlendirildiği bu raporlar, GRI tarafından onaylanarak, uluslararası düzeyde yayınlanmaktadır. Paydaşların kararlarını etkilemede önemli bir yere sahip olan bu raporların amacı; işletmelerin performanslarını sürdürülebilir düzeyde devam ettirebilmelerine katkı sağlamaktır (GRI Raporlama).

Aynı yıl, sürdürülebilir ve daha yaşanabilir bir dünya amacıyla, iklim değişikliği etkisiyle sera etkisi oluşturan gazların emilimini azaltmak için, 178 ülkenin katılımıyla imzalanan "Kyoto Protokolü" gerçekteşirilmıştir. Uluslararası bir nitelik taşıyan bu anlaşma, sanayileşmiş ülkelerin 1990'daki gaz salım oranlarını, 2008-2012 yılları arasında %5 oranında azaltacakları taahhüdüne dayanmaktadır. Bu sayede sera gazı yoğunluğunun, iklime tehlike oluşturmayacak düzeyde, dengede kalması amaçlanmıştır (Bianet, 2005).

1999 yılında, Davos'ta, "Dünya Ekonomik Forumu"nda, (World Economic Forum) 2015 yılına kadar gerçekteşirilmesi planlanan "Binyıl Kalkınma Hedefleri" doğrultusunda, küresel ekonominin sürdürülebilirliğini oluşturmak amaçlı, BM genel sekreteri Kofi Annan, iş dünyası liderlerine küresel yatırımlar yapma çağrısında bulunmuştur. "Küresel İlkeler Sözleşmesi" (Global Compact) olarak adlandırılan bu çağrı, 2000 yılında resmi nitelik kazanmıştır (İstanbul Bilgi Üniversitesi). Tamamen gönüllülük esasına dayanan ve vizyonunu, "*sürdürülebilir ve kapsamlı küresel ekonomi*" olarak tanımlayan bu sözleşme, özel sektör işletmelerini, sözleşmenin 10 temel ilkesini benimsemeye ve başta BM Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri olmak üzere, daha geniş kapsamlı faaliyetleri desteklemeye çağırmaktadır (www.unglobalcompact.org).

2002 yılında, Johannesburg'da "Dünya Sürdürülebilir Kalkınma Zirvesi"nde (World Summit on Sustainable Development) "Rio Bildirgesi" ve "Rio +5 Forumu"nda tartışılan konuların, o güne dek hangi ölçüde uygulandığı ve ortaya çıkan sorunlarla nasıl baş edilmesi gerektiği ele alınmıştır. Bu konferansa özel sektör temsilcilerinin de katılması, konferansın dikkat çekici yönlerindendir (Aksoy, 2013, s. 12). Ayrıca, konferansta "Gündem 21"nin 27 ilkesi geliştirilerek, dünyayı daha yaşanabilir hale getirmek amaçlı işletmelere bir çok görev atfedilmiştir (Tokgöz & Önce, 2009, s. 261).

2005 yılında, dönemin BM genel sekreteri Kofi Annan'ın çağrısıyla, dünyanın en büyük 20 kurumsal yatırımcısı tarafından, "Sorumlu Yatırım İlkeleri" (PRI- Principles for Responsible Investment) geliştirilmiş ve 2006 yılında New York borsasında duyurulmuştur. Gönüllülük esasına dayanan ve katı kurallara dayatmayan ilkeler, yatırımcıların çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim konularını değerlendirebilmeleri amaçlı içerik bir sunmaktadır (Global Compact Türkiye, 2013).

2009 yılında, "Küresel İlkeler Sözleşmesi" ve "Sorumlu Yatırım İlkeleri" tarafından, borsaların, işletmelerin sürdürülebilirlik performanslarıyla ilgili açıklama yapılmasını teşvik edici bir hüküm içermesi konusunda çağrıda bulunması, "Sürdürülebilir Borsalar Girişimi"ne (Sustainable Stock Exchanges Initiative) ilham vermiştir. BM destekli olan bu girişim, misyonunu, borsaların kapasitesini geliştirerek, çevresel, sosyal ve yönetim konularında kurumsal performansı arttırmak olarak tanımlamaktadır (Sustainable Stock Exchanges Initiative (SSE)).

2012 yılında Rio konferanslarının devamı niteliğinde olan ve ilk konferansın 20. yıl dönümünde gerçekleştirilen "BM Sürdürülebilir Kalkınma Konferansı", bir diğer adıyla "Rio +20 Zirvesi", sürdürülebilir kalkınma hedeflerinin günümüz sorunlarına ve şartlarına uyarlanmış hali olan "yeşil büyüme" hedefinin uluslararası bir platformda tanımlanması amaçlanmıştır. Sürdürülebilirlik konusundaki kararlılığın vurgulandığı ve günümüzdeki sürdürülebilirliğin önündeki tehditlerin tarif edildiği zirve sonucunda, "İstedğimiz Gelecek" (The Future We Want) isimli metin son halini almak üzere, tüm katılımcı ülkeler tarafından müzakere edilmiştir (T.C. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı, 2012).

2013 yılında Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (IIRC - International Integrated Reporting Council), tarafından "Uluslararası Entegre Raporlama Çerçevesi"ni (International Integrated Reporting) yayınlanmıştır. Kendisini *"düzenleyici kurumlar, yatırımcılar, işletmeler, standart belirleme otoriteleri, muhasebe uzmanları ve sivil toplum kuruluşları tarafından kurulmuş küresel bir koalisyon"* olarak tanımlayan konsey, bu raporu yayınlamaktaki amacını, kurumsal raporlama sürecinin gelişiminde değer yaratmak ve bu alanda geleceğe yönelik bir temel oluşturmak olarak belirtmiştir (Integrated Reporting (IR)).

2020 sonrası iklim değişikliği tahminlerine göre oluşturulan Paris Anlaşması 2015 yılında kabul edilmiş, küresel sera gazı salımlarının %55ini oluşturan tarafların anlaşmayı onaylamasıyla 2016 yılında yürürlüğe girmiştir. Diğer anlaşmalara göre en ayırt edici özelliği, iklim değişikliğiyle mücadelede gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülkeleri kapsaması ve tüm ülkelerin *"ortak fakat farklılaştırılmış sorumluluklar ve göreceli kabiliyetler"* ilkesine dayanmasıdır. Anlaşma, 2020 sonrası iklim değişikliğine karşı, küresel sosyo-ekonomik sürecin güçlendirilmesini hedeflemektedir (T.C. Dış İşleri Bakanlığı).

Sürdürülebilirlik, farklı alanlarda, farklı şekillerde tanımlanmış olsa da, temeli itibariyle, nesiller arası adaletin sağlanması ve ekolojik sistemin korunmasını hedeflemekte ve çalışmalar bu yönde yapılmaktadır. Düzenlenen çalışmalara bakıldığında ise, öne çıkan ortak noktalar şu şekildedir (Aksoy, 2013, s. 13);

- Sürdürülebilirlik çalışmaları sadece çevreye değil, beşeri ihtiyaçlara da hitap etmelidir.
- Her nesil, kendisinden önceki neslin bıraktığı mirası koruyabilmeli ve sonraki nesle olabildiğince adil şekilde teslim etmelidir.
- Sürdürülebilirlik ekonomik, çevresel ve sosyal kalkınma temelleri üzerine kuruludur ve bu 3 boyutun her biri eşit şekilde değerlendirilmelidir.

1.4. İşletmeler için sürdürülebilirlik tanımlaması

Modernleşme sürecinin gelir dağılımındaki adaletsizlik, yoksulluk, sağlık sorunları, teknolojik riskler, insan hakları ihlalleri ve çevre felaketleri gibi olumsuz sonuçları 21. yüzyılın en büyük tartışma konusunu doğurmuştur. Günümüzün en önemli konuları bu sorunlara çözüm arayışıyken, işletmelerin kısa vadeli ve salt karlılık odaklı çalışma prensibine sahip olmaları büyük tepkilere yol açmaktadır. Özellikle yaşanan son küresel kriz (2008 krizi) yaşadığımız dünyada oluşan herhangi bir riskin bölgesel olmadığını, geniş bir etki alanı yaratabildiğini göstermiştir. Bu nedenle ekonomik anlamda gelişmenin sağlanabilmesi için daha bütünlükçü, adil, şeffaf ve yarını göz önünde bulundurarak, sosyal ve çevresel faaliyetleri dikkate alan bir yönetim anlayışı ihtiyacını doğurmuş ve bu nedenle işletmeler açısından sürdürülebilir bir yaklaşım kaçınılmaz olmuştur (Tokgöz & Önce, 2009, s. 250).

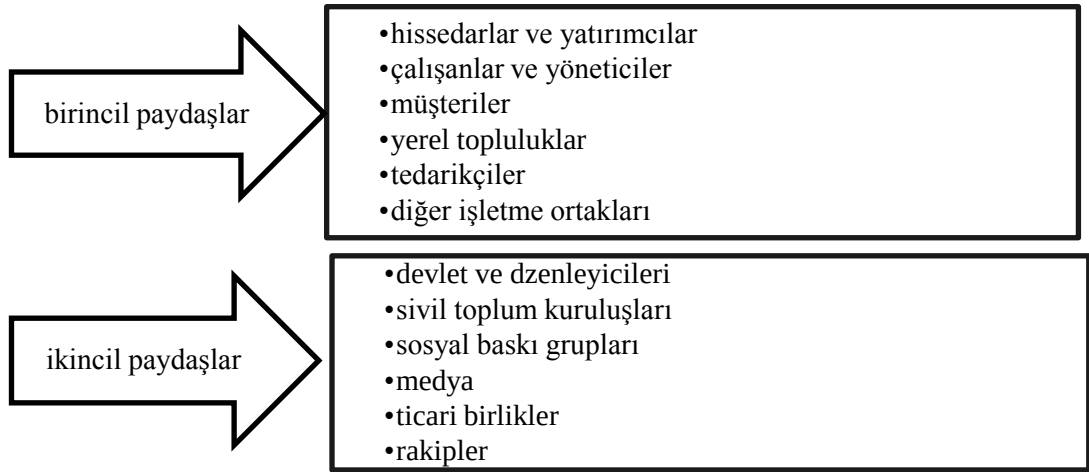
1960'lı ve 1970'li yıllarda gelişmeye başlayan sanayileşmeyle birlikte, doğal kaynakların tüketilme endişesi sürdürülebilirlik kavramının ana hattını oluşturmakta ve doğal kaynakların uzun yıllar kullanılabilmesi amacıyla, başlangıcı tahminen 19. yüzyıla dayanan bir olguyu işaret etmektedir. Dolayısıyla kavram olarak yeni olmayan bu olgu, mevcut yönetim stratejilerine dahil edilmesi ve bir alternatif olarak değerlendirilmesiyle yakın geçmişte gündeme gelmiştir. Bir yönetim stratejisi olarak sürdürülebilirlik, bir işletmenin uzun dönemli performansı sonucunda yaratılanın refah mı, yoksa kendisi ve çevresi açısından tahribat mı olduğunun değerlendirilmesi açısından anlam taşımaktadır (Tokgöz & Önce, 2009, s. 251).

Sürdürülebilir kalkınma modelinin temelini oluşturan kurumsal yönetim, kurumsal sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk kavramları gerek tanımları gerekse Türkiye'deki gelişim süreçleri bakımından anlamca birbiriyle iç içe geçmiş olması nedeniyle, bu kavramların tanımlamalarını yapmak, çalışmanın daha iyi anlaşılabilmesi adına etkili olacaktır.

Kurumsal yönetim; adillik, şeffaflık ve hesap verilebilirlik çerçevesinde *"işletme yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve işletme ile ilgili diğer kesimler arasındaki ilişkiler bütünü"* ifade eden yönetim şeklidir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2014, s. 5). Dünya çapında ortaya çıkan yolsuzluklarla, yasalarda kendine yer bulan kurumsal yönetim, işletme yönetiminin pay sahiplerini tatmin edici faaliyetlerde bulunmasını

işaret etmekte, bu faaliyetleri tanımlamakta ve denetlemektedir (Göçenoğlu & Girgin, 2005, s. 73, 74). Ararat ve Eroğlu'na göre kurumsal yönetim kurallarının temel amacı, dış finansman sağlayıcılara yatırımların en doğru alanlara aktarım yapılarak kullanıldığı konusunda güven vermek, bu sayede dış finansmana erişimi kolaylaştırmak ve ekonomik kalkınma sürecine katkıda bulunmaktır (Ararat & Eroğlu, 2017, s. 3).

Sürdürülebilir kalkınma kavramının işletmeler düzeyine indirgenmiş boyutunu temsil eden kurumsal sürdürülebilirlik (Engin & Akgöz, 2013, s. 88) ise, uzun vadeli üretim yapabilmeleri amacıyla, işletmelerin ekonomik, sosyal ve çevresel faaliyetlerinin, bu faaliyetlere bağlı risklerin, kurumsal yönetim ilkeleri temelinde yönetilmesini esas almaktadır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2014, s. 5). Çünkü günümüzde işletmelerin salt finansal başarıları yeterli bulunmamakta, aynı zamanda çevreye ve insana duyarlı, iyi kurumsal yönetim uygulamalarını ilke edinen kuruluşlar olmaları beklenmektedir. Bu küresel dönüşüm süreciyle birlikte, sürdürülebilirlik kavramı işletmelerin gündemlerinde yer tutmakta, kısa vadeli, yalnızca kar amaçlı planlamaların sürdürülemez olduğu ve bu tür yönelimlerin toplumsal tepkilere yol açacağı bilinmektedir. Bu nedenlerden dolayı işletmeler *"ekonomik, çevresel, sosyal ve kurumsal yönetime ilişkin faktörlerin bir bütün olarak işletme idaresinde gözetilmesi ve bu faktörlere bağlı risklerin ve fırsatların etkin bir biçimde yönetilmesi"* olarak tanımlanan kurumsal sürdürülebilirlik yaklaşımını benimsemelidir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2014, s. 1).



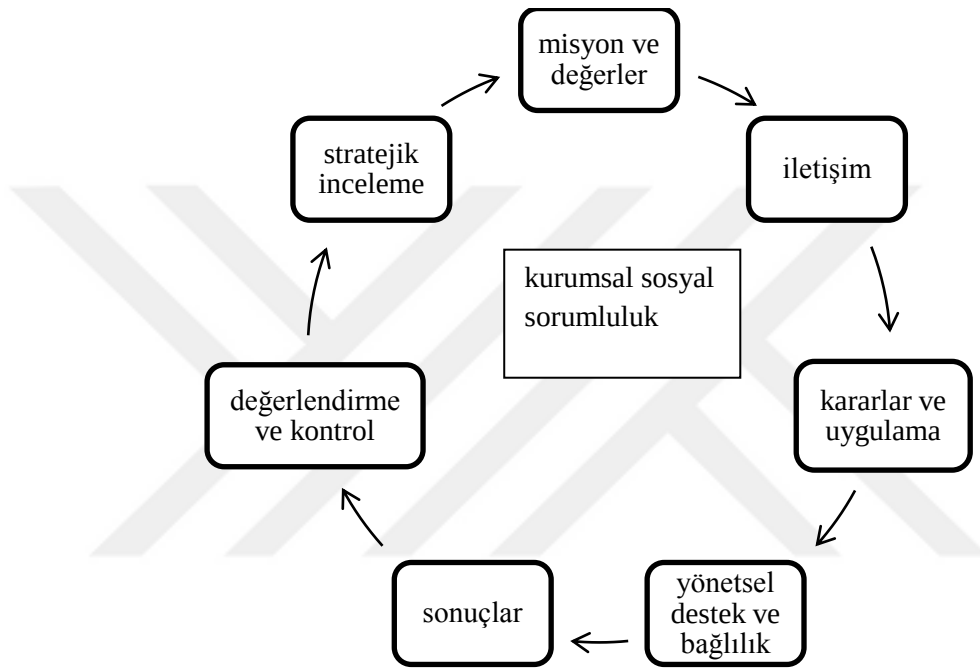
Kaynak: (Uzunoğlu & Öksüz, 2010, s. 168)

Şekil 2.Paydaş sınıflandırması

Kurumsal sosyal sorumluluk kavramının tanımlamasını yapmadan, sürdürülebilirlik sürecinin gelişmesine katkıda bulunan paydaş bileşeninin açıklamasını yapmak yararlı olacaktır. İlk kez 1984 yılında Freeman tarafından yazılan "Strategic Management: A Stakeholder Approach" adlı kitapta tanımlaması yapılan kavram, işletme amaçlarını olumlu ya da olumsuz etkileyen tüm birey ve grupları işaret etmektedir. Paydaşlar, çıkarları işletmeyle doğrudan ilişkili olan birincil paydaşlar ve işletmeyi dolaylı olarak etkileyen ya da işletmeden dolaylı olarak etkilenen ikincil paydaşlar olarak gruplandırılabilir (Uzunoğlu & Öksüz, 2010, s. 168).

Avrupa Birliği Komisyonu'nun 2001 yılında hazırladığı "Green Paper" adlı raporda, *"işletmelerin sosyal ve çevresel kaygılarını ekonomik performanslarıyla bütünleştirdikleri ve paydaşlarıyla gönüllü etkileşimlerini ifade eden kavram"* (Commission of The European Communities, 2001, s. 6) olarak tanımlanan kurumsal sosyal sorumluluk, işletmelerin faaliyetlerinin paydaşlarına karşı, ekonomik, sosyal ve çevresel etkilerini ölçebilmelerini sağlayan, yaratılan olumsuzlukları azaltmayı ve işletmeyi toplumla birlikte geliştirmeyi amaçlayan ilkeler bütünüdür (Göçenoğlu & Girgin, 2005, s. 73, 74). Kurumsal sürdürülebilirliğin parametrelerinden olan kavram, *"bir işletmenin davranış biçiminden etkilenen veya davranış biçimini"*

etkileme kapasitesine sahip tüm taraflar"ı (Sermaye Piyasası Kurulu, 2014, s. 9) işaret eden paydaşlık tanımından hareketle, tüm paydaşların istek ve çıkarlarını göz önünde bulundurmayı gerektirmektedir. Ayrıca bir kurumun paydaşları tarafından kabul görmesi için, toplum ve çevre sorunlarına duyarlı olması ve bu sorunlara çözüm üretme çabası içinde olması beklenmektedir (Engin & Akgöz, 2013, s. 91).



Kaynak:(Uzunoğlu & Öksüz, 2010, s. 168)

Şekil 3.Kurumsal sosyal sorumluluk döngüsü

Geleneksel kalkınma anlayışının esas aldığı neo-klasik teorelin ekonomik yaklaşımıyla paralel olarak işletmeler, diğer paydaşlarını göz ardı ederek kendilerini yalnızca hissedarlara karşı sorumlu görmekte, kar ve büyüme odaklı stratejileri benimsemekteydiler. Bu durumda sürdürülebilirliğin esas ilgi alanına giren bir çok konu dışsal olarak algılanmakta ve yalnızca hükümetlerin sorumluluğunda olan olgular olarak değerlendirilmekteydi (Tokgöz & Önce, 2009, s. 251).

Örneğin, Sermaye Piyasası Kurulunun (SPK) 2009 yılında kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarına dair hazırladığı rapora göre, kurumsal sosyal sorumluluk

uygulamalarına sahip işletmelerin çalışanları, işletmelerine karşı yüksek sadakat duygusuna sahiptir ve bu da çalışanların daha yüksek motivasyona sahip olmalarını sağlamaktadır. Aynı zamanda bu durum, işletme çalışanı olma potansiyeli taşıyan bireyler için de işletmeyi daha cazip kılmaktadır. Dolayısıyla bu tür işletmeler, daha kaliteli hizmet ve üretim sunarak, piyasadaki rekabet güçlerini arttırabilmektedirler. Yine aynı rapora göre, kurumsal sosyal sorumluluğa dair çalışmalar işletmelerin risklerini azalttığı için yatırımcıya daha fazla güven vermekte ve yatırım getirilerini arttırmaktadır. Bu sayede işletmenin piyasa değeri de yükseldiği için, sürdürülebilirlik çalışmaları ve finansal performans arasındaki olumlu bağlantıyı da işaret etmektedir. Örneğin 2004 yılında Oekom Araştırma tarafından, 602 işletme üzerinden yapılan araştırma çalışmasına göre, Ocak-2000 ve Ekim-2003 dönemlerinde kurumsal sosyal sorumluluk performansları en yüksek 186 işletmenin, diğer işletmelere oranlara %23,4 oranında finansal performanslarının daha iyi olduğu belirlenmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2009, s. 6).

Sürdürülebilirlik yaklaşımını benimseyen işletmelerin tüketicilerine ve çalışanlarına karşı marka değerini ve itibarını yükseltmelerinin yanı sıra, bu işletmeler hammadde tasarrufuyla maliyetlerini düşürmekte, karlılıklarını arttırmaktadırlar. Sürdürülebilirlik uygulamalarının gün geçtikçe öneminin artmasıyla birlikte "sürdürülebilir finans" yaklaşımı da işletmeler tarafından benimsenmeye başlanmıştır. Bu sayede işletmeler daha kolay fon bulabilmekte ve bu fonları daha karlı alanlara yönlendirebilmektedirler. Aynı zamanda bu uygulamalar, işletmelerin çevresel ve ekonomik değişiklikler gibi riskleri etkin şekilde yönetebilmelerini, böylece olumsuz koşullara daha hızlı ayak uydurabilmelerini sağlamaktadır. Sonuç olarak; marka değeri yüksek, iyi finansal yapıya sahip ve risk yönetimini etkin şekilde yapabilen işletmeler daha uzun yıllar pazardan pay alabilmektedir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2014, s. 20).

Sürdürülebilir bir dünyanın ancak işletmelerin, hükümetlerin ve vatandaşların ortak çalışmasıyla elde edilebileceğinden hareketle, sürdürülebilir kalkınmayı tüm ülkeler için sağlayabilmek amacıyla, 2012 yılında BM tarafından 17 sürdürülebilir kalkınma hedefi belirlenmiştir. Daha iyi bir gelecek adına, dünyamızın acil çevresel, ekonomik ve sosyal sorunlarını çözmek amaçlı *"yoksulluğu bitirmeyi, eşitsizlik ve adaletsizlikle mücadele etmeyi ve gezegenimizi korumayı amaçlayan"* bu hedefler, onur kırıcı

yoksulluğu bitirmek amacıyla dünya çapında bir çağrıda bulunan "Bin Yıl Kalkınma Hedefleri"nin yerini almıştır. Bir diğer adı küresel hedefler olan "Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri", tüm insanların barış ve refah içinde yaşaması için evrensel bir seferberlik planıdır. Planda özellikle vurgulanan nokta ise, "Bin Yıl Kalkınma Hedefleri"nden devraldığı mirasa uygun olarak, geride hiç kimseyi bırakmama isteği ve tüm insanlık için sürdürülebilir bir gezegen oluşturmaktır (www.undp.org).

Kuşat'a göre, sürdürülebilir yönetim anlayışıyla elde edilen daha iyi finansal performansın, işletmelerin bu yönetim anlayışını benimsemelerindeki ilk nedendir. İşletmelerin çevresel ve toplumsal tahribata karşı kendilerini sorumlu hissetmelerinin en önemli etkeni, değişen tüketici alışkanlıklarına karşı hazırlıklı olma çabasından ve rekabet yarışında geri kalmama arzusundan kaynaklanmaktadır (Kuşat, 2012, s. 228).

İşletmeler açısından sürdürülebilirlik, tanımlanın ötesinde, azami düzeyde kar elde edebilmek amacıyla, kaynakların sürdürülebilirliğine dönüşebilmesi durumuna karşı, BM Kalkınma Komisyonu tarafından, sosyal, çevresel, kurumsal ve ekonomik temellere dayalı, 37 alt başlık içeren, "Sürdürülebilirlik Göstergeleri" oluşturulmuştur. Bu göstergelerle, sürdürülebilirlik konusunda kaydedilen mesafenin ölçümünü yapmak amaçlanmıştır. Oluşturulan bu göstergeler incelendiğinde ise, *"yaşama saygı duymak, insanın yaşam kalitesini artırmak, yeryüzündeki yaşamın çeşitliliğini korumak, yenilenemeyen kaynakların tüketimini en aza indirmek, yeryüzünün taşıma kapasitesini aşmamak, alışkanlıkları değiştirmek, herkesin kendi yöresine sahip çıkmasına olanak tanımak, kalkınma ve çevreyi bütüncül politikalar çerçevesinde ele almak"* ilkelerine vurgu yapılmak istendiği görülebilmektedir (Özmehmet, 2008, s. 1866).

Kalkınma sürecinin klasik biçimi, *"insanlığın devamı"* temeline dayandırılan sürdürülebilir kalkınma süreciyle temelden çatışarak, gelecek neslin kaynaklarının sorumsuzca harcanmasına neden olmaktadır. Bu süreçle birlikte ortaya çıkan sorunlar, genellikle ülkeler arası eşit olmayan gelişme ve yoksulluk olarak kendini göstermektedir (Baykal & Baykal, 2008, s. 11). Gelişmekte olan ülkeler, bu gibi sorunlarını gelişme süreçleri içinde çözebileceklerini öne sürerken, gelişmiş ülkeler ise, kendi ülkelerini ve geleceklerini koruyabilmek adına, sorunları yaratan sektörleri geliştirmekte olan ülkelere transfer edebilmekte ve işletmelerini bu ülkelerde

kurabilmektedirler. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler gelecekleri için "*kirlilik ithali*"ne karşı dikkatli olmak zorundadırlar (Baykal & Baykal, 2008, s. 15).

Kılıç'a göre, içinde bulunduğumuz ve tüketime dayalı ekonomik sistemler içerisinde sürdürülebilir bir ekonomik yapının yaratılabilmesi için, dünyanın taşıma kapasitesinin belirlenmesi atılması gereken en önemli adımlardandır. Küresel evre sorunlarının sürekli artış gösteriyor olması yazara göre ekolojik sınırların aşıldığının göstergesidir (Kılıç, 2012, s. 214).

Sonuç olarak; gelişmiş ve gelişmekte olan tüm ülkeler, evre sorunlarının küresel bir biçimde ve uluslar arası yaptırımlarla çözülebileceğini kabul etmelidirler. Tüm toplumlar kalkınma ve evre arasında dengeyi kurabilmeli, "*koruyarak kullanma, geliştirerek koruma*" ilkesi benimsemelidirler (Baykal & Baykal, 2008, s. 15).

1.5. Türkiye'de sürdürülebilirlik anlayışı

Türkiye'nin son 50 yıllık ekonomisi, yüksek enflasyonun yol açtığı dalgalanmalar nedeniyle uzun vadeli planlar yapabilmeye, dolayısıyla sürdürülebilir kalkınmaya elverişli olmamıştır. 1980'li yıllardan itibaren, ekonomiyi serbestleştirmek adına önemli adımlar atılmış ve bu konuda ciddi ilerleme kaydedilmiştir. Ancak gelişen bu karmaşık ekonomik süreç, beraberinde çeşitli dezavantajları da getirerek, işletmelerin, karlılıklarını koruyabilmek için sürdürülebilirlik çalışmalarını ertelemelerine neden olmuştur (Avrupa Birliği Komisyonu, 2008, s. 7).

Türkiye'de 2000'li yıllardan itibaren çeşitli belgelerde kalkınma, tarım, büyüme ve ekonomi gibi kavramlarla yan yana kullanılmaya başlanan sürdürülebilirliğin, ilk defa kalkınma sürecine dahil edilmesi, evre sorunlarının ayrı ve geniş bir bölümde incelendiği 1973-1977 dönemlerini içeren "*nc 5 Yıllık Kalkınma Planı*"na dayanmaktadır. Bir sonraki beş yıllık dönemi içeren kalkınma planında ise, bu konu bir adım daha ilerletilmiş, evre sorunlarının ortaya çıkmadan önlenebilmesi adına politikalar gündeme gelmiştir (Terzi, 2017, s. 16). Ayrıca 2872 sayılı evre Kanunu bu dönemde yayınlanmış ve kanunda sürdürülebilir kalkınma; "*bugünkü ve gelecek kuşakların, sağlıklı bir çevrede yaşamasını güvence altına alan çevresel, ekonomik*

ve sosyal hedefler arasında denge kurulması esasına dayalı kalkınma ve gelişme" olarak tanımlanmıştır (Çevre Kanunu, 1983). 1990-1994 yıllarını içeren "Altıncı 5 Yıllık Kalkınma Planı"yla, sürdürülebilir kalkınma ilk defa temel ilke olarak benimsenmeye başlanmış ve çevre politikaları ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. 2001-2005 yıllarını içeren "Sekizinci 5 Yıllık Kalkınma Planı"nı ise, çevreye ilişkin alınacak önlemlerin ekonomik rekabet gücü arttıracığını ifade etmesi dolayısıyla, bu konuda oldukça önemli bir adımdır. Kısacası, kalkınma planlarında önceleri sadece çevre kirliliğine yönelik hedefler belirleniyorken, bu süreç zamanla sürdürülebilir kalkınma anlayışıyla paralel politikalar üretilmesine evrilmiştir (Terzi, 2017, s. 19).

İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği'nin 2011 yılında hazırladığı bir rapora göre, günümüz ekonomik sisteminin en büyük riski, bir gün yaşam için gerekli olan tüm şeylerin yok olma ihtimalidir. Derneğe göre sürdürülebilirlik, *"her şeyi talep ederken, hiçbir şeysiz kaldığımız bir güne başlama olasılığı"*na karşı, başta iş dünyası olmak üzere, geniş bir kapsamda hedefler belirleyerek yaşamın devamlılığını sağlama amacıdır (İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği, 2011, s. 6). Derneğin Türkiye'deki sürdürülebilirliğin mevcut durumunun analiz edilebilmesi adına, 215 işletmeyle yaptığı 45 soruluk anket çalışmasına göre; iş dünyasında sürdürülebilirliğin anlaşılmasında ve uygulanılmasında çeşitli eksiklikler mevcuttur. Örneğin, ankete katılan işletmelerin %95i sürdürülebilirliğin çalışma şekilleriyle entegre olduğunu belirtmelerine rağmen, sürdürülebilirlik için hayati önem taşıyan çevresel konular, yine aynı işletmeler için önem sıralamasında sonlarda yer almaktadır. Verilen cevaplar, işletmelerin sürdürülebilirliğin ekonomik ve sosyal boyutlarını daha çok dikkate aldıklarını işaret etmektedir (İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği, 2011, s. 9).

Dünyadaki gelişmeler incelendiğinde başlarda gönüllülük esasına dayandırılan kurumsal yönetim ilkelerinin, zamanla bir kısmının zorunlu hale getirildiğini, işletmelerin özgürlük alanlarının bu ilkelerle gün geçtikçe daha da daraltıldığını ifade eden Ararat ve Eroğlu, Türkiye'de bu konudaki en önemli gelişmelerin kurumsal yönetime Türk Ticaret Kanunu'nda yer verilmesi, SPK'ya bu alanda kural koyma yetkisinin verilmesi ve 2012 yılında yayınlanan "Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliği" olduğunu öne sürmektedir. Kurumsal Yönetim Tebliği ve Kurumsal Yönetim İlkeleri, Türkiye'yi uluslararası

standartlara yaklaştırmış ve şşletmelerin zorunlu hşkşmleri yerine getirmesi sağlanmıştır. Zorunlu olmayan hşkşmler için ise, şşletmeler "Kurumsal Uyum Raporu" yayınlarken, bu hşkşmlere uyulmadıysa, uyulmama sebeplerini açıklamak zorunda bırakılmışlardır (Ararat & Eroğlu, 2017, s. 5). Bu uygulamayla şşletmelerin yaptıkları ve yapmadıkları faaliyetler konusunda şeffaf hale getirilmesi hedeflenmiştir (Engin & Akgşz, 2013, s. 91).

şşletmelerin içinde bulunduğu topluma karşı sorumlu olması gerektiği ifadesiyle sşrdşrşlebilirliğin en önemli parçası olan kurumsal sosyal sorumluluk (Engin & Akgşz, 2013, s. 90), batılı şlkelerde Enron, Nike, Shell gibi bşyşk şşletmelerin skandalları sonrası toplumun baskısıyla gşndeme gelmiş ve özel sektşrşn ilgi alanına girmiştir. Tşrkiye'deki sşre ise, toplum baskısı olmaksızın, şşletmelerin sşrdşrşlebilir yönetim ilkelerini kendi iradeleriyle uygulamasıyla başlamıştır. Van Het Hof'a göre bu sıra dışı durumun en önemli sebebi, şlkemizde sivil toplum rgştlerinin zayıflığıdır (Van Het Hof, 2009, s. 155).

UNDP'nin 2007 yılında yayınladığı araştırma bu grşşş destekler nitelikte, Tşrkiye'de sivil toplum rgştlerinin finansal olarak bağımsız olmadıklarını, şşletmelere ve devlete bağımlı olduklarını belirtmektedir. Dolayısıyla sivil toplum rgştleri, toplumsal taleplerin szcşsş olamamakta ve ilgili kurumları kurumsal sosyal sorumluluk ilkelerine yönlendirmekte yetersiz kalmaktadır (Van Het Hof, 2009, s. 155). Özellikle uluslar arası etkinlik gösteren şşletmeler, faaliyet gösterdikleri gelişmekte olan şlkelerde sivil toplum rgştlerinin çeşitli tepkileriyle karşılaşabilmekte ve dolayısıyla kurumsal sosyal sorumluluk çerçevesinde faaliyet göstermeye itilmektedirler. Fakat Tşrkiye'de sivil toplum rgştleri halen daha gelişme aşmasındadır ve şşletmeler bu kuruluşların baskısından uzaktır (Gcenoğlu & Girgin, 2005, s. 75).

şşletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerini kendi rızalarıyla uygulamalarının nedenlerinin başında, Tşrkiye ekonomisinin sık sık dalgalanmalar yaşaması gelmektedir. şşletmelerin geleceklerini planlayabilme ve krizlerle başa edebilmeleri adına, Avrupa şlkeleriyle kıyaslandığında, gecikmeli de olsa, yönetim sşrelerinde bu ilkelere yer vermişlerdir (Gcenoğlu & Girgin, 2005, s. 75). Bu uygulamaların şşletmelere itibar kazandırarak, rekabet avantajı ve uluslararası

piyasalarda tercih önceliği sağlaması gibi sonuçları, Türkiye işletmelerinin sivil toplum kuruluşlarından ve menfaat sahiplerinden baskı olmaksızın bu faaliyetleri uygulamaya başlamasına zemin hazırlamıştır. Özellikle 2000 yılından sonra yaşanan krizler, işletmeleri daha verimli ve düşük maliyetli çalışma prensiplerine itmiştir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2005, s. 26).

Kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarına iş çevrelerinin ve ekonominin öncülük etmesinin bir diğer nedeni ise Avrupa Birliği uyum sürecinde, aranılan kriterler arasında kurumsal sosyal sorumluluğun önemi bir yer işgal ediyor olmasıdır (Van Het Hof, 2009, s. 156). Bu süreç içinde ihracat, dışarıdan yatırımcı ihtiyacı ve müşteri beklentilerindeki değişim, işletmeleri yönetim anlayışlarını değiştirmeye mecbur kılmıştır (Göçenoğlu & Girgin, 2005, s. 76).

Türkiye'de kurumsal sosyal sorumluluğun uygulanma biçimine bakıldığında ise, daha çok "*özel sektör ve sivil toplum kuruluşları ve özel sektör arasındaki sponsorluk ve hayırseverlik etkinlikleri*" olarak tanımlanabilecek bir biçimle şekillendiği görülmektedir. Bu nedenle bu tür faaliyetler işletmelerin öncülüğünde, bir iş yapma stratejisi olarak algılanmakta, pazarlama ve halkla ilişkiler faaliyetleri olarak karşımıza çıkmaktadır (Göçenoğlu & Girgin, 2005, s. 75). 174 dernek ve vakıf yöneticisiyle yapılan anket çalışmasında, söz konusu kuruluşların işletmelerle gerçekleştirdiği projelerde tekliflerin %54,7'sinin işletmelerden geldiği belirtilmiştir. Çalışma, olması gerekenin aksine, kurumsal sosyal sorumluluk projelerine işletmelerin öncülük ettiğini teyit etmektedir (Van Het Hof, 2009, s. 155). 2005 yılında Türkiye'deki 10 işletmenin kurumsal sosyal sorumluluk anlayışlarını değerlendirmek amacıyla yapılan çalışmaya göre ise, işletmeler kurumsal sosyal sorumlulukları yerine getirilmesi gereken zorunluluklar ya da sivil toplum kuruluşlarıyla yapılan faaliyetler olarak görmektedir. Eğitim, çevre, kültür-sanat alanlarında gerçekleştirilen sponsorluk çalışmalarını içeren bu faaliyetler, uluslar arası platformlarda kabul gören kurumsal sosyal sorumluluk konularının çok dışında kalmaktadır (Özdemir, 2005, s. 7). 2007 yılında 112 işletme üzerinden, Van Het Hof ve Atabek tarafından yapılan bir araştırmayla benzer bir sonuç elde edilerek, işletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinde bulunmalarının en temel 2 nedeninin; marka imajı ve sürdürülebilir karlılık olduğu tespit edilmiştir. Bu nedenle işletmeler daha çok kampanyalarını büyük şehirlerde, gençleri hedef alarak

gerçekleştirmekte ve eğitim ve sağlık alanlarına yönelmektedirler (Atabek & Van Het Hof, 2008, s. 30). Bunun yanı sıra, Türkiye'de sürdürülebilirlik konusu genellikle hayırseverlik boyutunda tutulmaktadır. Örneğin, yaptığı üretimlerle çevre kirliliğine neden olan bir işletmenin, buna karşılık ağaç dikmesi çevre açısından faydalıdır. Ancak üretim sırasında çevreyi kirletmeyecek önlemler alması daha faydalı ve sürdürülebilirdir (Sermaye Piyasası Kurulu, 2014, s. 5).

Avrupa Komisyonu'nun hazırladığı Eylül 2016 - Şubat 2018 dönemini kapsayan, 2018 Türkiye İlerleme Raporu, çevre ve iklim değişikliğiyle ilgili Türkiye'yi "*belirli düzeyde hazırlıklı*" olarak nitelendirmiştir. Kimyasallarla ilgili alanlar dışında, genel olarak hiç ilerleme kaydedilmediğini ifade eden raporda, atık yönetimi ve endüstriyel kirlenmeyle ilgili uygulamalar zayıf bulunmuştur. Raporda; daha kapsamlı ve planlı, çevre ve iklim politikaları tavsiyesinde bulunulmuş, Türkiye'nin stratejik planlamaya, büyük yatırımlara ve artan idari kapasiteye ihtiyaç duyduğu ifade edilmiş ve 2016 yılı raporundaki tavsiyeler tekrarlanmıştır (Avrupa Komisyonu, 2018, s. 91).

İstanbul Bilgi Üniversitesi ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneğinin 2006 yılında birlikte oluşturdukları raporda; Türkiye'nin yönetim kültüründe iyi kurumsal yönetim sürecini olumsuz etkileyen faktörler; "*aracı olma ve kısa vadeli, babacan yönetim ve aile işletmeleri, devlete atfedilen geleneksel rolü değiştirme yetersizliği, girişimde tembellik ve kurumsal yönetim uygulamaları ve kurallarının yanlış anlaşılması*" şekline sıralanmıştır (Koçer, et al., 2006, s. 9).

Yapılan çalışmalardan da görüldüğü gibi, Türkiye'de sürdürülebilirlik konusunda yanlış tanımlamalar, dolayısıyla yanlış uygulamalar mevcuttur. Çalışmaların daha etkin şekilde hayata geçirilmesi için, tanımlamaların, hedeflerin ve çıktıların geniş bir şekilde tartışılması gerekmektedir (Avrupa Birliği Komisyonu, 2008, s. 3).

Küresel İlkeler Sözleşmesi 2013-2016 dönemi Türkiye temsilcisi Yılmaz Argüden'in sürdürülebilir bir yönetim alanında Türkiye işletmeleri için tavsiyesi, dünyadaki son trendleri sadece takip etmekle kalmayıp, trendlere yön de vermeleri gerektiğidir. Sosyal sorumluluk anlamındaki Türkiye'deki en iyi uygulamaları dünyaya duyurmalı, dünya standartlarını sağlamak adına işletmeler üstlerine düşen sorumlulukları almalıdırlar (Caymaz, Soran, & Erenel, 2014). Sürdürülebilirliğin kurumlar için uzun vadeli bir oluşum olduğunu vurgulayan Argüden, işletmelerin

uzun dönemli planlarına sürdürülebilirliğin eklenmesi gerektiğini ve yönetim kurullarının temel sorumluluklarının "*sürdürülebilirlik vizyonu oluşturmak, sürdürülebilir bir yönetim kurulu olmak ve sürdürülebilirliğin kurum içinde yerleştirilmesini sağlamak*" olduğunu ifade etmektedir (Argüden, 2015, s. 26).

1.6. Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi (BISTSE)

Borsa İstanbul ve Londra merkezli bağımsız araştırma işletmesi olan Ethical Investment Research Services Limited (EIRIS) arasında 2013 yılının Ekim ayında yapılan anlaşmayla, işletmelerin sürdürülebilirlik endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. İşletmelerin çevresel, sosyal ve yönetim konularındaki sürdürülebilirlik uygulamalarını arttırmayı ve teşvik etmeyi amaçlayan bu girişimle birlikte, Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören işletmeler içinde sürdürülebilirlik performansları en üst seviyede yer alan işletmelerden oluşan, Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi (BISTSE) oluşturulmuştur. İlk etapta çeşitli çalışmalar sonucunda belirlenen kriterlere sahip BIST30 işletmeleri değerlemeye tabi tutulurken, ilerleyen süreçte önce BIST50, sonra BIST100 işletmeleri de değerlemeye dahil edilmiştir. Ancak, BIST50 işletmeleri doğrudan değerlemeye tabi tutulurken, BIST50'de yer almayan BIST100 işletmeleri için gönüllülük esas alınmaktadır. Değerleme süreci çevre, biyo çeşitlilik, iklim değişikliği, insan hakları, tedarik zinciri, işletme yönetim kurulunun yapısı, rüşvet, sağlık ve güvenlik kriterleri doğrultusunda, sadece kamuya açık bilgiler kullanılarak yapılmaktadır (Borsa İstanbul, 2014, s. 43, 44).

BISTSE, işletmelere sürdürülebilirlik ve kurumsal yönetim performanslarını diğer işletmelerle karşılaştırma imkanı sunarken, yatırımcılara bu ilkelerine sahip işletmeleri diğerlerinden ayırt edebilme imkanı vermektedir (Endeks ve Veri Direktörlüğü, 2017, s. 1). 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren XUSR koduyla hesaplanmaya başlayan endeksin, başlangıç değeri BIST30 fiyat endeksinin 03.11.2014 tarihli ikinci seans kapanış değeri olan 98.020,09'dur. Her yıl Ekim - Kasım dönemini içeren 1 endeks dönemini bulunan BISTSE'ye ilgi ve dahil olan işletme sayısı her geçen yıl artmaktadır (Borsa İstanbul).

Endeks; günümüz dünyasının en büyük sorunlarından olan küresel ısınma, susuzluk, insan hakları, çevresel sorunlar, sağlık, güvenlik gibi sürdürülebilirlikle ilgili konulara önem veren işletmeleri diğerlerinden ayırmakta ve işletmeler ve yatırımcılar arasında köprü görevi görmektedir. İşletmelerin bu alanlardaki tutumlarını ve faaliyetlerin ölçerek, işletmelere performanslarını yerel ve küresel boyuta karşılaştırma imkanına vermektedir. Endeks, işletmelerin kamuoyu tarafından bilinirliklerini ve itibarlarını arttırdığı için işletmeler rekabet avantajı elde ederek, daha kolay finansman bulabilmekte ve yatırımcılar tarafından öncelikli olarak tercih edilmektedirler (Borsa İstanbul).



İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL ANALİZ

Çalışmanın bu bölümünde ilk olarak finansal performans kavramının tanımlaması yapılarak, öneminden bahsedilmiştir. Daha sonra finansal analiz türleri ve finansal performans ölçme tekniklerine değinilmiştir. Çalışmanın konusu itibariyle, finansal performans ölçme tekniklerinden oran analizi, sadece çalışmada kullanılan oran çeşitleriyle birlikte ayrı bir başlık altında şekilde incelenmiştir. Çalışma için oran analizine ve bu analizde hangi oranların kullanılacağına ise literatür taramaları sonucunda karar verilmiştir.

2.1. Finansal performans

Ekonomik anlamda kaynakların kıt olduğu günümüz küresel rekabet koşullarında etkinlik, verimlilik ve performans gibi kavramlar gün geçtikçe daha da önemli hale gelmektedir. Bu durum işletmeleri, hedeflerini ne oranda gerçekleştirdiğini ve rakiplerine karşı konumlarını görebilmeleri açısından performans değerlendirmeleri yapmaya itmektedir. Kısacası işletmeler, krizlerden en az kayıpla çıkabilmeleri için, kaynaklarını en etkin şekilde kullanmak için performans değerlendirmesi yapmaktadırlar (Kaya & Gülhan, 2010, s. 63).

İşletmelerin hedefleri verimlilik, etkinlik, maliyet minimizasyonu, kar maksimizasyonu, müşteri memnuniyeti, büyüme, saygınlık gibi performans göstergeleriyle ifade edilmektedir. Bu hedefleri yüksek düzeyde ve eş zamanlı olarak gerçekleştiren bir işletme yüksek performanslı olarak belirlenmekte, dolayısıyla doğru işi doğru zamanda yapan işletme olarak piyasada yerini almaktadır. Bu işletmelerde girişimler daha hızlı, daha maliyetsiz ve daha karlı olmakta, müşterilerin, ortakların ve çalışanların beklentileri daha iyi karşılanmaktadır. Kısacası, bir işletmenin hedeflerine ulaşabilme boyutunun ve paydaşlarına karşı etkisinin ölçümünde, performans değerlendirmesi önemli bir yere sahiptir.

Performans, belli zaman dilimi içinde üretilen mal ve ya hizmeti işaret eden, etkinlik, çıktı ve verimlilik sözcükleriyle ifade edilen kavramdır (Helvacı, 2002, s. 156). Kubalı, amaçlı faaliyetler sonucunda elde edilen veriyi nitel ve nicel şekilde belirleyen, mutlak ve ya görelî olabilen kavram olarak tanımlarken (Kubalı, 1999, s. 32), bir başka tanımlamaya göre ise performans, önceden belirlenen kriterleri karşılayacak şekilde oluşturulan mal, hizmet ya da düşüncedir (Helvacı, 2002, s. 156). Bu ifadelerden hareketle en genel anlamıyla performans, önceden planlanmış ve amaçlı bir etkinlik sonucunda ortaya çıkan nicel veya nitel bir kavramdır (İplik, 2004, s. 196).

Bir işletmenin, *"bir işletmenin karlılık ve yatırım amacıyla risk alabilme ve rekabet edebilme yeteneği"* (Soytaş, Denizel, Uşar, & Ersoy, 2017, s. 141), olarak tanımlanan finansal performans gösterebilmesi, en düşük girdi ile en yüksek çıktıyı elde etmesine bağlıdır. Finansal performansın artırılması ise iyi bir yönetim yapısıyla mümkündür. Verimlilik, etkinlik ve iktisadilik kavramları finansal performansın üç temel unsurudur (Dayı, 2013, s. 159).

Verimlilik; önceden belirlenmiş hedeflere ulaşabilmek amacıyla ayrılmış kaynakların kullanılarak artı bir değerin yaratılma sürecini ifade etmektedir. Etkinlik ise verimlilikle birlikte değerlendirilmesi gereken bir kavramdır. Etkin olan tüm süreçler verimli olmayabilir. Örneğin bir işletme hedeflenen kriterler doğrultusunda bir hizmeti sunduğunda bunun etkin olduğu öne sürülebilir. Ancak hizmet istenilen fiyattan sunulmuyorsa verimli değildir. Son olarak iktisadilikle amaçlanan ise, minimum maliyetle maksimum gelir elde edebilmeyi işaret etmektedir. İktisadi davranmak, önemli derece maliyet tasarrufu sağlamaktadır (Dayı, 2013, s. 159, 160).

Finansal performansın değerlendirmesi ise, işletme yöneticisine işletmenin geleceğine karar vermesini sağlayan, performans verilerinin toplanma ve yayma işlemlerinden oluşan performansın geri bildirimidir. İşletmenin güçlü ve zayıf yönlerini ortaya koyan sistematik bir süreci ifade eden performans değerlendirmesi, kişinin, kurumun ya da bir grubun etkinliğini belli kriterlere göre analiz edilmesini işaret etmektedir (Helvacı, 2002, s. 158, 159). Performans geliştirmeye yönelik hedeflere ulaşabilmek amaçlı, önceden belirlenen göstergelere göre, işletmenin gerçekleştirdiği sonuçları ölçebilmek amacıyla kullanılan bu yöntemlerin (Elitaş &

Ağca, 2006, s. 349), etkin ve verimli olması ise, belirli bir sürecin izlenmesi, sistemli şekilde yapılması, adil, anlaşılır ve güvenilir olmasına bağlıdır (İplik, 2004, s. 196).

Performans değerlemesinin amacı, işletmenin etkinlik ve verimlilik düzeylerinin belirlenmesi, sorunlarının tespiti ve bu sorunları gidermek için gerekli önlenmelerin alınabilmesidir. Dolayısıyla performansın ölçülebilmesi için, amaca uygun göstergelerin seçilmesi ve standartlarla objektif karşılaştırmaların yapılması gerekmektedir (Elitaş & Ağca, 2006, s. 348). Performans değerlemesinden beklenen başlıca faydalar ise, hesap verme sorumluluğu, müşteri beklentilerine cevap verme, stratejik planlama ve bütçeleme ve kaynak tahsisi olarak sıralanabilmektedir (Aydeniz, 2009, s. 265).

İşletmeler açısından performans kavramı ekonomik, borsa ve finansal olarak üç boyutlu şekilde olarak ele alınabilmektedir. Ekonomik performans, kıt kaynaklarla optimum üretim yapabilmeyi işaret ederken, borsa performansı borsada işlem gören işletmelerin hisselerinin piyasa değerini yani borsadaki hareketliliğini esasa alan performans boyutudur. Finansal boyut ise, işletmenin rekabet gücünü ve piyasadaki rakiplerine karşı konumunu analiz edebilmeyi sağlayan sistemi işaret etmektedir (Sakur, 2019, s. 56).

2.2. Finansal performansın analizi

Finansal analiz, işletmenin finansal yapısının ve bu yapıdaki değişimlerin çeşitli teknikler yoluyla değerlendirilerek, raporlanması ve yorumlanması sürecini işaret etmektedir (Lazol & Çabuk, Mali Tablolar Analizi, 2012, s. 151). Bir başka tanımlamaya göre ise, işletmelerin mali yapısı, karlılık durumu, likiditesi ve geçmişteki performanslarının değerlendirildiği, amaca göre farklı yöntemlerle yapılabilen analizdir (Dayı, 2013, s. 96).

Günümüzde işletme değeri kavramının yatırım kararı aşamasında önem kazanmasıyla birlikte, işletmeyle ilişki içinde olan çeşitli kişi ve kurumlar bu değer hakkında bilgi talep etmeye başlamıştır. Finansal analiz yoluyla görülebilen işletmenin likidite durumu, karlılık hedefleri, sermaye yapısı, varlıkların etkin kullanımı, teknolojiye uyum gibi konuların da işletme değerini etkilemesi dolayısıyla

finansal performans, finansal karar aşamasında önem kazanmaktadır (Birgili & Düzer, 2010, s. 75).

İşletme ilgililerinin amaçları doğrultusunda, belirli dönemlere ait finansal tabloların, çeşitli analiz yöntemleriyle incelenmesi, yorumlanması ve değerlendirilmesi sürecini işaret eden finansal analizin amaçları şu şekilde sıralanmaktadır (Atmaca & Çelenk, 2011, s. 115);

- İşletmenin varlık ve sermaye anlamında sonuçlarının değerlendirilmesi
- İşletmenin geçmiş performansları karşılaştırılarak, gelişim seyrinin saptanması
- İşletmenin sektörel açıdan rakipleriyle karşılaştırılması
- İşletmenin kredi ihtiyacının ve krediyi geri ödeyebilme gücünün belirlenmesi
- İşletmenin yatırım kararlarına yardımcı olması

Bir başka tanımlamaya göre, *"işletmelerin parasal politikalarının ve faaliyetlerinin sonuçlarının ölçülmesi"* olarak ifade edilebilen finansal performans ölçümüyle elde edilen verilerle, işletmenin finansal durumu, yatırımlarının verimliliği ve risk seviyesi ölçülürken, işletmenin geleceğiyle ilgili karar verilmesi aşamasında da yöneticilere önemli bilgiler sağlanmaktadır (Uygurtürk & Korkmaz, 2012, s. 96). Muhasebe verilerine dayalı olan ve performans ölçümleri arasında geleneksel yöntemler olarak adlandırılan bu yöntem, işletme açısından en somut ve en kolay anlaşılabilir ölçüttür. Aynı zamanda objektif olması dolayısıyla bu ölçüm sisteminin sonuçları tartışmaya yer bırakmamaktadır (Yükçü & Atağan, TOPSIS Yöntemine Göre Performans Değerleme, 2010, s. 28).

Bir işletmenin, rakiplerine karşı rekabet avantajı elde etmesi ve bu avantajı sürdürebilmesi için finansal performans ölçütlerine ihtiyacı vardır. Bu ölçütler sayesinde işletmeler, daha sağlıklı kararlar alabilmekte, geleceklerini daha iyi planlayabilmektedirler. Dolayısıyla, başarılı finansal performans uygulamaları yapabilen işletmeler işletme değerini arttırarak, piyasada daha etkili rol alabilmektedirler (Aydeniz, 2009, s. 264). Ayrıca finansal performans

değerlendirmesi, işletmenin güçlü ve zayıf yönlerinin ortaya konması ve geleceğe dair gerçekçi planlamaların yapılabilmesi açısından önem taşımaktadır (Çelik & Ayan, 2017, s. 57).

Finansal performans değerlendirmeleri yöneticiler kadar, yatırımcılar açısından da büyük bir öneme sahiptir. Yatırımcılar bilgi şeffaflığı sayesinde yatırım kararlarında ve oluşturacakları portföy konusunda daha bilinçli kararlar alabilmektedirler (Bakırcı, Shiraz, & Sattary, 2014, s. 9). Kısacası finansal performans; bir işletmenin faaliyetlerinin etkinlik derecesini, hedeflere ulaşabilme boyutunu, finansal yapısını, geleceğe yönelik planlarını ve borç ödeme kapasitesini görebilmek açısından önemli bir değerlendirme yöntemidir (Atmaca & Çelenk, 2011, s. 115).

Finansal performans ölçümü, finansal tablolarda yer alan veriler arasında ilişki kurulması ve yorumlanması anlamına gelen finansal analiz yoluyla yapılmaktadır. Finansal analiz işletmenin kendisi, işletmeye kredi veren kurum ve ya yatırımcı tarafından yapılabilmekte ve işletmenin likidite, karlılık, sermaye yapısı ve aktiflerinin kullanımı gibi konularda bilgi vermektedir (İç, Tekin, Pamukoğlu, & Yıldırım, 2016, s. 71). Yanlış ölçüm yöntemi kullanmak ise, yöneticilere yanlış sinyaller vereceği için gizli maliyetler yaratmakta, hissedar zenginliğini azaltmakta ve kaynak israfına neden olmaktadır (Ertuğrul, 2009, s. 21).

2.3. Finansal analiz türleri

Finansal analiz türleri amacına, içeriğine ve analizi yapacak kişiye göre olmak üzere üç grupta incelenmektedir (Erdem & Taşkın, 2011, s. 453);

1. *Yapılış amacına göre:* Yönetim analizi, yatırım analizi ve kredi analizi olarak üç gruba ayrılmaktadır. Analiz, yöneticilerin alacakları kararlara yardımcı olması açısından yapılıyorsa yönetim analizi, işletmeye yatırım yapmayı düşünen kişi ve ya kurumlar tarafından yapılıyorsa, yatırım analizi olarak isimlendirilir. Kredi analizi ise, üçüncü kişiler tarafından işletmenin borç ödeyebilme kapasitesinin ölçülmesi amacıyla yaptıkları analizdir.

2. *İçeriğine göre:* Statik ve dinamik analiz olmak üzere iki gruba ayrılır. Statik analiz tek bir döneme ait verileri içerirken, dinamik analiz birden fazla yıla ait verileri içermektedir.
3. *Yapacak kişiye göre:* Dış ve iç analiz olmak üzere iki gruba ayrılır. Analiz işletme dışında kalan kişi ve ya kurumlarca yapılıyorsa dış analiz, işletmeye bağlı kişilerce yapılıyorsa iç analiz olarak nitelendirilir.

2.4. Finansal analiz teknikleri

Finansal analiz teknikleri; yatay analiz, dikey analiz, trend analizi ve oran analizi olarak 4 başlık altında incelenmektedir.

2.4.1. Yatay analiz

Yatay analiz, diğer adıyla karşılaştırmalı tablolar analizi, finansal tablolardaki kalemlerin ve hesap gruplarının yıllar itibariyle karşılaştırıldığı ve değerlendirildiği yöntemdir (Altay, 2018, s. 20). Bu teknikle, işletmenin dün ve bugünü karşılaştırılarak, verilerdeki artış veya azalışlar tespit edilebilmekte, bu sayede geleceği hakkında tahminlerde bulunulabilmektedir (Özyürek & Erdoğan, 2011, s. 231).

İşletmenin kendi içinde yaptığı bir analiz olan yatay analiz için sırasıyla şu işlemler uygulanmaktadır (Erdem & Taşkın, 2011, s. 491);

- Finansal tablodaki her bir kalemin önceki yıllara göre artış ve ya azalış miktarları tespit edilir.
- Hesaplanan farklar yüzdelere çevrilir.
- Elde edilen farklılıkların nedenleri incelenerek, bunun işletme için değerlendirilmesi yapılır.

Yatay analizin en büyük yararının; söz konusu işletmenin gelişme yönü hakkında verdiği bilgi olduğu öne sürülmekte, işletmenin finansal karakteristiğinin ne olduğunu belirlemesi nedeniyle önemli kabul edilmektedir. Şartlarda önemli bir değişim olmadığı takdirde, işletmenin gelecekte, geçmiş performans eğilimine göre şekilleneceği kabul edilmektedir (Akgüç, 1979, s. 242).

2.4.2. Dikey analiz

Diğer adı yüzde yöntemi olan dikey analiz, işletmenin bilanço ve gelir tablosunda bulunan verilerin yüzdesel şekilde ifade edilmiş şeklidir. Bu yöntemle, bilançodaki toplam varlıklar 100 kabul edilir ve her bir varlık kalemi toplam varlık içindeki yüzdelik payıyla ifade edilir. Benzer şekilde, gelir tablosunda ise net satışlar kalemi 100 kabul edilerek, diğer gelir tablosu kalemlerinin, net satışlara oranları bulunur. Bu yöntemle tek bir dönemin verisi değerlendirileceği gibi, birden fazla dönem verisi de değerlendirilebilir (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, 2018, s. 123).

Dikey analizde her bir kalemin yüzdelik dilimle ifade edilmesi, diğer işletmelerle karşılaştırma yapılırken mutlak değerlerin okunmasına oranla verilerin anlaşılması ve yorumlanması kolaylaştırmaktadır. Sonuç olarak yöntemi işletmelerin sektörel bazda karşılaştırılması açısından oldukça etkilidir (Altay, 2018, s. 20)

2.4.3. Trend analizi

Diğer ifadesi eğim yüzdeleri analizi olan trend analizi; finansal tablolardaki kalemlerin uzun dönemler itibarıyla incelenmesi ve birbirini izleyen yıllar üzerinden eğilimin belirlenmesini ifade etmektedir. Yöntemin etkin şekilde kullanılabilmesi için uzun dönemlerin analize dahil edilmesi gerekmektedir (Altay, 2018, s. 20).

Birden fazla dönem incelenmek için yatay analizin de kullanılıyor olmasına rağmen, trend analizini, yatay analize kıyasla uygulama açısından daha kolaydır. Belirli tarihler arasındaki dönemlerdeki artış veya azalışların baz yılları karşılaştırılması

esasına dayanan bu yöntem, dinamik bir analiz türü olarak kabul görmektedir (Özyürek & Erdoğan, 2011, s. 232).

Trend analizinin amacı; bilanço kalemlerindeki değişimin kıyaslanarak, işletmenin seyrinin tahmin edilmesidir. Analiz yapılırken dikkat edilmesi gereken hususlar şu şekildedir (Erdem & Taşkın, 2011, s. 493);

- Gereksiz oranlar kullanılmamalıdır.
- Tüm bilanço kalemleri dikkate alınmalıdır.
- Mevsimlik etkiler analize dahil edilmemelidir.
- İncelenme alınan dönem en az 7 yıl olmalıdır.

2.4.3. Oran analizi

İşletmelerin mali durumunun, karlılığının ve verimliliğinin değerlendirilebilmesi için oranlardan yararlanılmaktadır. Mali tablolarda yer alan mutlak değerler, birbirleriyle ilişkili olan başka değerlerle oranlandığında veriler daha anlamlı olmaktadır (Akgüç, 1979, s. 246).

Finansal analiz tekniklerinden oran analizi en basit ifadeyle, finansal tablolarda yer alan çeşitli verilerin matematiksel ilişkisini göstermektedir. Etkin bir oran analizi için çeşitli oranlar arasından gerçekten gerekli olanlar seçilerek hesaplamalar yapılmalı ve pazardaki diğer işletmelerin verileriyle karşılaştırılmalıdır (İç, Tekin, Pamukoğlu, & Yıldırım, 2016, s. 72).

Oran analizinde esas amaç oranların hesaplanması değil, doğru şekilde değerlendirilebilmesidir. Doğru değerlendirmeyi yapabilmek için ise şu sınırlandırmaları göz önünde bulundurmak gerekmektedir (Akgüç, 1979, s. 249);

- İşletmeler arasındaki muhasebe uygulamaları, değerlendirme yolları ve izledikleri politika çeşitlerinin farklılıklarından dolayı, hiçbir işletme tam anlamıyla bir başka işletmeyle kıyaslanamaz.

- İşletmelerin mali tabloları ve bu tablolara dayanarak oluşturulan oranlar, işletmenin geçmiş dönemlerdeki performansını göstermektedir. Önemli olan işletmenin geçmiş dönem performansları değil, gelecekte göstereceği performansın niteliğidir. Dolayısıyla, oranlar gelecek hakkında tahminlere yardımcı olmak için değil, ipuçları sağlamak amaçlı değerlendirildiğinde daha sağlıklı sonuçlar elde edilecektir.

2.5. Oran analiziyle finansal performans ölçümü

Bir işletmenin yalnızca finansal tablolarındaki verilere bakılarak, işletmenin performansına karar vermek zordur. Verilerin birbiriyle ilişkilendirilerek yorumlanması daha sağlıklı değerlendirmeler yapabilmeyi sağlamaktadır. Buna imkan tanınması dolayısıyla oran analizi, işletme performansı değerlendirmede en çok kullanılan analiz çeşididir. Birbiriyle bağlantılı kalemler oranlanarak yeni veriler oluşturulur ve bu yeni veriler işletmenin önceki dönemleriyle ve sektördeki diğer işletmelerle karşılaştırılarak, işletmenin karlılık, verimlilik, işletme borç oranı gibi çeşitli bilgilere ulaşılır (Bülüç, Özkan, & Ağırbaş, 2017, s. 66).

Oran analizi yapılırken göz önünde bulundurulması gereken bazı sınırlamalar mevcuttur. Bunlar şu şekilde sıralanabilir (Erdem & Taşkın, 2011, s. 460).

- Sektör ortalamasının hangi işletmeye göre alınacağını oluşturacağı karmaşadan dolayı, oran analizinin birden fazla alanda faaliyet gösteren işletmeler (holdingler) için kullanılması anlamlı olmayabilir.
- Baz alınan rakamlar belirlenirken, sektördeki lider işletme rakamları temel alınmalıdır.
- Enflasyon, işletmelerin finansal durumunu belirlemede yanıltıcı olabilmektedir.
- Sezonluk çalışan bir işletmenin analizi, mevsimlik faktörlerin etkisiyle anlamlı olmayabilir.

- Farklı muhasebe stratejileri uygulayan işletmelerin karşılaştırılmasında farklı sonuçların çıkabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Bazı oranların standart rakamları olmaması dolayısıyla, işletmenin bazı verilerinin iyi, bazılarının kötü çıkması değerlendirmeyi zorlaştırabilmektedir.
- Oran analizinde pay ya da paydadaki rakamların değişimi, sonucu tamamen değiştirebileceğinden, anlamsız oranlardan kaçınılmalıdır.
- Oran analizinin geçmişi gösterdiği, analiz sonuçlarıyla gelecek için sadece tahminlerde bulunulabildiği unutulmamalıdır.

Finansal tablolarda yer alan verilere göre çok çeşitli oran hesaplamaları yapabilmek mümkündür. Ancak çok fazla orana yer vermek, analizlerin amacıyla çelişerek karışıklık yaratabileceği sebebiyle tercih edilmemektedir. Hesaplamaların sadece faydalı ve anlamlı olanlarının seçilebilmesi amacıyla, oranlar; likidite oranları, finansal yapı (kaldıraç) oranları, devir hızları, karlılık oranları, büyüme oranları ve piyasa değeri oranları olmak üzere altı başlık altında toplanabilmektedir (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, 2018, s. 112).

2.6. Çalışmada kullanılan finansal oranlar

Çalışmada kullanılacak finansal oranlar için bir sonraki bölümde tablo şeklinde verilen literatür taraması doğrultusunda, en sık tercih edilen oranların kullanılmasına karar verilmiştir.

Tablo 1. Çalışmada Kullanılan Finansal Oranlar

Finansal Oran Grupları	Oran
Likidite oranları	Cari oran
	Likit oran
	Nakit oran
Faaliyet oranları	Alacak devir hızı
	Aktif devir hızı
Karlılık oranları	Aktif karlılık
	Özsermaye karlılığı
Mali yapı oranları	Finansal kaldıraç oranı
Büyüme oranları	Özsermaye büyüme oranı
	Aktif büyüme oranı
Borsa performans oranları	Piyasa değeri / defter değeri
	Hisse başına kazanç oranı
	Fiyat / Kazanç oranı

2.6.1. Çalışmada kullanılan finansal oranlara yönelik literatür taraması

Çalışmada kullanılacak finansal oranlara aşağıdaki tablo ışığında karar verilmiştir.

Tablo 2. Finansal Oranlara Yönelik Literatür Taraması

Çalışmanın sahibi, yılı	Çalışmanın içeriği	Çalışmada kullanılan oranlar
Aytekin, Erol (2018)	Kasım 2016 - Ekim 2017 döneminde BISTSE'de yer alan 63 işletmenin finansal performanslarının ARAS yöntemiyle analizi	• çalışma sermayesi devir hızı • duran varlık devir hızı • net kar marjı • öz sermaye karlılığı • aktif karlılığı • cari oran • finansman oranı, finansal kaldıraç oranı • yatırım oranı • duran varlıklar/devamlı sermaye

Yıldırım, Kocamış, Tokur (2018)	BISTSE'deki işletmeler arasından seçilen 9 işletmenin, endekse girmeden önceki ve girdikten sonraki finansal performanslarının t istatistik teknikleriyle karşılaştırılması	• cari oran • aktif kârlılığı • net kâr marjı • faaliyet kâr marjı • borç oranı • aktif devir hızı • finansal kaldıraç • özsermaye kârlılığı
Metin, Yaman ve Korkmaz (2017)	BIST'te işlem gören enerji işletmelerinin 2010 - 2015 yılları arasındaki finansal performanslarının TOPSİS yöntemiyle analizi	• cari oran • asit test oranı • aktif devir hızı, alacak devir hızı • finansal kaldıraç oranı • borç / özsermaye oranı • kısa vadeli borç / toplam borç oranı • aktif karlılığı • özsermaye karlılığı
Akbulut, Rençber (2015)	2010-2012 yılları arasında BIST'te işlem gören 32 imalat işletmesinin finansal performanslarının TOPSİS yöntemiyle analizi	• cari oran • asit test oranı • nakit oranı • alacak devir hızı • stok devir hızı • aktif devir hızı • aktif karlılığı • özsermaye karlılığı • net kar marjı • brüt kar marjı
Ömürbek, Mercan (2014)	İmalat sektöründe yer alan işletmelerin finansal performanslarının TOPSİS yöntemiyle analizi	• cari oran • nakit oranı • finansal kaldıraç oranı • stok devir hızı • öz kaynak devir hızı • özsermaye karlılığı • faaliyet karı / net satışlar • net kar / net satışlar • satılan malın maliyeti / net satışlar
Ömürbek, Kınay (2013)	BIST'te ve Frankfurt Borsası'nda faaliyet gösteren iki ayrı havayolu işletmesinin finansal performanslarının TOPSİS yöntemiyle değerlendirilmesi	• cari oran • asit test oranı • nakit oranı • finansal kaldıraç oranı • net karlılık oranı • özsermaye karlılık oranı • faaliyet kar marjı
Ege, Topaloğlu, Özyamanoğlu (2013)	2009 - 2011 yılları arasında BIST Kurumsal Endeksi'nde yer alan 18 işletmenin TOPSİS yöntemiyle finansal performansının analizi	• stok devir hızı • aktif devir hızı • duran varlık devir hızı • hazır değerler devir hızı • aktif karlılık oranı • özsermaye karlılık oranı • hisse başına kazanç

		• fiyat/kazanç oranı
Uygurtürk, Korkmaz (2012)	BIST Ana Metal Endeksinde faaliyet gösteren 13 işletmenin TOPSIS yöntemiyle finansal performanslarının analizi	• cari oran • asit test oranı • stok devir hızı • finansal kaldıraç oranı • net kâr marjı • özsermaye karlılığı • aktif devir hızı
Kaya, Gülhan (2010)	BIST Metal Eşya ve Makine Endeksi'nden yer alan 25 işletmenin performanslarının Veri Zarflama Analizi ve TOPSIS yöntemi ile analiz	• cari oran • asit test • finansal kaldıraç • alacakların devir hızı • stok devir hızı • maddi duran varlıkların devir hızı • aktif devir hızı • satışların kârlılığı • varlıkların kârlılığı • özsermayenin kârlılığı

2.6.2. Likidite oranları

Likidite kavramı varlıkların nakde dönüşebilme hızını işaret etmesi dolayısıyla, varlıkların nakde dönüşmesi süreci ile varlığın nakit değerinin korunmasını ifade etmektedir (Altay, 2018, s. 21). Likidite oranları, işletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme kapasitesini ölçmek amacıyla kullanılan oranlardır (Akgüç, 1979, s. 275).

Dönen varlıkların işletmenin bir yıl ve ya faaliyet dönemi sürecinde paraya dönüşebilecek varlıkları olması dolayısıyla, kısa vadeli borçların ödeme zamanı geldiğinde, bu ödemeler dönen varlıklardan yapılmaktadır. Dolayısıyla kısa vadeli borçların ödenebilme kapasitesini gösteren likidite oranları dönen varlıklarla kısa vadeli borçlar arasındaki bağlantıdan oluşturulmuştur (Topak, 2015, s. 53).

2.6.1.1. Cari oran

İşletmenin dönen varlıklarıyla kısa vadeli borçlarını ödeyebilme gücünü, başka bir ifadeyle işletmenin her 1TL'lik kısa vadeli borcuna karşılık, ne kadar dönen varlığa sahip olduğunu gösteren cari oran formülü şu şekildedir (Topak, 2015, s. 53);

$$\text{cari oran} = \frac{\text{dönen varlıklar}}{\text{kısa vadeli yabancı kaynaklar}} \quad (1)$$

Banker oranı ve işletme sermayesi oranı olarak da adlandırılabilen cari oran, dönen varlıklar ve kısa vadeli kaynakların farkını ifade eden net işletme sermayesine göre, işletmenin borç ödeyebilme kapasitesini daha iyi gösteren bir oran olduğu kabul edilmektedir (Akgüç, 1979, s. 276).

Cari oran ve net işletme sermayesi arasındaki ilişkiye göre (Topak, 2015, s. 53);

- Cari oran > 1 ise; net işletme sermayesi pozitifdir
- Cari oran $= 1$ ise; net işletme sermayesi sıfırdır
- Cari oran < 1 ise; net işletme sermayesi negatiftir

Cari oranın 2:1 olması tatminkar düzey olarak kabul edilmekle birlikte, bazı durumlarda bunun altında bir rakamda yeterli bulunabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde likidite oranları çok yüksek olmadığı için, bu ülkelerdeki sınai ve ticari işletmelerde bu oranın 1,5 olması yeterli bulunabilmektedir (Akgüç, 1979, s. 276, 277).

1'in altında olan cari oran, işletmenin dönen varlıklarının kısa vadeli borçlarını ödeyemeyeceğini işaret etmektedir. Ayrıca bu oranın düşük olması özellikle alacak tahsil süresi uzun olan ve çok fazla stok taşımak zorunda kalan işletmeler için daha tehlikelidir. Oranın iki ve ya daha üstünde olması ise, alacak tahsilatında ve ya stoklarda yavaşlamaya ve ya gereksiz yatırımların yapıldığını gösterebilir. Kısacası gereğinden yüksek çıkan cari oran, verimsiz çalışmayı işaret edebilmektedir (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, 2018, s. 113).

2.6.1.2. Likit oran

İşletmenin stokları dışında kalan dönen varlıklarıyla kısa vadeli borçlarını ödeyebilme kapasitesini ölçen ve cari oranı tamamlayarak onu daha anlamlı hale getiren likit oranın formülü şu şekildedir (Topak, 2015, s. 54);

$$\text{likit oran} = \frac{\text{dönen varlıklar} - \text{stoklar}}{\text{kısa vadeli yabancı kaynaklar}} \quad (2)$$

Likit oran; paraya çevrilmesi paraya çevrilmesi zaman alabilen stokları formüle dahil etmemesi itibariyle, cari orana göre daha hassastır. Özellikle ekonomik durgunluk dönemlerinde bu süreç daha da uzayabilmektedir (Akgüç, 1979, s. 282). Alacaklar, satılmış olan stokların haklarını içerirken, stokların henüz satılmamış hakları içermesi dolayısıyla, paraya dönüşme hızı nispeten daha zayıftır. Oranın artış trendi göstermesi olumlu olarak yorumlanmaktadır. Düşüş trendi ise stok devir hızının giderek yavaşladığını göstermektedir. Bu oran stok taşımamaları nedeniyle, hizmet sektöründe faaliyet gösteren işletmeler için hesaplanmaz (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, 2018, s. 113).

Likit oranın 1:1 olması tatminkar seviye olarak kabul edilmekte, işletmenin kısa vadeli borçlarını sahip olduğu nakit ve hızlı şekilde nakite çevrilebilir değerlerle karşılayabileceğini işaret etmektedir. Ancak bir işletmenin likit oranının 1:1 olduğu halde, alacaklarını tahsil etme konusunda güçlük yaşıyorsa, işletmenin borç ödeme gücü değerlendirilirken daha dikkatli olunması gerekmektedir. Aynı şekilde işletmenin likit oranının 1:1'den küçük olduğu halde, stoklarını hızlı şekilde nakde çevirebiliyor ve kısa vadeli borçlarını ödeyebiliyorsa, işletmenin borç ödeme kapasitesi vardır denebilmektedir. Ülkemizdeki işletmeler, finansman sağlarken genellikle kısa süreli kaynaklara başvurdıkları için bu oran çoğunlukla 1:1'den küçüktür (Akgüç, 1979, s. 283).

2.6.1.3. Nakit oran

İşletmenin borçlarını mevcut durumdaki nakit varlıklarıyla karşılayabilme kapasitesini gösteren nakit oran formülü şu şekildedir (Dayı, 2013, s. 139);

$$\text{nakit oran} = \frac{\text{hazır değerler}}{\text{kısa vadeli yabancı kaynaklar}} \quad (3)$$

Nakit oranı para ve benzerlerinin (kasa, bankalardaki vadesiz mevduat, her an satılabilen serbest menkul kıymetler) kısa vadeli borçlara oranını ifade etmekte ve likidite oranına kıyasla daha hassas bir hesaplama olduğu kabul edilmektedir. İşletmenin satışlarının durması durumunda kısa vadeli borçlarını ödeme gücünü gösteren oranın, 1:1 olması, söz konusu borçları ödeyebileceğini göstermektedir. Likidite oranının bu kadar yüksek olması, işletmeler açısından gerekli olmasa da, gelişmiş ülkelerde bu oranın %20'nin altına düşmemesi gerektiği öne sürülmektedir. Ancak, sınai işletmelerde kısa süreli borç oranının yüksek olması nedeniyle %20'nin altındadır. (Akgüç, 1979, s. 284).

2.6.3. Mali yapı oranları

Mali yapı oranları işletmenin yabancı ve özsermaye yapısını inceleyerek, bu alandaki performansını ölçebilmek amacıyla kullanılmaktadır. Aynı zamanda, dönen ve duran varlıkların nasıl finanse edildiğini ve bu kaynakların etkin kullanılıp kullanılmadığını da test edebilmektedir (Dayı, 2013, s. 141).

İşletmenin finansmanı ne şekilde yapılmış, finansman riski nedir, işletmeye kredi verenler güvende midir, gibi soruların cevabını bulabilme amacıyla hesaplanan mali yapı oranları, işletmenin yükümlülüklerini yerine getirebilme gücünü ölçmesi bakımından önem taşımaktadır (Akgüç, 1979, s. 284). Borcun maliyeti varlık karlılığının altındaysa, bu borcun kaldıraç etkisinin olduğunu göstermektedir ve olumlu finansal kaldıraç ortaklar içinde olumludur (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, 2018, s. 113)

2.6.2.1. Finansal kaldıraç oranı

İşletme varlıkları finanse edilirken, hangi oranda yabancı kaynak kullanıldığını gösteren finansal kaldıraç oranının formülü şu şekildedir (Topak, 2015, s. 57);

$$\text{finansal finansal kaldıraç oranı} = \frac{\text{toplam yabancı kaynaklar}}{\text{toplam varlıklar}} \quad (4)$$

Finansal kaldıraç oranının yüksek olması, işletme varlıklarının ağırlı olarak yabancı kaynaklarla finanse edildiğini gösterdiği için, işletmeye kredi veren kuruluşlar oranın düşük olmasını tercih etmektedirler. Ancak işletmenin ortaklarına kaldıraç etkisiyle daha fazla kar elde etme imkanı sağlaması dolayısıyla, optimum seviyeden çok yüksek olmaması koşuluyla, oranın yüksek olması ortaklar açısından olumlu kabul edilebilir (Dayı, 2013, s. 141).

İşletmenin finansal kaldıraç oranını yükselterek sınırsız şekilde kaldıraç etkisini sağlama olanakları yoktur. Kredi verenler, işletme sahiplerinin tepkileri ve işletmenin varlığını tehlikeye sokma ihtimaliyle, oran belirli bir düzeyin üstüne yükselmemektedir. Kısacası, finansman yöneticisi, işletme finansmanını sağlarken işletme güvenliğini ve kar elde etme hedefini dengede tutmalıdır (Akgüç, 1979, s. 287).

Gelişmiş ülkelerde bu oran, %50'nin üzerine yükseldiğinde tehlike olarak algılanırken, Türkiye gibi ülkelerin ekonomik yapılarında özsermaye sağlamanın zorluğu nedeniyle, oranın daha yüksek olması doğal karşılanmaktadır (Akgüç, 1979, s. 288).

2.6.4. Faaliyet oranları

Diğer adı devir hızı olan faaliyet oranları, işletmenin satış rakamlarıyla varlık grupları arasındaki ilişkiyi inceleyen oranlardır (Gümüş, Şakar, Akkın, & Şahin, 2017, s. 4). Faaliyet oranlarının sonuçları, işletmenin aktif varlıklarının etkin kullanım oranlarını, satışlarına oranla aktif varlıklarına yatırım yapma ve faaliyetlerini etkin yürütebilme düzeyini göstermektedir. Aktif varlıklara aşırı yatırım yapılması fonları israf ederek yatırım maliyetlerinin yükselmesine yol açarken, çok düşük düzeylerde yatırım yapılması ise işletmenin karlı çalışmadığı ve riskli davrandığı şeklinde değerlendirilmektedir (Bülüç, Özkan, & Ağırbaş, 2017, s. 67).

2.6.3.1. Alacak devir hızı

Alacakların, mevcut dönem boyunca yılda kaç defa tahsil edildiğini gösteren alacak devir hızının formülü şu şekildedir (Lazol & Çabuk, Mali Tablolar Analizi, 2005, s. 202, 203);

$$\text{alacak devir hızı} = \frac{\text{net satışlar}}{\text{ortalama ticari alacaklar}} \quad (5)$$

Ticari alacakların, işletmenin temel faaliyetlerin elde ettiği nakit veya nakit dışı alacaklarını temsil etmesi dolayısıyla, alacak devir hızı işletmenin alacaklarının nakite dönüşme hızını ifade etmektedir. Oranın büyümesi, alacakların nakite dönüşüm hızını arttığını gösterirken, küçülmesi hızın azaldığını göstermektedir (Lazol & Çabuk, Mali Tablolar Analizi, 2005, s. 203). Üretim işletmeleri için oranın 2 ile 4 arasında çıkması beklenirken, ticaret işletmeler açısından ise daha yüksek sonuçlar beklenmektedir. Alacak devir oranının yüksek olması, aktif kapasitesinin verimli bir biçimde kullanıldığını işaret etmektedir (Akıncı & Erdoğan, 1995, s. 270).

2.6.3.2. Aktif (varlık) devir hızı

İşletmenin belirli bir dönem içinde, aktiflerinin yani mevcut yatırımlarının kaç katı satış yaptığını gösteren varlık devir hızının formülü şekildedir (Topak, 2015, s. 60);

$$\text{varlık devir hızı} = \frac{\text{net satışlar}}{\text{aktif toplamı}} \quad (6)$$

İşletmenin sermaye yoğunluğunun göstergesi olan aktif devir hızı, sabit değerlerin nisbi önemini yansıtmaktadır. Eğer sabit değerler aktif toplamı içinde büyük yer kaplıyorsa, söz konusu işletmenin aktif devir hızı genellikle yavaştır. sabit değerlerin daha önemsiz olduğu işletmelerde ise, oran hızlı olma eğilimindedir. diğer koşulların aynı kaldığı varsayımıyla, aktif devir hızının yüksek olduğu işletmelerde, karlılık oranları daha yüksektir. Bazı yazarlara göre ise, bu oran aynı zamanda işletmenin riskinin de göstergesi olabilmektedir (Akgüç, 1979, s. 313).Kısacası, oranın yüksek olması varlıkların etkin kullanıldığını, düşük olması ise varlıkların etkin kullanılmadığını göstermektedir (Dayı, 2013, s. 149).

2.6.5. Karlılık oranları

Karlılık oranları; işletmenin belirli dönem içindeki faaliyetlerinden elde ettiği kar oranını ölçen ve analizin amacına göre değişiklik gösteren oranlardır. Hesaplanmasında temel olarak gelir tablosu kullanılırken, bilançoda kullanılabilir (Altay, 2018, s. 23).

Bir işletmenin elde ettiği karın tatminkar düzeyde olup olmadığına karar vermek için şu etmenler göz önünde bulundurulmalıdır (Akgüç, 1979, s. 317);

- Kullanılan sermayenin alternatif alanlarda elde edebileceği potansiyel geliri
- Ekonominin genel koşulları
- Aynı sektördeki diğer işletmelerin kar oranları
- Karın geçmiş yıllardaki eğilimi
- İşletmenin kar hedefleri

2.6.4.1. Özsermaye karlılığı

İşletme sahip ve ya ortaklarının koyduğu sermaye ile kar arasındaki ilişkiyi inceleyen ve özsermayenin bir birimine düşen net kar oranını gösteren özsermaye karlılık oranı şu şekildedir (Topak, 2015, s. 70);

$$\text{özsermaye karlılığı} = \frac{\text{net kar}}{\text{özsermaye}} \quad (7)$$

Özsermaye oranının tatminkar düzeyde olup olmadığına karar verebilmek için, sermayenin alternatif kullanım olanaklarının incelenmesi gerekmektedir. İşletmenin özsermaye karlılık oranı yüksek seviyede olmasına rağmen, eğer sermayesini daha karlı kullanma olasılığı mevcutsa, bu durumda mevcut karlılık oranı yüksek görülmemelidir.

2.6.4.2. Aktif karlılık oranı

Varlıkların belirli bir dönemde etkin kullanım oranını gösteren aktif karlılık oranının formülü şu şekildedir (Topak, 2015, s. 69);

$$\text{aktif karlılık oranı} = \frac{\text{net kar}}{\text{aktif toplam}} \quad (8)$$

Bir işletmenin finansman yöntemine göre düşük yada yüksek olabilmesi dolayısıyla oranın dikkatli değerlendirilmesi ve hesaplanması gerekmektedir. Eğer işletme büyük oranda yabancı kaynak kullanıyor ve ağır faiz yükü altındaysa, aktif kaynaklarını özsermayeyle finanse eden bir işletmeye oranla daha düşük aktif karlılık oranına sahip olacaktır. Akgüç'e göre bu oranın pay ve paydasında tutarlılık bulunmamakta ve karlılık durumunu değerlendirme konusunda başarısızdır (Akgüç, 1979, s. 320, 321).

Özsermaye ve aktifler arasındaki ilişki; "özsermaye=aktifler-yükümlülükler" formülüyle özetlenebildiği için, bu iki karlılık oranı arasındaki ilişki de bu formül üzerinden yorumlanabilmektedir.

2.6.6. Büyüme oranları

Finansal tablolarda yer alan kalemlerin, bir önceki döneme göre yüzde kaç büyüdüğünü ya da küçüldüğünü gösteren oranlardır (Topak, 2015, s. 71).

2.6.5.1. Aktif (varlık) büyüme oranı

Dönemler itibariyle toplam varlıkların değişim oranını gösteren aktif büyüme oranının formülü şu şekildedir (Elmas, 2015, s. 233);

$$\text{aktif büyüme oranı} = \frac{\text{cari dönem toplam aktifler} - \text{bir önceki dönem toplam aktifler}}{\text{bir önceki dönem toplam aktifler}} \quad (9)$$

Aktif büyüme oranı, söz konusu işletmenin kendi aktiflerindeki değişimi diğer işletmelerin aktif değişimiyle karşılaştırma imkanı vermekte ve oranın rakiplerine

göre düşük olması durumunda iyi yönetilemediğini işaret etmektedir (Elmas, 2015, s. 234).

2.6.5.2. Özsermaye büyüme oranı

İşletmenin sahip olduğu özsermayenin dönemler arası değişim oranını veren özsermaye büyüme oranının formülü şu şekildedir (Elmas, 2015, s. 234);

$$\text{özsermaye büyüme oranı} = \frac{\text{cari dönem özsermaye} - \text{bir önceki dönem özsermaye}}{\text{bir önceki dönem özsermaye}} \quad (10)$$

2.6.7. Borsa performans oranları

İşletme değeri tespit yöntemlerinden biri olan borsa performans oranları, piyasa çarpanlarıyla ve ya karşılaştırmalı değerlendirme yöntemiyle yapılabilen bir analiz çeşididir. İşletme değerlendirme çeşitli kullanıcıların çeşitli amaçlarla hitap etmektedir. Halka açılmak isteyen bir işletmenin hisse denedi satış fiyatı belirlenmesi, işletme birleşmeleri ve ya satın alımlarında, borsa yatırımcıları tarafından yatırım yapılacak işletmenin kararı gibi durumlarda işletme değeri oldukça önem taşımaktadır. İşletmenin gerçeğe uygun piyasa değerinin gözlemlenebilmesi amacını taşıyan işletme değeri tespiti, işletmenin ortakları, yöneticileri, borç verenler ve diğer paydaşları açısından dikkat edilen önemli göstergelerdendir. Bu tespitin borsa performans oranları aracılığıyla yapılması, diğer firmalarla karşılaştırma olanağına sahip olması ve gerçek değere çok yakın tespit yapılabilmesine imkan vermesi dolayısıyla, sıkça tercih edilen bir yöntemdir. Bu yöntemle tespit yapılırken kazançlar, nakit akımları, defter değeri ya da satışlar gibi değişkenler göz önünde bulundurulmaktadır (Elmas, 2015, s. 250, 251).

2.6.6.1. Piyasa değerinin defter değerine oranı

Borsa değeri ve muhasebe değeri arasındaki bağlantıyı ifade eden bu oranın formülü şu şekildedir (Arat, 2005, s. 141);

$$pd/dd = \frac{\text{hisse başına piyasa değeri}}{\text{hisse başına defter değeri}} \quad (11)$$

Piyasa değeri, borsada oluşan fiyata göre işletmenin değerini ifade ederken defter değeri ise, hisse başına hesaplanan özsermayeyi ifade etmektedir. Dolayısıyla, bu oran işletmenin piyasa değerinin özsermayenin kaç katı olduğunu göstermektedir (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, 2018, s. 122). Ayrıca, pd / dd oranı farklı muhasebe tekniklerinden dolayı oluşacak etkileri ortadan kaldırarak, farklı borçluluk yapılarına sahip işletmelerin karşılaştırılabilmesini sağlamaktadır (Elmas, 2015, s. 257).

2.6.6.2. Hisse başına kazanç oranı

Yatırımcılar için, borsada işlem gören işletmelerin değerlendirilmesi açısından önemli bir gösterge olan hisse başına kazanç oranının formülü şu şekildedir (Elmas, 2015, s. 220);

$$\text{hisse başına kazanç} = \frac{\text{net kar}}{\text{hisse senedi sayısı}} \quad (12)$$

İşletmenin her hisse senedi için ne kadar kar elde ettiğinin tespitinin yapılabilmesi amacıyla hesaplanan bu oran, rakip işletmelerle kıyaslayabilmek açısından önem taşımaktadır (Çabuk, 1989, s. 132).

2.6.6.3. Fiyat / kazanç oranı

Hisse senedi fiyatı ve hisse başına kazanç ilişkisini açıklayan ve hissedarların satın aldıkları hisseler karşılık ne kadar kazanç elde edebileceklerini görmelerine olanak sağlayan fiyat/kazanç oranının formülü şu şekildedir (Arat, 2005, s. 140);

$$\text{fiyat/ kazanç} = \frac{\text{hisse fiyatı}}{\text{pay başına net kar}} \quad (13)$$

İşletme riski ile fiyat / kazanç oranı ters orantılı olduğu için, işletmenin beklenen getiri oranı arttıkça, bu oran düşmektedir. Oranın yüksek olması ise, işletmenin ilerleyen dönemler için büyüme olanaklarının da büyüklüğünü ifade etmektedir

(Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, 2018, s. 122). Gelişmiş ülkelerde ortalama %15 dolayında seyreden oranın yükselmesi hisse senedinin satılması eğilimini desteklerken, düşmesi ise satın alınması eğilimini desteklemektedir (Arat, 2005, s. 140).İşletmelerin farklı muhasebe politikalarına sahip olmaları farklı sonuçlar elde etmelerine neden olduğu için, fiyat / kazanç oranının net karı dikkate alması ve zarar eden işletmeler için hesaplanamaması eksiklik olarak nitelendirilebilmektedir (Elmas, 2015, s. 253).



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ÇALIŞMALARININ İŞLETMELERİN FİNANSAL PERFORMANSLARINA ETKİSİ

Çalışmanın bu bölümünde, ilk olarak BIST Sürdürülebilirlik Endeksi (BISTSE)'nin tanımı yapılarak, kuruluş ve işletmelerin dahil edilme amacı incelenecektir. İkinci olarak ise, endekste yer alan işletmeler üzerine yapılmış ve bu çalışma konusuyla benzerlik gösteren eski çalışmalar incelenecektir. Üçüncü ve devam eden kısımlarda ise, BIST100 Endeksi'nde işlem gören işletmeler arasında seçilmiş olan, BISTSE'de yer alan ve yer almayan olarak 2 gruba ayrılmış işletmelerin finansal performanslarının karşılaştırılması yapılmıştır.

3.1. Literatür taraması

Kurumsal sürdürülebilirlik anlayışının işletmeler üzerinde finansal etkilerini araştıran çok çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Bu bölümde, çalışmayla en çok benzerlik gösteren araştırmalar yer almaktadır.

Özkan, Taş ve Taşdemir (2018), çalışmalarında işletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk kapsamındaki faaliyetlerinin finansal performansları üzerinde etkisini incelemişlerdir. Çalışmada yöntem olarak panel veri analizi EKK kullanmışlar, veri olarak BISTSE'de yer alan 35 işletmenin 2011-2016 yılları arasındaki sürdürülebilirlik ve faaliyet raporları bağımsız değişken, finansal raporlarından ise karlılık oranları hesaplanarak bağımlı değişken olarak ele almışlardır. Çalışmanın sonucuna göre; paydaş, sürdürülebilirlik ve toplum katsayılarının karlılık üzerindeki etkisi negatifken, müşteri, risk yönetimi, yenilik, çevre ve çalışan katsayılarının karlılık üzerindeki etkisi pozitifdir.

Aytekin ve Erol (2018), işletmelerin sürdürülebilirlik endeksinde yer alabilmeleri için sadece finansal performansın yeterli olup olmadığını incelemek amacıyla, Kasım 2016 - Ekim 2017 döneminde BISTSE'de yer alan 63 işletmenin finansal

performansları 10 finansal oran kullanarak ARAS (Additive Ratio Assesment) yöntemiyle analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda, endekste yer alan işletmelerin çevresel, sosyal ve yönetim konusunda gösterdikleri becerinin yanında finansal anlamda da başarı gösterdikleri gözlemlenmiştir.

Yıldırım, Kocamış ve Tokur (2018), sürdürülebilirlik endeksindeki işletmeler arasından seçilen 9 işletmenin, endekse girmeden önceki ve girdikten sonraki finansal performanslarının karşılaştırılmasını amaçladıkları çalışmalarında, işletmelerin dönemler arası performans farklılıkları t testi istatistik tekniği ile ölçülmek için, her işletmenin 10 finansal oranını hesaplamışlardır. Çalışma sonucunda, söz konusu işletmelerin endekse girdikten sonra finansal performanslarının olumlu yönde arttığını gözlemlenmiştir.

Soytaş, Denizel, Uşar, Ersoy (2017), finansal performans ve sürdürülebilirlik arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla, 214 Kuzey Amerika işletmesinin özsermaye karlılık oranı ve aktif karlılık oranlarının bağımlı değişken olarak seçildiği, lineer regresyon analizi yapmıştır. Analiz sonucunda, sürdürülebilirliğin finansal performansı pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, işletme büyüklüğü ve işletmelerin geçmişe yönelik performansları analize eklendiğinde eklediklerinde, sürdürülebilirliğin etkisinin azaldığını ve istatistiksel olarak anlamsız hale geldiği sonucuna ulaşılmıştır.

Gök ve Özdemir (2017), risk ayarlı getiri analizi yapmak amacıyla CAPM bazlı Jensen alfası ölçümü kullandıkları çalışmada, 4 Kasım 2014 - 30 Aralık 2016 döneminde BIST100 ve BISTSE'de yer alan işletmelerin finansal performanslarının karşılaştırılması amaçlanmıştır. Bu amaçları doğrultusunda endekslerin Sharpe oranlarını hesaplamışlar ve tahmin yapabilmek için, BISTSE ile BIST100 endeksinin koşullu volatiliteleri tek değişkenli EGARCH (1,1) modelini uygulamışlardır. Çalışma sonucunda, ham getiriler ve standartlar sapmaları bakımından BISTSE'de yer alan işletmelerin oranlarının daha yüksek olduğunu elde etmişlerdir. Aynı şekilde Sharp Rasyosu'nun da BIST100 Endeksi için hesaplanan orandan daha yüksek olduğunu ve Jensen alfasının pozitif ve sıfıra yakın olduğunu analiz etmişlerdir.

Altınay v.d. (2017), 2014- 2017 yıllarında BISTSE'de bulunan 4 bankanın endekse dahil olmadan önce ve endekse dahil olduktan sonraki hisse senedi değerlerini analiz

etmişlerdir. Analiz sonucuna göre, bankaların endekse dahil olmadan önce ve dahil olduktan sonraki değerleri arasında farka ulaşamamışlardır.

Çıtak ve Ersoy (2016), çalışmalarında 4 Kasım 2014 - 19 Haziran 2015 döneminde BIST30 ve BISTSE'de yer alan işletmelerin finansal performanslarının karşılaştırmasını yapmışlardır. Veri olarak iki grup için ayrı ayrı hesaplanan günlük, haftalık, aylık getiri oranları ve PD/DD oranlarının kullandığı çalışmada, ortalama testleri ve olay çalışması olarak iki farklı yöntem kullanılmıştır. Çalışmanın ortalama testi sonucuna göre; sürdürülebilirlik endeksinde yer alan işletmelerin getiri oranı ortalamaları daha yüksektir ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Endekste yer alan işletmelerin PD/DD oranı, istatistiksel olarak daha yüksektir. Olay çalışması sonucuna göre ise; endeksinde yer alan işletmelerin aşırı getiri oranı ortalaması sıfırdan farklı değildir.

Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu (2013), tarafından yapılan çalışmada BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin incelenmesi dolayısıyla bu çalışmayla benzerlik gösterdiği kabul edilebilir. Söz konusu çalışma 2009- 2011 döneminde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören 18 işletmenin her biri için 9 finansal oran hesaplanmış ve TOPSIS yöntemiyle analiz edilmiştir. Analiz sonucunda, işletmelerin kurumsal yönetim notları baz alınarak yapılan sıralama ile, finansal performans notları baz alınarak yapılan sıralamanın paralel yönde hareket etmediği ve işletmelerin kurumsal yönetim kalitelerinin finansal performanslarına yansımadağı sonucuna ulaşılmıştır.

Alparslan, Aygün (2013), sürdürülebilirlik ve finansal performans değişkenleri arasındaki ilişkiyi incelemek amaçlı bir çalışma gerçekleştirdikleri çalışmada, finansal performans göstergesi olarak özsermaye karlılık oranı ve Tobin's q değişkenleri kullanılırken, sürdürülebilirlik göstergesi olarak da, işletmelerin söz konusu dönemlerde yapmış oldukları bağış ve yardımlar temel alınmıştır. BIST'te kayıtlı 117 işletmenin verilerinin regresyon ve korelasyon analiziyle yorumlandığı çalışma sonucuna göre, sürdürülebilirlik ve finansal performans arasında pozitif bir ilişki mevcuttur.

Fettahoğlu (2013), 2009-2011 yılları arasında BIST'te yer alan 16 işletmenin finansal ve sosyal sorumluluk performansları arasındaki bağlantıyı incelemek amacıyla bir

Çalışma gerçekleştirmiştir. zsermaye karlılığı, aktif karlılığı, finansal kaldıraç oranı, varlık devir hızı, pay başına kar ve pay senedi getirisi değerlerinin finansal performans için bağımlı değişken olarak değerlendirildiği çalışmanın sonucuna göre; finansal kaldıraç oranı ile sosyal sorumluluk bileşenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki, varlık devir hızı ile sosyal sorumluluk bileşenleri arasında da istatistiksel açıdan anlamlı ilişkiler bulunmuştur. zsermaye karlılığı, aktif karlılığı, pay başına kar ve pay senedi getirisi değişkenleriyle, sosyal sorumluluk arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır.

Aggarwa (2013), tarafından yapılan ve sürdürülebilirlik çalışması yapan işletmelerin karlı olup olmadığını araştıran bir diğer araştırma, Hindistan Borsası Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan 20 işletmenin finansal verilerini analiz ederek, işletmelerin kurumsal sürdürülebilirlik notları ile finansal performansları arasında pozitif ve istatistiki olarak anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Reddy ve Gordon (2010), yaptıkları çalışmada Avustralya Borsasına kayıtlı 17 işletme ile, Yeni Zelanda Borsasına kayıtlı 51 işletmenin sürdürülebilirlik raporları aracılığıyla oluşturulan sürdürülebilirlik notlarını incelemişlerdir. işletmelerin karlılığı ve sürdürülebilirlik arasındaki bağlantıyı analiz etmeyi amaçladıkları çalışma sonucunda, bu iki değişken arasında istatistiki açıdan anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir.

Kennedy, Weaver, Gupta, (2009), kurumsal yönetim notları ve finansal performans arasındaki ilişkinin yönünü analiz etmek amacıyla bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Kurumsal yönetim notuna dair bazı faktörler ile işletme değeri ve finansal performans arasında bir ilişki kurulmuş olsa da, bu ilişkinin devamlılık göstermemesi sebebiyle, çalışma sonucunda değişkenler arasında bir ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır.

Lopez, Garcia, Rodriguez (2007), alışmasında Dow Jones Borsası'nda işlem gören ve 55 tanesi Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan 110 işletmeyi incelemiştir. Çalışmaya konu işletmeler için hesaplanan çeşitli finansal oranlar, doğrusal regresyon yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışma sonunda 1999 - 2001 döneminde işletmelerin sürdürülebilirlik endeksinde yer almalarının finansal açıdan etki

yaratmadığı tespit edilirken, 2001 - 2004 yılları arasında, istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif etki yarattığı gözlemlenmiştir.

3.2.Çalışmanın tanımı ve amacı

Sürdürülebilirlik, içinde bulunduğumuz dönemin üzerinde en çok tartışılan kavramlarından biri olmuştur. Günümüzde ülkelerin ekonomi stratejileri gibi makro düzeyden, günlük hayatta bireylerin yaşam şekli gibi mikro düzeye kadar çeşitli alanlarda kendine yer bulan sürdürülebilirlik kavramı, akademik çalışmalara da çokça konu olmaktadır.

Karlılığın, işletmelerin temel amaçlarından biri olduğu durumundan hareket edilerek, çalışmada finansal performansı ölçme aracı olarak özsermaye karlılığı ve aktif karlılık kullanılmış, sürdürülebilirlik çalışmalarının ve diğer 11 finansal oranın, bu iki karlılık oranını hangi yönde etkilediği araştırılmıştır. Kısacası çalışmanın çıkış noktası, sürdürülebilirliğe dair çalışmaların işletmeler için finansal açıdan nasıl bir etkiye sahip olduğunun test edilmek istenmesidir. Sürdürülebilirliği kendine temel alan işletmeleri kapsamı dolayısıyla sürdürülebilirlik göstergesi olarak, BISTSE'de yer alan işletmelerin finansal verileri kullanılmıştır.

Çalışmanın daha anlamlı olması, karşılaştırılabilmesi ve bu bağlamda akademik literatüre katkı sağlayabilmesi için, çalışmada, BISTSE'de bulunmayan işletmelerin performanslarına da yer verilmiştir. Ayrıca, çalışmada ele alınan 38 işletmenin tamamı, ilgili dönemlerde BIST100 listesinde yer almış olan işletmelerden seçilmiştir.

3.3. Çalışmanın kapsamı

Çalışma kapsamına BISTSE'nin ilk açılış tarihi olan 2014 Ekim'den, 2018 Aralık dönemine kadar kesintisiz olarak BISTSE'de yer almış olan 11 işletme (bkz. EK1), yine aynı dönem içinde kesintisiz olarak BIST100'de yer almış ancak hiç BISTSE'ye dahil olmamış 27 işletme (bkz. EK2) dahil edilmiştir. Söz konusu işletmelerden daha

farklı finansal yapılara sahip olmaları dolayısıyla, bankalar çalışmaya dahil edilmemişlerdir.

3.4. Çalışmanın kısıtları

Çalışma verileri ve sonuçları açısından değerlendirilirken şu kısıtlamalar göz önünde bulundurulmalıdır;

- Çalışmada 2014 yılının son çeyreğinden, 2018 yılının son çeyreğine kadarki dönem içinde BIST100'de ve BISTSE'de yer alan toplam 38 işletme ve 17 çeyreklik dönem dikkate alınarak oluşturulmuştur. Bu nedenler çalışma söz konusu işletmelerin yalnızca 17 çeyrek dönemlik performanslarını açıklamaktadır.
- Çalışmada söz konusu işletmelerin her biri için 13 finansal oran kullanılmıştır.
- Çalışma verileri yalnızca panel veri analiziyle incelenmiştir.

3.5. Veri ve Metodoloji

Çalışmada kullanılan veriler, çalışmanın yöntemi ve yapılan testlerin ayrıntıları bu bölümde yer almaktadır.

3.5.1 Çalışmada kullanılan değişkenler

Çalışmada yer verilen 38 işletmenin 2014 yılının son çeyreğinden 2018 yılının son çeyreğine kadarki sürede geçen, 17 çeyreklik dönemi içeren finansal verilerinden hareketle oluşturulmuş olan, 13 adet finansal oran (bkz Tablo3) çalışmaya dahil edilmiştir. Sürdürülebilirlik politikasının şirketlerin finansal performanslarını ne yönde etkilediği ise kukla değişkenle, bağımsız değişken olarak analizde yer almaktadır. BISTSE'de yer alan işletmeler "1", BISTSE'de yer almayan işletmeler ise "0" olarak analize dahil edilmiştir.

Değişkenlerin hesaplanış biçimi ve işletme muhasebesinde ifade ettiği anlam çalışmanın ikinci bölümünde ayrıntılı olarak açıklanmıştır. Çalışmada kullanılan tüm finansal oranlar Finnet2000 paketinden elde edilmiştir.

Tablo 3. Çalışmada Kullanılan Değişkenler

Değişkenin grubu	Değişkenin adı	Değişken Kısaltması
Karlılık oranları (bağımlı değişkenler)	Aktif karlılık	Y1
	Özsermaye karlılığı	Y2
Likidite oranları	Cari oran	X1
	Likit oran	X2
	Nakit Oran	X3
Faaliyet oraları	Alacak devir hızı	X4
	Aktif devir hızı	X5
Büyüme oranları	Özsermaye büyüme oranı	X6
	Aktif büyüme oranı	X7
Borsa performans oranları	Piyasa değeri / defter değeri	X8
	Hisse başına kazanç oranı	X9
	Fiyat / kazanç oranı	X10
Mali yapı oranı	Finansal kaldıraç oranı	X11
Dummy	BISTSE'de ise 1 değilse 0	D
Mevsimsel dummy	Q1 ise 1 değilse 0	D1
	Q2 ise 1 değilse 0	D2
	Q3 ise 1 değilse 0	D3
	Q4 ise 1 değilse 0	D4

3.5.2. Çalışmanın yöntemi

Ekonometrik analizlerin en önemli noktası, tahminin güvenilirliğini attırması açısından, verilerin güvenilir kaynaklardan ve kullanılacak modele uygun biçimde toplanılmasıdır. Analizlerde kullanılan 3 çeşit veri türü vardır (Tatoğlu, 2012, s. 1);

1. *Zaman serisi*: Değişkenlerin gün, ay, yıl gibi zaman ifade eden birimlere göre değişimini ifade eden verileri kapsamaktadır. Yıllık milli gelir, günlük hisse senedi bu veri türüne örnek verilebilir.
2. *Yatay kesit veri*: Zaman biriminin sabit fakat birey, hane halkı, işletme, sektör gibi birimlerin farklı olduğu veri türüdür. 2017 yılının ocak ayında Türkiye'de illere göre otomobil sayısını gösteren bir tablo yatay kesit verisine örnek verilebilmektedir.
3. *Panel veri*: Yatay kesit verilerinin belli bir dönemde bir araya getirilmesiyle elde edilen veridir. N sayıdaki birime karşılık gelen t sayıdaki gözlemleri içermektedir. Türkiye illerinin 1980 - 2000 yılları arasındaki buğday üretimi bu veriye örnek gösterilebilir.

Çalışma analizine konu olan verilerin hem zaman serisi hem de yatay kesit içermesinden dolayı analiz yönteminin panel veri analizi olmasını gerektirmektedir.

3.5.2.1. Panel veri analizi

Bir konu hakkında hem zamana, hem de birimlere göre analiz yapıp, değişimler ayrı ayrı incelendiğinde, karmaşık sonuçlar elde edilebilmektedir. Bu şekilde ayrı ayrı inceleme yapmak yerine, iki veri türünün birleştirilmesi, karmaşık karşılaştırmaları ve sonuçları engelleyerek, daha sağlıklı sonuçlar elde edilmesini sağlayacaktır. Yatay kesit birimlerinin zamana göre değişimini gösteren, yani zamana ve birime göre elde edilmiş verilerin birleştirilmesiyle oluşturulan yeni veriye "panel veri" denilmektedir (Güriş, et al., 2018, s. 4).

3.5.3. Çalışmada kullanılan modeller ve test edilen hipotezler

Çalışmanın karlılık oranları olan aktif karlılık ve özsermaye karlılık oranı, bağımlı değişken olarak ele alınmış ve bu doğrultuda iki ayrı model kurulmuştur. Tahmin edilen modeller şu şekildedir;

Model1: BISTSE'de bulunmanın ve diğer finansal oranların işletmenin aktif karlılığı üzerindeki etkisi

$$y_1 = x_{1it} + x_{2it} + x_{3it} + x_{4it} + x_{5it} + x_{6it} + x_{7it} + x_{8it} + x_{9it} + x_{10it} + x_{11it} + d_{it} + d_{1it} + d_{2it} + d_{3it} + e_{it} \quad (14)$$

Model2: BISTSE'de bulunmanın ve diğer finansal oranların işletmenin özsermaye karlılığı üzerindeki etkisi

$$y_2 = x_{1it} + x_{2it} + x_{3it} + x_{4it} + x_{5it} + x_{6it} + x_{7it} + x_{8it} + x_{9it} + x_{10it} + x_{11it} + d_{it} + d_{1it} + d_{2it} + d_{3it} + e_{it} \quad (15)$$

Modellerde yer verilen sembollerin anlamları şu şekildedir;

- y = bağımlı değişkenler (y_1 =aktif karlılık oranı, y_2 =özsermaye karlılık oranı)
- x = bağımsız değişkenler (finansal oranlar)
- i = 38 (işletme sayısı)
- t = 2014q4-2018q (çeyreklik dönemler)
- d = BISTSE'de bulunma / bulunmama durumu (BISTSE'de yer alan işletmeler "1", BISTSE'de yer almayan işletmeler ise "0" olarak analize dahil edilmiştir.)
- e = hata terimi

Bu çalışmada test edilecek hipotezler şu şekildedir;

H1: BISTSE'de bulunmanın işletmelerin aktif karlılığı üzerinde etkisi vardır.

H2:BISTSE'de bulunmanın işletmelerin özsermaye karlılığı üzerinde etkisi vardır.

3.5.4. Doğru tahmincinin tespitine yönelik yapılan testler

Çalışma boyunca tüm testler STATA programında yapılmış ve test hipotezleri 0,1 güven aralığında yorumlanmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenlere dair betimleyici istatistikler şu şekildedir;

Tablo 4. Değişkenlere Yönelik Betimleyici İstatistikler

Değişken	Gözlem Sayısı	Ortalama	Standart Sapma	Alt Değer	Üst Değer
firmalar	646	19.5	1.097.435	1	38
y1	646	3.520.918	1.298.618	-9.285.551	1.038.414
y2	646	8.230.892	2.165.375	-2.033.103	1.177.074
x1	646	4.714.521	1.672.821	0	2.299.555
x2	646	4.155.572	1.590.662	0	2.141.515
x3	646	1.547.617	3.880.391	0	4.164.725
x4	646	9.151.918	5.593.035	0	8.340.961
x5	646	.7450383	.7808901	0	487.349
x6	646	159.665	3.865.212	-7.210.367	6.667.089
x7	646	2.250.051	3.919.639	-6.757.543	5.453.012
x8	646	1.897.899	2.446.702	-5.538.057	2.984.334
x9	646	2.792.345	8.478.925	0	1.103.238
x10	646	1.850.456	5.160.208	0	6.121.265
x11	646	5.716.751	4.647.671	0	373.576
d	646	.2894737	.4538695	0	1
d1	646	.2352941	.4245112	0	1
d2	646	.2352941	.4245112	0	1
d3	646	.2352941	.4245112	0	1
d4	646	.2941176	.4559982	0	1
dönemler	646	2.269.737	4.905.392	218	235

Tablo4'te veri setinde bulunan değişkenlere ilişkin betimleyici istatistikler yer almaktadır. Buna göre analizde 646 adet gözlem bulunmaktadır ve analizdeki tüm

değişkenler her bir zaman dilimi boyunca gözlemlendiği için, analizde kullanılan panel veri seti dengeli panele örnek olmaktadır.

Çalışmada sürdürülebilirlik endeksi ve diğer finansal oran değişkenlerinin işletme karlılığı ile arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmak amacıyla panel veri regresyon analizinden faydalanılmıştır. Doğru tahminciyi belirleyebilmek adına,yapılan sınamalar ve testler şu şekildedir;

- Yatay kesit bağıllığı sınaması: Pesaran CD Test
- Çoklu doğrusal bağıllık sınaması: Spearman Test
- Varyans sınaması: Wald Test
- Otokorelasyon sınaması: DurbinWatson -BaltagiWu
- Hausman Testi

3.5.4.1. Pesaran CD Test

Birimler arası korelasyon hipotezi Pesaran CD testi ile sınanmıştır. Testin, istatistik ve olasılık değerine Tablo5'te yer verilmiştir.

Tablo 5. Pesaran CD Test Sonucu

	Test istatistiği	Olasılık (p) değeri
Model 1	0.319	0.0662
Model 2	0.322	0.0059

Tablo5'de yer alan sonuçlar dikkate alındığında, 2 model içinde olasılık değeri 0.10'dan küçük olduğu için, Pesaran Testi'nin "*H0: yatay kesit bağımlılığı bulunmamaktadır*" hipotezi reddedilmekte ve bu doğrultuda yatay kesit bağımlılığı vardır sonucuna varılmaktadır.

3.5.4.2. Spearman Testi

İki modelde de kullanılan açıklayıcı değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun olup olmadığı Spearman testi aracılığı ile araştırılmıştır. Test sonuçlarının tamamına EK3'de yer verilmiştir.

Spearman test sonuçları incelendiğinde, x1 ve x2 değişkenleri arasında %93 oranında ilişki bulunduğu görülmektedir. Bu değişkenlerin çalışmadaki yerlerine bakıldığında, cari oranını ifade eden x1 ve likit oranı ifade eden x2 değişkenlerinin formüllerinin birbirlerine çok yakın değerleri işaret ettikleri görülmektedir. Aynı şekilde veri setinde de, işletmelerin bu oranları birbirlerine oldukça yakın değerlere sahiptir. Dolayısıyla, test sonucunda bu iki değişken yüksek oranda ilişkili çıkmaktadır. Bu nedenle likit oranı işaret eden x2 değişkeni analizden çıkarılacaktır. Ayrıca x2 değişkeninin, x3 ve x11 ile de (diğer değişkenlerin kendi aralarındaki ilişkiye oranla), yüksek ilişkiye sahip olması, değişkeninin modelden çıkarılması yönündeki çözümü destekler niteliktedir.

Sonuç olarak; x2 değişkeni bundan sonraki adımlarda modellerden çıkarılmıştır. Ön test aşamalarından sonra karşılaşılan sorunlara yönelik model tekrar kurgulanmış olup bundan sonra test edilecek modeller şu şekildedir;

Model1: BISTSE'de bulunmanın ve (likit oran dışındaki) diğer finansal oranların işletmenin aktif karlılığı üzerindeki etkisi

$$y_{1t} = x_{1it} + x_{3it} + x_{4it} + x_{5it} + x_{6it} + x_{7it} + x_{8it} + x_{9it} + x_{10it} + x_{11it} + d_{it} + d_{1it} + d_{2it} + d_{3it} + e_{it} \quad (16)$$

Model2: BISTSE'de bulunmanın ve (likit oran dışındaki) diğer finansal oranların işletmenin özsermaye karlılığı üzerindeki etkisi

$$y_1 = x_{1it} + x_{3it} + x_{4it} + x_{5it} + x_{6it} + x_{7it} + x_{8it} + x_{9it} + x_{10it} + x_{11it} + d_{it} + d_{1it} + d_{2it} + d_{3it} + e_{it} \quad (17)$$

3.5.4.3. Hausman Testi

Modellere ilişkin parametrelerin tahmin edilmesinde sabit etkili ve ya tesadüfi etkili tahminciler arasında seçim yapabilmek amacıyla Hausman testi gerçekleştirilmiştir.

Test sonucunun ki-kare ve olasılık değerine Tablo6'da, test sonuçlarının tamamına ise EK4 ve EK5de yer verilmiştir.

Tablo 6. Hausman Test Sonucu

	Ki-kare Değeri	Olasılık (p) değeri
Model1	5.16	0.9714
Model2	4.86	0.9782

Tablo6'da görüldüğü gibi, iki modelin de olasılık değerleri 0,10'dan daha büyük oldukları için, Hausman Testi'nin "*H0:katsayılar arasında fark yoktur*" hipotezi, reddedilememektedir. H0 hipotezi reddedilemediğinde, tahminci olarak tesadüfi etkiler modeliyle devam edilmektedir (Güriş, et al., 2018, s. 72). Kısacası, tahmin süresince iki model için tesadüfi etkiler modeli tutarlıdır.

3.5.4.4. Değiştirilmiş Wald Testi

Tahmin edilen modellerde değişen varyansın sınanmasında Değiştirilmiş Wald testi kullanılmıştır. Test sonucunun ki-kare ve olasılık değerine Tablo7'de, test sonuçlarına ise EK6 ve EK7'de yer verilmiştir.

Tablo 7. Wald Testi Sonucu

	Ki-kare değeri	Olasılık (p) değeri
Model1	444.79	0.0000
Model2	355.95	0.0000

Tablo7’de özet olarak verilen test sonuçlarından da görüldüğü üzere, iki modelinde olasılık değeri 0,10'dan küçük olduğu için, Wald Testi'nin "*H0:Modelde değişen varyans yoktur*" hipotezi 0,10 anlam düzeyinde reddedilmektedir. Sonuç olarak her iki modelde de değişen varyans problemi bulunmaktadır.

3.5.4.5. Durbin Watson Baltagi Wu testleri

Modellerde otokorelasyon sorunu Durbin Watson, Baltagi-Wu eşik değer testleri ile sınanmıştır. Test sonucu değerlerine Tablo8'de yer verilmiştir.

Tablo 8. Durbin Watson Baltagi Wu Otokorelasyon Testi Sonucu

	Durbin Watson	Baltagi Wu
Model 1	1.0642843	1.2641852
Model 2	1.1437075	1.2366699

Tablo8'de görüldüğü üzere iki model de Durbin Watson BaltagiWu testinde, tesadüfi etkiler modelinde her iki test için de eşik değeri olan '2'den küçüktür. Bu durumda iki model için de otokorelasyon vardır yorumu yapılabilmektedir (Tatoğlu, 2012, s. 226).

3.6. Çalışmanın bulguları

Rassal etkiler panel veri yöntemi ile tahmin edilen modelde, otokorelasyon, birimler arası korelasyon ve değişen varyans sorunlarının varlığı sınanmış ve üç soruna da rastlanmıştır. Bu doğrultuda, değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon varlığında dirençli tahminciler veren Driscoll-Kraay tahmincisi kullanılmıştır. Çünkü “*Driscoll ve Kraay’ın metodolojisi yatay kesit ortalamaları serisi için Newey-West türü düzeltme yapmaktadır. Bu şekilde düzeltilmiş standart hata tahminleri, kovaryans matris tahmincilerinin tutarlılığını garantilemektedir.*

Parametre tahminlerinin standart hataları asimptotik kovaryans matrisinin diyagonal elemanlarının karekökleri yardımıyla elde edilmektedir” (Tatoğlu, İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı, 2012). Söz konusu varsayımlardan sapmaların üçü de düzeltilmiştir.

Tablo 9. Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları (Model1)

Bağımsız değişkenler	Değişkenlerin katsayı	Olasılık (p) değeri
BISTSE'de bulunmak / bulunmamak	1.94578	0.082*
Cari oran	-.0663785	AD
Nakit oran	.0035677	AD
Alacak devir hızı	-.00623	0.000***
Aktif devir hızı	1.867412	AD
Özsermaye büyüme oranı	.0412284	0.063*
Aktif büyüme oranı	.0175338	AD
Piyasa değeri / defter değeri	.127393	AD
Hisse başına kazanç oranı	.4305959	0.000***
Fiyat / kazanç oranı	-.0122824	0.065*
Finansal kaldıraç oranı	-.1286586	0.000***
R ²	0.42	

AD: Anlamlı Değil

***: p<0.01 **:p<0.05 *:p<0.10

Tablo9'da Model1 için yapılmış olan Driscoll-Kraay tahmin sonuçlarının özetine yer verilmiştir. (Ayrıntılı sonuç için bkzn. EK8) Tahmin sonuçlarından sonra anlamsız değişkenler çıkarılarak, Model1 için tekrar sınama yapılmıştır.

Model1: BISTSE'de bulunmanın ve finansal oranların (alacak devir hızı, özsermaye büyüme oranı, hisse başına kazanç oranı, fiyat/kazanç oranı, finansal kaldıraç oranı) işletmenin aktif karlılığı üzerindeki etkisi

$$y_1 = x_{4it} + x_{6it} + x_{9it} + x_{10it} + x_{11it} + d_{it} + d_{1it} + d_{2it} + d_{3it} + e_{it} \quad (18)$$

Tablo 10. Nihai Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları (Model1)

Bağımsız değişkenler	Değişkenlerin katsayı	Olasılık (p) değeri
BISTSE'de bulunmak / bulunmamak	2.00237	0.091*
Alacak devir hızı	-.006221	0.004**
Özsermaye büyüme oranı	.0509469	0.013**
Hisse başına kazanç oranı	.4521363	0.000***
Fiyat / kazanç oranı	-.0116675	0.047**
Finansal kaldıraç oranı	-.1218057	0.014**
R ²	0.41	

***: p<0.01 **:p<0.05 *:p<0.10

Yeni kurulan Model1'in nihai Driscoll-Kraay tahmin sonuçlarının özetine Tablo10'da yer verilmiştir. (Ayrıntılı sonuç için bkzn. EK9) Bağımlı değişkeni aktif karlılık oranı olan Model1'in tahmin sonuçlarının, anlamlılık düzeyleri açısından sonuçları şu şekildedir;

- 0.01 düzeyde istatistiksel olarak anlamlı olan finansal oranlar;
hisse başına kazanç oranı, alacak devir hızı
- 0.05 düzeyde istatistiksel olarak anlamlı olan finansal oranlar;
özsermaye büyüme oranı, fiyat/kazanç oranı, finansal kaldıraç oranı
- 0.1 düzeyde istatistiksel olarak anlamlı olan finansal oranlar;
BISTSE' de bulunma

Tablo10'daki R² katsayısına göre, analizde kullanılan 6 değişken, işletmelerin aktif karlılık oranlarındaki değişimin %41'ini açıklama gücüne sahiptir.

Sonuçlar değişkenlerin katsayıları açısından incelendiğinde, alacak devir hızı, fiyat/kazanç ve finansal kaldıraç oranının, aktif karlılık oranını negatif yönde etkilediği görülmektedir. Hisse başına kazanç oranı, özsermaye büyüme oranı ve BISTSE'de bulunma değişkenleri ise, aktif karlılık oranını pozitif yönde etkilemektedir.

Tablo 11. Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları (Model2)

Bağımsız değişkenler	Değişkenlerin katsayı	Olasılık (p) değeri
BISTSE'de bulunmak / bulunmamak	3.895649	AD
Cari oran	-.1708	AD
Nakit oran	.0083581	AD
Alacak devir hızı	-.0132232	0.000***
Aktif devir hızı	4.525977	0.073*
Özsermaye büyüme oranı	-.0477967	0.025**
Aktif büyüme oranı	-.0477967	AD
Piyasa değeri / defter değeri	-.8071413	AD
Hisse başına kazanç oranı	.6006075	0.000***
Fiyat / kazanç oranı	-.0141118	AD
Finansal kaldıraç oranı	-.0493528	AD
R2	0.38	

AD: Anlamlı Değil

***: $p < 0.01$ **: $p < 0.05$ *: $p < 0.10$

Tablo11'de Model2 için yapılmış olan Driscoll-Kraay tahmin sonuçlarının özetine yer verilmiştir (Ayrıntılı sonuç için bkzn. EK10). Tablo11'deki sonuçlara göre; işletmelerin BISTSE'de yer alması, işletmelerin özsermaye karlılık oranları üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir. Çalışmanın, işletmelerin BISTSE'de yer almasının karlılık üzerindeki etkiye odaklanmış olması dolayısıyla, Model2 için tekrar nihai Driscoll-Kraay tahmin sonuçlarını içeren yeni model kurulmamıştır.

Araştırma bulgularının genel olarak özeti şu şekildedir;

- Finansal performansın aktif karlılık oranı üzerinden ölçüldüğü model1'de, BISTSE'de yer almanın işletmelerin aktif karlılığı üzerinde anlamlı ve pozitif yönde etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Yapılan bu analize göre, BISTSE'de yer alan işletmeler, BISTSE'de yer almayan işletmelere göre daha yüksek bir pozitif aktif kârlılığı sahiptir.

- Finansal performansın özsermaye karlılık oranı üzerinden ölçüldüğü model2'de, BISTSE'de yer almanın işletmelerin özsermaye karlılık oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmamıştır.
- Model1 ve Model2'nin analiz sonuçlarına göre *"H1: BISTSE'de bulunmanın işletmenin aktif karlılığı üzerinde etkisi vardır"* hipotezi kabul edilirken, *"H2:BISTSE'de bulunmanın işletmenin özsermaye karlılığı üzerinde etkisi vardır"* hipotezi reddedilmektedir.
- "Özsermaye = aktifler - yükümlülükler" formülünden hareketle, işletmelerin endekste yer almaları, yükümlülüklerinin karlılıklarını olumlu yönde etkilediği yorumu yapılabilir.
- Cari oranın, nakit oranın, aktif büyüme oranının ve piyasa değeri / defter değeri oranının, işletmelerin hem aktif karlılığı hem de özsermaye karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunamamıştır.
- Alacak devir hızı her iki model içinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir. Yani, alacak devir hızı artarsa işletmelerin aktif kârlılığı ve özsermaye kârlılığı azalmaktadır. Alacak devir hızı, işletmenin alacaklarını bir dönemde kaç defa tahsil edildiğini gösteren orandır ve bu oranın artması alacakların likidite değerinin de arttığı anlamına gelirken, oranın küçülmesi ise alacakların vadesinin uzadığı anlamına gelir. Bu açıklamadan hareketle, alacak devir hızının yüksek olması tek başına olumlu olarak yorumlanırken, aktif karlılık ve özsermaye karlılığı üzerindeki etkisi bu çalışma sonucuna göre negatif olarak yorumlanabilmektedir.
- Hisse başına kazanç oranı ve özsermaye büyüme oranı her iki model içinde anlamlı ve pozitif yönde bir etkiye sahiptir. Yani, hisse başına kazanç oranı ve özsermaye büyüme oranı arttığında firmanın hem aktif kârlılığı hem de özsermaye kârlılığı artmaktadır.
- Fiyat / kazanç oranı, özsermaye karlılığı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değilken, aktif karlılık üzerinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir. Yani, işletmelerin fiyat/kazanç oranı arttığında aktif kârlılığı azalmaktadır.
- Finansal kaldıraç oranı, özsermaye karlılığı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip değilken, aktif karlılık üzerinde anlamlı ve negatif bir etkiye sahiptir ve işletmelerin finansal kaldıraç oranı arttığında aktif kârlılığı azalmaktadır.

Çalışmanın literatür taramasına bakıldığında, sürdürülebilirlik ve finansal performans ilişkisinin incelendiği çalışmaların birbiriyle çeliştiği görülmektedir. Farklı analiz tekniklerinin kullanılması, analizlere dahil edilen işletmelerin bir çok yönden farklılık göstermesi, örneklemelerin kısıtlı oluşu, finansal performans veya sürdürülebilirlik göstergelerinin seçim şekli gibi faktörler, farklı sonuçlara ulaşmaya neden olabilmektedir. Dolayısıyla, bu çalışmayla elde edilen sonuçlar, önceki çalışmalarla kıyaslandığında, bazılarıyla tutarlı sonuçlar içerirken, bazılarıyla çelişmektedir.

Soytaş, Denizel, Uşar ve Ersoy (2017), sürdürülebilirliğin finansal performansa pozitif yönde etki sağladığı sonucuna ulaştıkları çalışmalarına, işletme büyüklüğü ve işletmelerin geçmişe yönelik performanslarını da eklediklerinde, sürdürülebilirliğin etkisinin azaldığını ve istatistiksel olarak anlamsız hale geldiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuca ulaşmalarının sebebi olarak, finansal performans ve sürdürülebilirliğe dair içsel sorunlara dikkat çekmişlerdir. Dolayısıyla, analizlerden elde edilen sonuçlar ışığında, işletmelerin sürdürülebilirlik çalışmalarına başlamaları, karlılık oranlarının analiz sonuçlarıyla paralel şekilde artacağı anlamına gelmemektedir (Soytaş, Denizel, Uşar, & Ersoy, 2017, s. 142).

SONUÇ

Son yıllarda artan iklim felaketleriyle birlikte, çevresel sorunların geri dönüşü olmayan bir biçimde artması, devletlerin, toplumların, şirketlerin ve bireylerin sürdürülebilirlik konusunu daha çok tartışmasına zemin hazırlamıştır. İşletmeler açısından bakıldığında çok geniş ve kapsamlı bir süreci işaret eden sürdürülebilirlik kavramı, en kaba tabiriyle, üretim fonksiyonunun insana ve çevreye zararının en aza indirecek stratejileri içermektedir (Yavuz V. A., 2010, s. 64).

Günümüzde işletmeleri sürdürülebilir olmaya zorlayan çeşitli etkenler mevcuttur. Bu etkenlerin bir kısmı maddi faktörlerken, bir kısmı da kurumsal kimlik edinme amacı taşıyan etmenlerdir. İşletmelerin sürdürülebilirliğe dair çalışmaları iktisadi açıdan değerlendirildiğinde, birer ticari kuruluş olmaları nedeniyle, bu çalışmaların esas nedeni kar edebilmek ve böylece devamlılığı sağlamak olduğu görülmektedir. Ancak günümüzün değişen dinamikleriyle birlikte, muhasebesel karı arttırabilmek için her türlü faaliyeti doğru kabul eden yaklaşım terk edilmeye başlanmıştır. Başka bir deyişle, geçmişin finansal içerikli beklentileri, yerini sosyal ve çevresel faktörleri de dikkate alarak, kar elde edebilen kuruluşlara bırakmıştır (Kuşat, 2012, s. 228). Sürekli değişim ve dönüşüm içinde olan günümüz dünyasında, işletmelerin yaşamlarına devam ettirebilmeleri bu değişime ayak uydurabilmelerine bağlıdır. Özellikle de insanlığın dünya üzerindeki varlığını tehlikeye atacak durumlara karşı, duyarsız kalan işletmelerin artık hayatta kalabilme olasılıkları yoktur (Yavuz V. A., 2010, s. 81). Kısacası, işletmelere dair hala kar beklentisi bulunmaktadır, ancak karın elde ediliş şekli de, günümüzde en az kar kadar dikkate alınan faktörler arasına girmiştir (Kuşat, 2012, s. 228).

Bu çalışma, işletmelerin temel amacının kar olmasına dayanarak, günümüzün popüler tartışmalarından olan sürdürülebilirlik çalışmalarının, işletmelerin karlılıklarına olan etkilerinin araştırılması amacıyla yapılmıştır. Bu bağlamda, karlılık oranlarındaki değişim finansal performans göstergesi olarak ele alınmıştır. Çalışma, BISTSE'nin ilk dönemi olan 2014 yılının son çeyreğinden, 2018 yılının son

çeyreğine kadarki 17 çeyreklik dönemi içermektedir. Araştırma kapsamına, söz konusu dönemlerde kesintisiz biçimde BISTSE'de yer alan ve söz konusu dönemlerde hiç yer almamış 38 işletme için ayrı ayrı hesaplanan 13 finansal oran dahil edilmiş ve uygulama panel veri analiziyle yapılmıştır.

Çalışmanın amacı doğrultusunda, bağımlı değişkenleri aktif karlılık oranı ve özsermaye karlılık oranı olan iki farklı model kurulmuştur. Bağımlı değişkeni aktif karlılık oranı olan model analizi sonucunda, BISTSE'de yer alan işletmelerin, BISTSE'de yer almayan işletmelere göre, daha yüksek bir pozitif aktif kârlılık oranına sahip olduğu görülmüştür. Bağımlı değişkeni özsermaye karlılık oranı olan model analizinde ise, işletmelerin BISTSE'de yer almasının, özsermaye karlılık oranı üzerinde anlamlı bir etkiye sahip olmadığı sonucu elde edilmiştir. Dolayısıyla, bu çalışmada yapılan analize göre, işletmelerin sürdürülebilirliğe dair yaptığı çalışmalar, işletmenin aktif karlılığı üzerinde pozitif bir etkiye sahipken, özsermaye karlılığı üzerinde herhangi bir etkiye sahip değildir.

Türkiye'de kısıtlı düzeylerde kalmış olsa da, sürdürülebilirlik ve finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen uluslar arası düzeyde çok çeşitli çalışmalar mevcuttur. Bu çalışmalara incelendiğinde, sürdürülebilirliğin finansal performans üzerinde etkisinin pozitif yönde olduğu sonuçlar daha çok olsa da, aralarında negatif bir ilişki bulunmuş ya da anlamlı bir ilişki bulunamamış çalışmalarda mevcuttur. Özellikle sonuçların pozitif bulunduğu çalışmalarda kullanılan yöntemlerin birbirlerinden farklı olması, iki değişken arasındaki ilişkin pozitif olduğunun kabulü için bilimsel açıdan yetersiz bulunmaktadır (Soytaş, Denizel, Uşar, & Ersoy, 2017, s. 140).

Sürdürülebilirliğe dair teorik ve pratik çalışmalar incelenirken, nedensellik etkisi göz önüne alınmalı ve işletmelerin kendi içsel mekanizmaları özelinde yorumlanmalıdır. Verilerin, değişkenlerin, göstergelerin ve yöntemlerin, sonuçları çok farklı yöne doğru çekebilme gücüne sahip olduğu göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca, sürdürülebilirliğe dair çalışmalardan sonuç alınabilmesi için uzun vadenin gerekli olduğu unutulmamalıdır. Çok geniş bir alanda değişim ve dönüşümü gerektirmesi, fazladan ve yüksek maliyetlere neden olması dolayısıyla, sürdürülebilirlik çalışmaları kısa vadede işletmeyi olumsuz yönde etkileyebilmektedir. Bu tür çalışmaların işletmelerin karlılık ve kurumsal kimliklerine olumlu katkılar yapması ve daha uygun

maliyetlerle bu çalışmalarını devam ettirebilmeleri için uzun vadeler gereklidir. Ayrıca sürdürülebilirlik ve finansal performans ilişkisinin pozitif yönde olabilmesi, işletmenin faaliyet gösterdiği piyasalarla da ilişkilidir. Son olarak; sürdürülebilirlik çalışmalarının esas amacı işletmelerin çevreye ve insana hasar vermeden ekonomik kazanım elde etmelerini sağlamaktır. Dolayısıyla, işletmelerin bu tür çalışmalarla kısa sürede fazladan kar sağlayamıyor olmaları, bu çalışmalardan vazgeçecekleri anlamına gelmemelidir.



KAYNAKÇA

Kitaplar

Akgüç, Ö. (1979). *Mali Tablolar Analizi*. İstanbul: Sermet Matbaası.

Akıncı, N., & Erdoğan, N. (1995). *Finansal Tablolar ve Analizi*. İzmir: Barış Yayınları.

Arat, E. (2005). *Finansal Analiz Aracı Olarak Oranlar*. İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihat Sayar eğitim Vakfı Yayınları.

Aydınlı, G. I. (2013). *Halka İlişkiler Ekseninde Kurumsal Sosyal Sorumluluk*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.

Dayı, F. (2013). *Sağlık Bilimlerinde Uygulamalı Finansal Analiz*. Bursa: Ekin Basın Yayın Dağıtım.

Elmas, B. (2015). *Finansal Tablolar Analizi*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.

Erdem, A., & Taşkın, G. (2011). *KPSS Genel Muhasebe*. Ankara: Yargı Yayınevi.

Güriş, S., Akay, E. Ç., Güriş, B., Saçıldı, İ. S., Ün, T., Genç, E. G., et al. (2018). *Uygulamalı Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Der Yayınları.

Lazol, İ., & Çabuk, A. (2005). *Mali Tablolar Analizi*. İstanbul: Nobel Yayın Dağıtım.

Lazol, İ., & Çabuk, A. (2012). *Mali Tablolar Analizi*. Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.

Tatoğlu, F. Y. (2012). *İleri Panel Veri Analizi Stata Uygulamalı*, İstanbul: Beta Basım A.Ş.

Tatoğlu, F. Y. (2012). *Panel Veri Ekonometrisi*. İstanbul: Beta Basım A.Ş.

Topak, M. S. (2015). *Finansal Tablolar Analizi Ders Notları*. İstanbul: İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odası.

Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu. (2018, Aralık 31). *Finansal Yönetim ve Mali Analiz*. İstanbul, Şişli, Türkiye

Makaleler

Aggarwal, P. (2013). Global Journal of Management and Business Research Finance . 13 (11), 60 - 70.

Ajar, A., & Aygün, M. (2013). *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18 (1), 435, 448.

Akbulut, R., & Rençber, Ö. F. (2015). BİST'te İmalat Sektöründeki İşletmelerin Finansal Performansları Üzerine Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , 117, 136.

Alagöz, M. (2004). Sürdürülebilir Kalkınmanın Paradigması. *Selçuk Üniversitesi İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 4 (8).

Altay, A. (2018). Mali analiz Teknikleri ve Sektörel Farklılıkları Alanında Kavramsal Bir İnceleme. *Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi*, 5 (1), 19 - 27.

Altınay, A., Kaki, B., Kestane, A., Soba, M., Dinçer, Ö., & Şık, E. (2017). Sürdürülebilirlik Endeksinin Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Değerlerine Etkileri, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Üzerine Bir Çalışma. *Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 17 (34), 264, 284.

Ararat, M., & Eroğlu, M. (2017). Yönetişim (Kurumsal Yönetim) Kalitesi Açısından İcra ve Kontrol İşlevlerinin Ayrılığı ve Türkiye'deki Geleneksel Yapılanmaların Şirket Performansına Muhtemel Etkisi. *Kadir Has Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 5 (1), 105 - 122.

Argüden, Y. (2015). Sürdürülebilir Bir Gelecek İçin İyi Yönetişim. *Kurumsal YönetimDergisi*, 26-28.

Atabek, G. S., & Van Het Hof, S. D. (2008). Corporate Social Responsibility : A Critical Appraisal Via Turkish Examples . *Mass Media and Information Security of Society*, (s. 22 - 31).

Atmaca, M., & Çelenk, H. (2011). Uluslararası Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarının Finansal Analize Etkilerinin Regresyon Analizi İle Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* , 113 - 125.

Aydeniz, Ş. (2009). Makroekonomik Göstergelerin Firmaların Finansal Performans Ölçütleri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma: IMKB'ye Kote Gıda ve İçecek İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama . *Marmara Üniversitesi İİBF Dergisi* , 17 (2), 263 - 277.

Aytekin, S., & Erol, A. F. (2018). Finansal Performans Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansının Temel Belirleyicisi Midir? BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde ARAS Yönetimiyle Bir Uygulama. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi* , 869 - 886.

Bakırcı, F., Shiraz, S., & Sattary, A. (2014). BIST'da Demir Çelik Metal Ana Sanayii Sektöründe Faaliyet Gösteren İşletmelerin Finansal Performans Analizi: VZA Süper Etkinlik ve TOPSIS Uygulaması. *Ege Akademik Bakış*, 14 (1), 9 - 19.

Baykal, H., & Baykal, T. (2008). Küreselleşen Dünyaada Çevre Sorunları. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5 (9).

Bıçakçı, A. B. (2012). Sürdürülebilirlik Yönetiminde Halkla İlişkilerin Rolü. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 4 (1), 47-56.

Bilgili, M. Y. (2017). Ekonomik, Ekolojik ve Sosyal Boyutlarıyla Sürdürülebilir Kalkınma. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10 (49), 559, 569.

Birgili, E., & Düzer, M. (2010). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firmaa Değeri İlişkisi: IMKB'de Bir Uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (46), 74 - 83.

Bülüç, F., Özkan, O., & Ağırbaş, İ. (2017). Oran Analizi Yöntemiyle Özel Hastane Finansal Performansının Değerlendirilmesi. *International Journal of Academic Value Studies*, 3 (11), 64 - 72.

Çabuk, A. (1989). *Mali Tablolar Analizi*. Bursa: Uludağ Üniversitesi Basım Evi.

Çelik, İ., & Ayan, S. (2017). Veri Zarflama Analizi İle İmalat Sanayi Sektörünün Finansal Performans Etkinliğinin Ölçülmesi : Borsa İstanbul'da Bir Araştırma. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi*, 8 (18), 56 - 74.

Çıtak, L., & Ersoy, E. (2016). Firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Alınmasına Yatırımcı Tepkisi: Olay Çalışması ve Ortalama Testleriyle Bir Analiz. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 8 (1), 43 - 57.

Ege, İ., Topaloğlu, E. E., & Özyamanoğlu, M. (2013). Finansal Performans İle Kurumsal Yönetim Notları Arasındaki İlişki: BIST Üzerine Bir Uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5 (9), 100, 117.

Elitaş, C., & Ağca, V. (2006). Firmalarda Çok Boyutlu Performans Değerleme Yaklaşımları: Kavramsal Bir Çerçeve. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 343 - 370.

Engin, E., & Akgöz, B. E. (2013). Sürdürülebilir Kalkınma ve Kurumsal Sürdürülebilirlik Çerçevesinde Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramının Değerlendirilmesi. *Selçuk Üniversitesi İletişim Fakültesi Akademik Dergisi*, 8 (1), 85-94.

Ertuğrul, M. (2009). Finansal Performans Ölçümlerinde dönüşümlerin Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Makalesi*, 9 (1), 19 - 46.

Fettahoğlu, S. (2014). İşletmelerde Sosyal Sorumluluk ile Finansal Performans Arasındaki İlişki: İMKB'ye yönelik Bir Uygulama. *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 6 (1), 11, 20.

Gupta, P., Kennedy, D., & Weaver, S. (2009). Corporate Governance and Firm Value: Evidence from Canadian Capital Markets. *Corporate Ownership and Control Journal*, 6 (3), 1,35.

Gök, İ. Y., & Özdemir, O. (2017). Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik endeksinin Performans Karakteristiği. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyoekonomi Dergisi* , 87 - 105.

Gümüş, U. T., Şakar, Z., Akkın, G., & Şahin, M. (2017). Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST'te İşlem Gören Çimento Firmaları Üzerine Bir Analiz. *Karadeniz Sosyal Bilimler Dergisi* , 1 - 23.

Harris, J. M. (2000). Basic Principles of Sustainable Development. *Global Development and Environment Institute* , 1, 25.

Helvacı, M. A. (2002). Performans Yönetimi Sürecinde Performans Değerlendirmenin Önemi. *Ankara Üniversitesi Eğitim Bilimleri Fakültesi Dergisi*, 35 (1 - 2), 155 - 169.

İç, Y. T., Tekin, M., Pamukoğlu, F. Z., & Yıldırım, S. E. (2016). Kurumsal Firmalar İçin Bir Finansal Performans Karşılaştırma Modelinin Geliştirilmesi. *Gazi Üniversitesi Mühendislik ve Mimarlık Fakültesi Dergisi*, 30 (1), 71 - 85.

İplik, F. N. (2004). Dört ve Beş Yıldızlı Otel İşletmelerinde Çalışan Personelin Performans Değerlendirme Faaliyetleri: Çukurova Bölgesi Örneği. *Anatolia: Turizm Araştırmaları Dergisi*, 15 (2), 195 - 205.

Kaya, A. K., & Gülhan, Ü. (2010). Küresel Finansal Krizin İşlemelerin Etkinlik ve Performans Düzeylerine Etkileri: 2008 Finansal Kriz Örneği. *İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Ekonomi ve İstatistik Dergisi* (11), 62 - 89.

Kılıç, S. (2012). Sürdürülebilir Kalkınma Anlayışının Ekonomik Boyutuna Ekolojik Bir Yaklaşım. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi* (47), 201 - 226.

Kubalı, D. (1999). Performans Denetimi. *Amme İdaresi Dergisi*, 32 (1), 31 - 62.

Kuşat, N. (2012). Sürdürülebilir İşletmeler İçin Kurumsal Sürdürülebilirlik ve İçsel Unsurları. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 14 (2), 227-242.

Lopez, V., Garcia, A., & Lazaro, R. (2007). Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index. 285 - 300.

McDermott, C. (2009). Corporate Agenda 21: a Unified Global Approach to CSR. *Corporate Communications: An International Journal*, 21 (5), 286, 302.

Metin, S., Yaman, S., & Korkmaz, T. (2017). Finansal Performansın TOPSIS ve MOORA Yöntemleri İle Belirlenmesi: BİST Enerji Firmaları Üzerine Karşılaştırmalı Bir Uygulama. *Kahraman Maraş Sütçü İmam Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 14 (2), 371, 394.

Ömürbek, N., & Mercan, Y. (2014). İmalat Alt Sektörlerinin Finansal Performanslarının TOPSIS ve ELECTRE Yöntemleri İle Değerlendirilmesi. *Çankırı Karatekin Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4 (1), 237, 266.

Ömürbek, V., & Kınay, B. (2013). Havayolu Taşımacılığı Sektöründe TOPSIS Yöntemiyle Finansal Performans Değerlemesi. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 18 (3), 343, 363.

Önder, Ş. (2017). İşletme Karlılığına Kurumsal Sürdürülebilirliğin Etkisi: BIST'te Bir Uygulama. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 19 (4), 937 - 956.

Özkan, A., Tanç, Ş. G., & Taşdemir, B. (2018). Sürdürülebilirlik Açıklamaları Kapsamında Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Karlılık Üzerine Etkisi: BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Bir Araştırma. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 20 (3), 560 - 577.

Özmehmet, E. (2008). Dünyada ve Türkiye'de Sürdürülebilirlik Yaklaşımları. *E-Journal of Yaşar University*, 3 (12), 1853-1876.

Özyürek, H., & Erdoğan, E. (2011). Finansal Kurumlarda Mali Analiz ve Bir Uygulama. *Fatih Üniversitesi Ekonomi Bilimleri Dergisi*, 3 (2), 229 - 238.

Pak, M. D., Aktan, M. C., & Özcan, E. (2018). Sosyal Sürdürülebilirlik Bağlamında Türkiye'de Sığınmacı ve Mülteci Sorunsalı. *Uluslararası sosyal Araştırmalar Dergisi*, 11 (56), 427, 440.

Reddy, K., & Gordon, L. (2010). The Effect of Sustainability Reporting on Financial Performance:. *Journal of Asia Entrepreneurship and Sustainability*, 6 (2), 19, 42.

Sancar, G. A. (2013). Kurumsal Sürdürülebilirlik Bağlamında Kurumsal Yönetişim: Kavramın Doğuşu, Gelişimi ve Değerlendirilmesi. *Selçuk İletişim Dergisi*, 8 (1), 71-84.

Soytaş, M. A., Denizel, M., Uşar, D. D., & Ersoy, İ. (2017). Sürdürülebilirlik Yatırımlarının Finansal Performansa Etkisi: Türkiye Örneği. *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, 15 (2), 140, 162.

Tokgöz, N., & Önce, S. (2009). Şirket Sürdürülebilirliği: Geleneksel Yönetim Anlayışına Alternatif. *Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi*, 11 (1), 249-275.

Toprak, D. (2006). Sürdürülebilir Kalkınma Çerçevesinde Çevre Politikaları ve Mali araçlar. *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4, 146, 169.

Uygurtürk, H., & Korkmaz, T. (2012). Finansal Performansın TOPSIS Çok Kriterli Karar Verme Yöntemiyle Belirlenmesi: Ana Metal Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama. *Eskişehir Orhangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 7 (2), 95 - 115.

Uzunoğlu, E., & Öksüz, B. (2010). Paydaş Yönetimi Bağlamında Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Markalaşmaya Etkisi. *Marmara İletişim Dergisi*, 162, 182.

Van Het Hof, S. D. (2009). Kurumsal Sosyal Sorumluluk: Şirketlerin ve Sivil Toplum Kuruluşlarının Anlayışları. *İletişim Fakültesi Dergisi* (28), 153-183.

Yavuz, V. A. (2010). Sürdürülebilirlik Kavramı ve İşletmeler Açısından Sürdürülebilir Üretim Stratejileri. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7 (14), 63-86.

Yelkikalan, N., & Aydın, E. (2010). Aile İşletmelerinin Yaşamlarını Sürdürebilmesinde Sonraki Kuşakların Duygusal Sahiplik Algılamasının Rolü ve Önemi. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 8 (2), 81-120.

Yıldırım, G., Kocamış, T. U., & Tokur, Ö. T. (2018). Sürdürülebilirlik ve Firma Performansı: BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Şirketleri Üzerine Bir Çalışma. *Akademi Sosyal Bilimler Dergisi*, 5 (15), 90 - 96.

Yükçü, S., & Atağan, G. (2010). TOPSIS Yöntemine Göre Performans Değerleme. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* (45), 28 - 35.

Yükçü, S., & Kaplanoğlu, E. (2018). Sürdürülebilir Kalkınmada Finansal Olmayan Raporlamanın Önemi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 18 (1 (özel sayı)), 63-101.

Yüksel, F., Kayalı, C., & Kayalı, N. (2018). Sürdürülebilirlik Raporlaması ve XBRL. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi* (Özel Sayı), 110-131.

İnternet kaynakları

Bianet. (2005, Şubat 15). [www.bianet.org](http://bianet.org/bianet/cevre-ekoloji/54452-kyoto-protokolu-nedir-ne-degildir). Erişim Tarihi 28 Ocak 2019
<http://bianet.org/bianet/cevre-ekoloji/54452-kyoto-protokolu-nedir-ne-degildir>

Borsa İstanbul. www.borsaistanbul.com. Erişim Tarihi 3 Nisan 2019.
<https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/surdurulebilirlik-endeksi>

Borsa İstanbul. (2017, Aralık). *BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Temel Kuralları*. Erişim Tarihi 3 Nisan 2019.
<https://www.borsaistanbul.com/duyurular/2017/12/29/bist-surdurulebilirlik-endeksi-temel-kurallari-guncellendi>

GAP Bölge Kalkınma İdaresi Başkanlığı. *Sürdürülebilir Kalkınma Programı*. Erişim Tarihi 25 Ocak 2019. <http://www.gap.gov.tr/gap-surdurulebilir-kalkinma-programi-sayfa-28.html>

GRI Raporlama. www.griraporlama.com. Erişim Tarihi 29 Ocak 2019. <http://www.griraporlama.com/>

Global Compact Türkiye. (2013). www.globalcompactturkiye.org. Erişim Tarihi 30 Ocak 2019. <https://www.globalcompactturkiye.org/>

Integrated Reporting (IR). (tarih yok). integratedreporting.org. Erim Tarihi 30 Ocak 2019. <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Turkish.pdf>

İstanbul Bilgi Üniversitesi. ungc.bilgi.edu.tr. Erişim Tarihi 28 Ocak 2019 <https://ungc.bilgi.edu.tr/tr/sss.html>

Sezal, N. (2015, Ocak 14). <https://prezi.com> Erişim Tarihi 14 Mart 2019. <https://prezi.com/coyngkwndjag/finansal-analizde-oranlar/>

Sustainable Stock Exchanges Initiative (SSE). www.sseinitiative.org. Erişim Tarihi 30 Ocak 2019. <http://www.sseinitiative.org/about/about-the-sse/>

T.C. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı. (2012). *Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Konferansı (Rio+20 Zirvesi)*. Ocak 30, 2019 tarihinde <https://mpgm.csb.gov.tr/birlesmis-milletler-surdurulebilir-kalkinma-konferansi-rioplus20-zirvesi-haber-867>

T.C. Dış İşleri Bakanlığı. *T.C. Dış İşleri Bakanlığı*. Erişim Tarihi 30 Ocak 2019. <http://www.mfa.gov.tr/paris-anlasmasi.tr.mfa>

TÜİK. <http://tuik.gov.tr>. Erişim Tarihi 28 Nisan 2019. <http://tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=temelist>

United Nations Development Programme. www.undp.org. Erişim Tarihi 28 Ocak 2019. <http://www.undp.org/content/undp/en/home/sustainable-development-goals.html>

United Nations Global Compact. www.unglobalcompact.org. Erişim Tarihi 26 Ocak 2019. <https://www.unglobalcompact.org/>

Kongre, Konferans ve Toplantılar

Caymaz, E., Soran, S., & Erenel, F. (2014). İşletmelerde Kurumsal Sürdürülebilirlik ve Kurumsal Sosyal Sorumluluk İlişkisi: Küresel İlkeler Sözleşmesi Türkiye Örneği. *13. Ulusal İşletmecilik Kongresi*. Antalya: 8-10 Mayıs.

Göcenoglu, C., & Girgin, Z. (2005). Kurumsal Yöetiminin Türkiye'deki Kurumsal Sosyal Sorumluluk Uygulamalarına Olan Ekileri. *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi*, (s. 72 - 79). Ankara: 13 - 14 Mayıs.

Karaman A (1996) Sürdürülebilir Turizm Planlaması İçin Ekolojik Bir Çerçeve, Sürdürülebilir Turizm; Turizm Planlamasına Ekolojik Yaklaşım, *19.Dünya Şehircilik Günü Kollokyumu*, Mimar Sinan Üniversitesi, İstanbul: 7-8-9 Kasım.

Tezler

Aksoy, Ç. (2013). *Sürdürülebilirlik Performansının Değerlendirilmesine Yönelik Ölçek Önerisi ve Türkiye'deki İşletmelerde Uygulaması*. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul.

Er, Ş. (2009). *Dinamik Panel Veri Analizi ve Bir Uygulama*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi. İstanbul.

Sakur, R. (2019). *Entellektüel Sermaye İle Firmaların Finansal Performansları Arasındaki İlişki: BIST Sınai Endeksinde Yer Alan Firmalar Üzerine Bir Uygulama*. Atatürk Üniveersitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Erzurum.

Terzi, S. (2017). *Sürdürülebilir Kalkınma Çerçevesinde Türkiye’de Uygulanan Çevre Politikası Araçlarının Değerlendirilmesi*. Çevre ve Şehircilik Bakanlığı Uzmanlık Tezi. Ankara.

Rapor ve İncelemeler

Avrupa Birliği Komisyonu. (2008). *Türkiye'de Kurumsal Sosyal Sorumluluk Değerleme Raporu*. Erişim Tarihi 3 Mart 2019.

http://kssd.org/site/dl/uploads/CSR_Report_in_Turkish.pdf

Avrupa Komisyonu. (2018). *2018 Türkiye İlerleme Raporu*. Erişim Tarihi 13 Mart 2019.

https://www.ab.gov.tr/siteimages/pub/komisyon_ulke_raporlari/2018_turkiye_raporu_tr.pdf

Borsa İstanbul. (2014). *Şirketler İçin Sürdürülebilirlik Rehberi*. İstanbul. Erişim Tarihi: 10 Mart 2019.

<https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/surdurulebilirlik-rehberi.pdf>

Commission of The European Communities. (2001). *Green Paper*. Brüksel. Erişim Tarihi 1 Mart 2019.

[http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com\(2001\)366_en.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/deve/20020122/com(2001)366_en.pdf)

İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği. (2011). *Türk İş Dünyasında Sürdürülebilirlik Uygulamaları Değerlendirme Raporu*. Erişim Tarihi 3 Mart 2019.

https://www.pwc.com.tr/tr/publications/arastirmalar/pdf/pwc_surdurulebilirlik_raporu-2012.pdf

Koçer, B., Karacar, G., Övünç, G., Enginay, M., Oba, B., Gökakın, Z., et al. (2006). *Türk Yönetim Kültürü ve Kurumsal Yönetim: Karşılaştırmalı Çalışma*. Araştırma Raporu, İstanbul Bilgi Üniversitesi. Erişim Tarihi 22 Mart 2019.

<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:95D0zGrbyHIJ:dergisosyalbil.selcuk.edu.tr/susbed/article/download/209/193+&cd=2&hl=tr&ct=clnk&gl=tr>

The World Commission on Environment and Development. (1987). *Our Common Future*. Erişim Tarihi 13 Mart 2019.

<https://www.sustainabledevelopment2015.org/AdvocacyToolkit/index.php/earth-summit-history/historical-documents/92-our-common-future>

Özdemir, G. (2005). *Özel Sektörün Kurumsal Sosyal Sorumluluğu: Türkiye'deki 10 Şirketin İncelemesi*. Sivil Toplum Endeksi Projesi Yan Raporları, TÜSEV. Erişim Tarihi 13 Mart 2019.

<http://step.org.tr/images/UserFiles/Image/dokumanlar/STEPSonYanRaporlar/STEP%20Kurumsal%20Sosyal%20Sorumluluk%20Calismasi.pdf>

Sermaye Piyasası Kurulu. (2005). *Kurumsal Sosyal Sorumluluk*. Yeterlik Etüdü, Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Ankara. Erişim Tarihi 14 Mart 2019. <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/YeterlikEtutleri>

Sermaye Piyasası Kurulu. (2009). *Kurumsal Sosyal Sorumluluk Uygulamaları Kapsamında İmkb-30 Endeksi Şirketleri*. Ankara: Araştırma Dairesi. Erişim Tarihi 14 Mart 2019. <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/ArastirmaRaporlari>

Kanunlar

Çevre Kanunu. (1983). Erişim Tarihi 22 Mart 2019. <http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:c90gGFTw-VgJ:www.mevzuat.gov.tr/MevzuatMetin/1.5.2872.doc+&cd=1&hl=tr&ct=clnk&gl=tr>

EKLER

EK1. Çalışma Kapsamındaki BISTSE'de Yer Alan İşletmeler

Kodu	Adı	Kodu	Adı
ARCLK	Arçelik A.Ş.	TAVHL	TAV Havalimanları
ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	TCELL	Turkcell
KCHOL	Koç Holding A.Ş.	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
MGROS	Migros Ticaret A.Ş.	TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.	TUPRS	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
SAHOL	Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.		

EK2. Çalışmaya Kapsamındaki BISTSE'de Yer Almayan İşletmeler

Kodu	Adı	Kodu	Adı
AFYON	Afyon Çimento Sanayi T.A.Ş.	GOZDE	Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ALYGO	Alarko Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	GSDHO	GSD Holding A.Ş.
ALARK	Alarko Holding A.Ş.	GUBRF	Gübre Fabrikaları T.A.Ş.
ANACM	Anadolu Cam Sanayii A.Ş.	IPEKE	İpek Doğal Enerji Kaynakları Araştırma ve Üretim A.Ş.
BJKAS	Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	KRDMD	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
BİMAS	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.	KARSN	Karsan Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş.
ECILC	EİS Eczacıbaşı İlaç Sınai ve Finansal Yatırımlar ve Ticaret A.Ş.	KARTN	Kartonsan Karton Sanayi ve Ticaret A.Ş.
EGEEN	Ege Endüstri Ticaret A.Ş.	KOZAL	Koza Altın İşletmeleri A.Ş.
EKGMYO	Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	KOZAA	Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş.
ENKAI	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	METRO	Metro Ticari ve Mali Yatırımlar Holding A.Ş.
FENER	Fenerbahçe Futbol A.Ş.	PRKME	Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
GSRAY	Galatasaray Sportif Sınai ve Ticari Yatırımlar A.Ş.	TRKCM	Trakya Cam Sanayii A.Ş.
GOODY	Good-Year Lastikleri T.A.Ş.	TMSN	Tümosan Motor ve Traktör Sanayi A.Ş.
GOLTS	Göлтаş Göller Bölgesi Çimento Sanayi ve Ticaret A.Ş.		

EK3. Spearman Korelasyon Testi

e(V)	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7	x8	x9
x1	10.000								
x2	0.9391	10.000							
x3	0.6929	0.7261	10.000						
x4	-0.0733	-0.0793	0.1690	10.000					
x5	-0.1970	-0.2617	-0.0610	0.2633	10.000				
x6	0.2148	0.1838	0.2893	0.0487	0.0434	10.000			
x7	-0.0455	-0.0305	0.0779	0.0799	0.2220	0.5032	10.000		
x8	-0.0282	-0.0812	0.0706	0.0976	0.5462	0.2205	0.1409	10.000	
x9	0.2743	0.2720	0.3614	0.1073	0.1721	0.5474	0.2390	0.3835	10.000
x10	0.1535	0.1122	0.1026	-0.0067	0.1927	0.1834	-0.0008	0.4838	0.3268
x11	-0.7529	-0.6893	-0.4576	0.1275	0.4121	-0.1676	0.1939	0.1901	-0.2123
d	-0.2349	-0.1414	0.0720	0.0975	0.2850	0.1013	0.1001	0.4442	0.3081
d1	-0.0031	0.0052	0.0043	0.0221	0.0009	0.0095	-0.0236	0.0295	0.0020
d2	0.0044	0.0047	-0.0073	0.0037	0.0116	-0.0216	0.0079	0.0048	-0.0129
d3	-0.0118	-0.0013	-0.0025	-0.0137	-0.0186	0.0039	0.0577	-0.0022	-0.0015
d4	0.0097	-0.0080	0.0051	-0.0113	0.0058	0.0076	-0.0391	-0.0298	0.0115
e(V)	x10	x11	d	d1	d2	d3	d4	_cons	
x10	10.000								
x11	-0.1214	10.000							
d	0.1449	0.4528	10.000						
d1	0.0374	0.0131	0.0000	10.000					
d2	-0.0142	0.0128	0.0000	-0.3077	10.000				
d3	-0.0311	0.0268	0.0000	-0.3077	-0.3077	10.000			
d4	0.0074	-0.0490	0.0000	-0.3581	-0.3581	-0.3581	10.000		

EK4. Hausman Test(Model1)

Model 1	(b) FE	(B) RE	(b-B) FARK	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$ Standard hata
x1	-.0874722	-.0499193	-.037553	.0662134
x3	.00533	.0025363	.0027937	.0031467
x4	-.0069196	-.0064282	-.0004914	.0003538
x5	3.611902	1.522868	2.089034	2.256111
x6	.0479952	.0489068	-.0009115	.0025543
x7	.0133489	.0147863	-.0014374	.0036908
x8	.2263572	.2255206	.0008366	.1297654
x9	.4261449	.419428	.0067169	.0458232
x10	-.0125483	-.012282	-.0002663	.0013192
x11	-.1464548	-.1264221	-.0200327	.0150718
d1	-2.847442	-2.991725	.1442831	.126364
d2	-1.495172	-1.527243	.0320711	.113294
d3	-.3893382	-.5293061	.1399679	.1319618

Ki-kare değeri = 5.16
Olasılık değeri= 0.9714

EK5. Hausman Testi (Model2)

Model 2	(b) FE	(B) RE	(b-B) FARK	$\sqrt{\text{diag}(V_b - V_B)}$ standart hata
x1	-.0914604	-.1408746	.0494142	.1204772
x3	.0055654	.0068023	-.0012369	.0057169
x4	-.0148204	-.0140184	-.000802	.0006562
x5	4.787475	4.097465	.5909786	4.006061
x6	.2442584	.241292	.0052096	.0047267
x7	-.061919	-.0604965	-.0026001	.0068042
x8	-.3597368	-.5062923	.2621496	.2395397
x9	.5516051	.5318797	.01753	.0840172
x10	-.0129849	-.013019	.0005454	.002447
x11	-.0383854	-.0405031	.0062841	.0272017
d1	-7.369963	-7.433247	.0400524	.2281188
d2	-4.145104	-4.099825	-.0586489	.2059424
d3	-3.48118	-3.520462	.0289509	.2373188

Ki-kare değeri = 4.86
Olasılık değeri = 0.9782

EK6. Wald Testi (Model1)

Gözlem sayısı	646
Grup sayısı	38
Zaman sayısı	17
Wald değeri	444.79
Olasılık Değeri	0.0000



EK7. Wald Testi (Model2)

Gözlem sayısı	646
Grup sayısı	38
Zaman sayısı	17
Wald değeri	355.95
Olasılık değeri	0.0000



EK8. Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları (Model1)

Driscoll-Kraay Sonuçları (Model 1)			
Y1	Katsayılar	Std Hata	P değeri
x1	-. 0663785	.1041262	0. 532
x3	.0035677	.0050301	0.488
x4	-.00623	.0014789	0.001
x5	1.867412	1.440907	0. 212
x6	.0412284	.0145643	0.012
x7	.0175338	.0258349	0. 506
x8	.127393	.1729241	0.471
x9	.4305959	.0477944	0.000
X10	-.0122824	.0046951	0018
X11	-.1286586	.0436782	0.009
d	1.94578	1.001735	0.082
dl	-2.991725	1.078232	0.013
d2	-1. 527243	.8302658	0.083
d3	-.5293061	.6589578	0. 433
sabit	8.210074	4.070465	0.060
Olasılık değeri	0.0000		
R²	0.42		
n	646		

EK9. Nihai Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları (Model1)

Nihai Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları (Model1)			
Değişken	Katsayı	Standart hata	P-değeri
x4	-. 006221	.0018566	0.004
x6	.0509469	.0 1816S2	0.013
x9	.4521363	.0530894	0.000
X10	- .0116675	.0054389	0.047
X11	-.1218057	.0 444492	0.01 4
d	2.002370	1. 050642	0.091
d1	-2.973646	1.2 77982	0.033
d2	·1.440844	1. 079565	0. 200
D3	-.4845199	.9397284	0.613
sabit	9. 634 345	3.486242	0.013
Olasılık değeri	0.0000		
R²	0.4107		
n	646		

EK10. Driscoll-Kraay Tahmin Sonuçları (Model2)

Driscoll-Kraay sonuçları (Model 2)			
y2	Katsayılar	Std Hata	P değeri
x1	-.1708	.1651457	0.316
x3	.0083581	.0083811	0.333
x4	-.0132232	.0034935	0.001
x5	4.525977	2.275945	0.063
x6	.224016	.0870796	0.020
x7	-.0477967	.0570811	0.414
x8	-.8071413	1.169021	0.499
x9	.6006075	.0901199	0.000
X10	-.0141118	.0116328	0.242
X11	-.0493528	.03312 14	0.155
d	3.895649	4.114036	0.357
dl	-7.433247	2.414958	0.007
d2	-4.099825	2.393283	0.105
d3	-3.520462	2.059252	0.106
sabit	9.217857	4.882652	0.076
Olasılık değeri	0.0000		
R²	0.38		
n	646		