T.C.

İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

FİNANS BİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

TÜRKİYE'DE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ÇALIŞMALARININ FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNE ETKİSİ: BİST30 VE BİST SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSLERİNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

EZGİ AYDOĞAN

2502200124

TEZ DANIŞMANI

PROF. DR. VEDAT SARIKOVANLIK

İSTANBUL – 2024

ÖZ

TÜRKİYE'DE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ÇALIŞMALARININ FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNE ETKİSİ: BİST30 VE BİST SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSLERİNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

EZGİ AYDOĞAN

Sürdürülebilirlik günümüzde hem yatırımcılar hem de işletmeler için oldukça önemli bir konu haline gelmiştir. Sürdürülebilirlik politikalarını benimseyip bunu yönetim, pazarlama, üretim ve finans gibi temel fonksiyonlarında uygulayan işletmeler paydaşları tarafından desteklenmektedir. Çevre ve doğaya saygılı, topluma yararlı faaliyetlerde bulunan işletmeler mevcut yatırımcıların yanı sıra potansiyel yatırımcıların da dikkatini çekmektedir. Ayrıca sürdürülebilirlik faaliyetlerinde bulunan işletmeler sektörde daha fazla talep görmekte, bu durum işletmelerin rekabet üstünlüğü sağlamalarına katkı sağlamaktadır. Bu nedenlerden dolayı işletmelerin sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performansları üzerindeki etkisi finansal karar alıcılar, akademisyenler gibi birçok araştırmacı tarafından ele alınmıştır. Bu çalışmada 2015Ç1-2022Ç4 döneminde Türkiye'de BİST 30 ve BİST Sürdürülebilirlik (BİST SE) endekslerinde, ABD'de Dow Jones Sürdürülebilirlik Kuzey Amerika Bileşik Endeksinde (DJSI NA) yer alan şirketlerin finansal performansları Panel Veri Analizi yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Araştırma kapsamında finansal performans ölçütleri olarak aktif karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) oranları kullanılırken bağımsız değişkenler olarak literatürde bağımlı değişkenlerle anlamlı ilişkiye sahip olan hisse başına kazanç, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, cari oran, FAVÖK marjı ve aktif devir hızı kullanılmıştır. Çalışmanın sonucunda BİST 30 endeksinde yer alan firmaların özsermaye karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olduğu, BİST SE'de yer alan firmaların aktif karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olduğu ve DJSI NA için elde edilen bulguların BİST SE ile benzerlik gösterdiği tespit edilmiştir. Sürdürülebilirlik endeksleri için ROA ile bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin bulunması literatürde yer alan pek çok çalışma ile paralellik göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Sürdürülebilirlik, Sürdürülebilir Kalkınma, Sürdürülebilir Finans, Finansal Performans, Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi, Panel Veri Analizi

ABSTRACT

THE EFFECT OF SUSTAINABILITY STUDIES ON FINANCIAL PERFORMANCE IN TURKEY: A COMPARATIVE ANALYSIS OF THE COMPANIES INCLUDED IN THE BIST30 AND BIST SUSTAINABILITY INDEXES

EZGİ AYDOĞAN

Sustainability has become a very significant issue for both investors and businesses. Businesses that adopt sustainability policies and implement them in their basic functions such as management, marketing, production and finance are supported by their stakeholders. Businesses that respect the environment and nature and engage in socially beneficial activities attract the attention of potential investors as well as existing investors. In addition, businesses engaged in sustainability activities are more in demand in the sector, which contributes to the competitive advantage of businesses. For these reasons, the impact of sustainability activities on the financial performance of enterprises has been addressed by many researchers such as financial decision makers and academicians. In this study, the financial performance of the companies in BIST 30 and BIST Sustainability (BIST SE) indices in Turkey and Dow Jones Sustainability North America Composite Index (DJSI NA) in the US for the period 2015Q1-2022Q4 are analyzed using Panel Data Analysis method. Return on assets (ROA) and return on equity (ROE) ratios are used as financial performance measures, while earnings per share, price/earnings ratio, market capitalization/book value ratio, leverage ratio, firm size, current ratio, EBITDA margin and asset turnover ratio, which have significant relationships with dependent variables in the literature, are used as independent variables. As a result of the study, it is determined that there is a significant relationship between the return on equity of the firms in the BIST 30 index and the independent variables that have a high level of explaining financial performance, there is a significant relationship between the return on assets of the firms in the BIST SE and the independent variables that have a high level of explaining financial performance, and the findings obtained for the DJSI NA are similar to the BIST SE. The finding of a significant relationship between ROA and independent variables for sustainability indices is in line with many studies in the literature.

Keywords: Sustainability, Sustainable Development, Sustainable Finance, Financial Performance, Borsa Istanbul Sustainability Index, Panel Data Analysis

ÖNSÖZ

Sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir finans, günümüz dünyasında hem şirketler hem de bireyler için önemli bir stratejik odak noktası haline gelmiştir. Artan çevresel sorunlar, ekonomik belirsizlikler ve sosyal eşitsizlikler gibi sorunlar sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir finans kavramlarını ön plana çıkarmaktadır. Sürdürülebilirlik, doğal kaynakların korunması, toplumsal adaletin sağlanması ve ekonomik büyümenin sürdürülebilir bir şekilde gerçekleştirilmesi hedefleriyle bütünleşmiş bir perspektifi ifade etmektedir. Sürdürülebilir finans ise, finansal kararların bu geniş hedeflere uygun bir şekilde alınmasını ve yatırımların çevresel ve sosyal etkileri göz önünde bulundurmasını amaçlamaktadır. Literatürde sürdürülebilirlik ve finans ilişkisini araştıran birçok çalışma yapılmış ve hala yapılmaktadır. Bu çalışmada sürdürülebilirlik faaliyetlerinin Türkiye'deki işletmelerin finansal performansları üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmak ve finans sektörünün sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşmada oynayabileceği rolü anlamak ve bu alanda daha ileriye gitmek için nasıl stratejiler geliştirilebileceğini tartışmak amaçlanmıştır.

Tez çalışmamın tamamlanması sürecinde beni büyük bir sabır ve özenle yönlendiren, değerli görüşlerini, motive edici yönlendirmelerini ve engin bilgi birikimini benden esirgemeyen kıymetli hocam ve tez danışmanım Sayın Prof. Dr. Vedat SARIKOVANLIK'a en içten teşekkürlerimi sunarım.

Son olarak hayatımın her anında olduğu gibi doktora eğitimimin en başından beri yanımda olan ve her zaman her koşulda beni destekleyen aileme minnetlerimi sunarım. Bu çalışmayı hayatımın en kıymetli varlıkları olan yeğenlerim Yusuf Kenan KURT ve Tuğrul Kerem KURT'a ithaf ediyorum...

Ezgi Aydoğan

İstanbul, 2024

İÇİNDEKİLER

ÖZ ii
ABSTRACT iii
ÖNSÖZ iv
TABLOLAR LİSTESİ viii
ŞEKİLLER LİSTESİ x
KISALTMALAR LİSTESİ xi
GİRİŞ 1

BİRİNCİ BÖLÜM
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK VE SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANS

1.1. Sürdürülebilirlik Kavramı **3**
1.1.1. Sürdürülebilirlik Kavramının Tarihsel Gelişimi 5
1.1.1.1. Birleşmiş Milletler İnsan ve Çevre Konferansı 6
1.1.1.2. Büyümenin Sınırları 7
1.1.1.3. Brundtland Raporu 7
1.1.1.4. Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı 8
1.1.1.5. Avrupa Birliği 5. Eylem Planı 10
1.1.1.6. Birleşmiş Milletler İnsan Yerleşimleri Konferansı-Habitat II (İstanbul, 1996) 10
1.1.1.7. Kyoto Protokolü 11
1.1.1.8. Sürdürülebilir Gelişme Konferansı (Johannesburg, 2002) 11
1.1.1.9. Rio+20 BM Sürdürülebilir Kalkınma Konferansı (Future We Want, 2012) 12
1.1.2. Sürdürülebilirlik Kavramının İşletmeler Açısından Önemi 13
1.2. Sürdürülebilir Kalkınma Kavramı **15**
1.2.1. Sürdürülebilir Kalkınmanın Boyutları 16
1.2.2. Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri 22
1.3. Kurumsal Sürdürülebilirlik **25**
1.4. Sürdürülebilir Finans ve Sürdürülebilir Borsalar **31**

1.4.1. Sürdürülebilirlik Endeksleri 34
1.4.1.1. Domini 400 Sosyal Endeksi 35
1.4.1.2. Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi 36
1.4.1.3. FTSE4Good Endeksi 37
1.4.1.4. Çevresel Sürdürülebilirlik Endeksi 37
1.4.1.5. Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi 38
1.5. Türkiye'de Sürdürülebilirlik Uygulamaları 39

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PERFORMANS

2.1. Finansal Performans Kavramı 43
2.2. Finansal Performansın Bileşenleri 44
2.2.1. Aktif Karlılığı (ROA) Oranı 44
2.2.2. Özsermaye Karlılığı (ROE) Oranı 46
2.3. Finansal Performans Değerleme Kavramı 47
2.4. Finansal Performans Ölçümünde Kullanılan Yöntemler 49
2.4.1. Geleneksel (Muhasebe Tabanlı) Finansal Performans Ölçüm Yöntemleri 49
2.4.1.1. Oran Analizi Yöntemi 50
2.4.1.2. DuPont Analizi Yöntemi 54
2.4.2. Piyasa Temelli Finansal Performans Ölçüm Yöntemleri 55
2.5. Finansal Performansı Etkileyen Faktörler 58
2.5.1. Pazar Payı 58
2.5.2. Sermaye Yoğunluğu 59
2.5.3. Yenilik 59
2.5.4. İhracat 60
2.5.5. Yabancı Sermaye Oranı 60

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

3.1. Dünyada Sürdürülebilirlik ve Finansal Performans İlişkisini İnceleyen Çalışmalar 61

3.2. Türkiye'de Sürdürülebilirlik ve Finansal Performans İlişkisini İnceleyen Çalışmalar 75

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ÇALIŞMALARININ FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNE ETKİSİ: BİST30 VE BİST SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSLERİNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

4.1. Araştırmanın Kuramı, Amacı ve Önemi 91

4.2. Araştırmanın Veri Seti ve Örneklemi 93

4.3.Araştırmanın Metodolojisi 94

4.4.Araştırmanın Hipotezleri ve Modelleri 98

4.5.Bulgular 100

4.5.1. BİST 30 Endeksi İçin Modelde Yer Alan Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler 101

4.5.2. BİST30 Endeksi İçin Modellere İlişkin Korelasyon Analizleri 102

4.5.3. BİST 30 Endeksi İçin Panel Veri Analizi Sonuçları 104

4.5.4. BİST SE Endeksi İçin Modelde Yer Alan Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler 116

4.5.5. BİST SE Endeksi İçin Modellere İlişkin Korelasyon Analizleri 118

4.5.6. BİST SE Endeksi İçin Panel Veri Analizi Sonuçları 120

4.5.7. DJSI NA Endeksi İçin Modelde Yer Alan Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler 130

4.5.8. DJSI NA Endeksi İçin Modellere İlişkin Korelasyon Analizleri 131

4.5.9. DJSI NA Endeksi İçin Panel Veri Analizi Sonuçları 133

SONUÇ 143

KAYNAKÇA 149

EKLER 173

ÖZGEÇMİŞ 178

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: İşletmelerin Yönetim Anlayışları Arasındaki Farklar……27
Tablo 2: Sürdürülebilirlik Endeksleri……..……...35
Tablo 3: Literatürde Muhasebe Temelli ve Piyasa Temelli Oranlar Kullanılarak Yapılan Sürdürülebilirlik Çalışmaları……...…….57
Tablo 3: Literatürde Muhasebe Temelli ve Piyasa Temelli Oranlar Kullanılarak Yapılan Sürdürülebilirlik Çalışmaları (devam)……..58
Tablo 4: Model 1 ve Model 2'de Yer alan Değişkenlere Ait Bilgiler…….100
Tablo 5: BİST 30 Endeksi İçin Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler……...101
Tablo 6: Model 1 Korelasyon Matrisi (BİST 30)……...103
Tablo 7: Model 2 Korelasyon Matrisi (BİST 30)……...104
Tablo 8: BİST 30 Endeksi İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları……...105
Tablo 9: BİST 30 Endeksi İçin Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları……..107
Tablo 10: BİST 30 Endeksi İçin Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları (Birinci Farkları Alındığında)……107
Tablo 11: BİST 30 Endeksi İçin FKO Değişkeni Im, Pesaran ve Shin Birim Kök Testi Sonuçları…….108
Tablo 12: BİST 30 Endeksi için F Testi, Breush Pagan LM Testi ve Hausman Testi Sonuçları (Model 1)……..……109
Tablo 13: BİST 30 Endeksi İçin Model 1'de Yer Alan Değişkenlerin VIF Sonuçları…110
Tablo 14: BİST 30 Endeksi İçin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları (Model 1)……..……111
Tablo 15: BİST 30 Endeksi İçin Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (Model 1)…...112
Tablo 16: BİST 30 Endeksi için F Testi, Breush Pagan LM Testi ve Hausman Testi Sonuçları (Model 2)……..…….113
Tablo 17: BİST 30 Endeksi İçin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları (Model 2)……..…….…….114
Tablo 18: BİST 30 Endeksi İçin Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (Model 2)…...115
Tablo 19: BİST SE Endeksi İçin Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler……..117
Tablo 20: Model 1 Korelasyon Matrisi (BİST SE)…….118
Tablo 21: Model 2 Korelasyon Matrisi (BİST SE)……...119
Tablo 22: BİST SE Endeksi İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları……120
Tablo 23: BİST SE Endeksi İçin Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları……121
Tablo 24: BİST SE Endeksi İçin Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları (Birinci Farkları Alındığında)……122
Tablo 25: BİST SE Endeksi için F Testi, Breush Pagan LM Testi ve Hausman Testi Sonuçları (Model 1)……..……123
Tablo 26: BİST SE Endeksi İçin Model 1'de Yer Alan Değişkenlerin VIF Sonuçları...124
Tablo 27: BİST SE Endeksi İçin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları (Model 1)……..…….125
Tablo 28: BİST SE Endeksi İçin Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (Model 1)……126

Tablo 29: BİST SE Endeksi için F Testi, Breush Pagan LM Testi ve Hausman Testi Sonuçları (Model 2)……...…….127
Tablo 30: BİST SE Endeksi İçin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları (Model 2)……128
Tablo 31: BİST SE Endeksi İçin Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (Model 2)…..129
Tablo 32: DJSI NA Endeksi İçin Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler……130
Tablo 33: Model 1 Korelasyon Matrisi (DJSI NA)……...132
Tablo 34: Model 2 Korelasyon Matrisi (DJSI NA)……...133
Tablo 35: DJSI NA Endeksi İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları……134
Tablo 36: DJSI NA Endeksi İçin Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları……..135
Tablo 37: DJSI NA Endeksi için F Testi, Breush Pagan LM Testi ve Hausman Testi Sonuçları (Model 1)……...…….136
Tablo 38: DJSI NA Endeksi İçin Model 1'de Yer Alan Değişkenlerin VIF Sonuçları.137
Tablo 39: DJSI NA Endeksi İçin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları (Model 1)……138
Tablo 40: DJSI NA Endeksi İçin Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (Model 1)…..139
Tablo 41: DJSI NA Endeksi için F Testi ve Breush Pagan LM Testi Sonuçları (Model 2)…….140
Tablo 42: DJSI NA Endeksi İçin Değişen Varyans ve Otokorelasyon Testi Sonuçları (Model 2)……...…….141
Tablo 43: DJSI NA Endeksi İçin Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi Sonuçları (Model 2)…….141
Tablo 44: Hipotez Testleri Sonuçları……142

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Üç Sütun Modeli 17
Şekil 2: Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri.....25

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

BİST 30 : Borsa İstanbul 30 Endeksi

BİST SE : Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi

BİST SE25 :Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik 25 Endeksi

BİST : Borsa İstanbul

BM : Birleşmiş Milletler

CDP : Carbon Disclosure Project (Karbon Saydamlık Projesi)

ÇSY : Çevresel, Sosyal, Yönetişim

DJSI NA : Dow Jones Sustainability North America Composite Index (Dow Jones Sürdürülebilirlik Kuzey Amerika Bileşik Endeksi)

ESG : Environmental, Social, Governance

FAVÖK : Faiz Vergi Öncesi Kar

FTSE : Financial Times Stock Exchange

GRI **:** Global Reporting Initiatives (Küresel Raporlama Girişimi)

IISD :International Institute for Sustainable Development (Uluslararası Sürdürülebilir Kalkınma Enstitüsü)

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KSS : Kurumsal Sosyal Sorumluluk

OECD : Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)

PD/DD : Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı

ROA : Return on Asset (Aktif Karlılığı)

ROE : Return on Equity (Özsermaye Karlılığı)

ROS : Return on Sales (Satış Karlılığı)

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

SSE : Sustainable Stock Exchanges (Sürdürülebilir Borsalar Girişimi)

UNCED : United Nations Conference on Environment and Development (Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı)

WBCSD :World Business Council for Sustainable Development (Dünya Sürdürülebilir Kalkınma İş Konseyi)

WCED : World Commission on Environment and Development (Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu)

WFE : World Federation of Exchanges (Dünya Borsalar Federasyonu)

GİRİŞ

Sürdürülebilirlik kavramı insanoğlunun çevre konusunda duyarlı hale geldiği 20. yy. sonlarından itibaren sıkça farklı disiplinler tarafından ele alınmıştır. Özellikle Birleşmiş Milletler Dünya Çevre ve Kalkınma Konferansı tarafından 1987'de yayımlanan "Ortak Geleceğimiz" raporu ile popülerlik kazanmıştır. Sürdürülebilirlik kavramı için yapılan tanımlamalarda genel olarak toplum, doğa ve ekonomi unsurları birbirleriyle ilişkili unsurlar olarak vurgulanmıştır.

Sürdürülebilirlik kavramı diğer disiplinler için olduğu gibi finans için de oldukça önemli bir kavramdır. Bu bağlamda ortaya konulan sürdürülebilir finans kavramı finansal sistemin çevresel, sosyal, yönetişim (ÇSY) kriterlerini kapsayacak bir şekilde geliştirilmesi amacıyla kullanılan bir kavramdır. Sürdürülebilir finansal araçların çeşitlenmesi, yatırımcıların işletmelerin finansal tablolarından ziyade çevresel ve sosyal unsurlara önem verip vermemelerine dikkat ederek yatırımlarını buna göne şekillendirmesi organize borsalarda sürdürülebilirlik endekslerinin oluşturulmasını gerekli kılmıştır. Yatırımcılar için sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk prensiplerini uygulayan şirketlere yatırım yapmaları konusunda bir araç olan sürdürülebilirlik endekslerinin ilki 1999 yılında oluşturulan Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksidir. Bir diğer önemli küresel sürdürülebilirlik endekslerinden olan Londra Borsası'nda işlem gören firmaların kurumsal sorumluluk standartlarına uyumlu davranışlarını denetleyen ve bu firmalara yatırım yapma teşvikinde bulunan FTSE4 Good Index Serisidir.

Ülkemizde de sürdürülebilir finans faaliyetlerine yönelik adımlar atılmıştır. Bu doğrultuda 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi (BİST SE) hesaplanmaya başlamıştır. Ayrıca 21 Kasım 2022 tarihinden itibaren yayınlanan BİST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi (BİST SE25) ile yüksek sürdürülebilirlik performansına sahip ve aynı zamanda büyük ve likit şirketlerden meydana gelen bir endeks oluşturulmak amaçlanmıştır.

Bu bağlamda çalışmanın amacı; 2015Ç1-2022Ç4 döneminde BİST 30 ve BİST SE endekslerinde yer alan firmaların finansal performanslarını istatistiksel ve ekonometrik analizler ile incelemek, sürdürülebilir finansın önemine dikkat çekmek ve bu konudaki çabaların artmasının önemini vurgulamaktır. Ayrıca gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye'de yürütülen sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkisi ile gelişmiş ülkelerden biri olan ABD'de yürütülen sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkisini karşılaştırmak amacıyla 2015Ç1-2022Ç4 döneminde Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi ile Dow Jones Sürdürülebilirlik Kuzey Amerika Bileşik Endeksinde işlem gören firmaların finansal performansları ekonometrik analizler ile incelenmiştir.

Çalışma dört bölümden meydana gelmektedir. Birinci bölümde sürdürülebilirlik kavramının tanımı, tarihsel gelişimi, işletmeler için önemi, sürdürülebilir kalkınmanın boyutları, kurumsal sürdürülebilirlik, sürdürülebilir finans ve sürdürülebilir borsalar ve Türkiye'de sürdürülebilirlik alanında yapılan çalışmalar yer almaktadır.

İkinci bölümde finansal performansın kavramsal çerçevesi, bileşenleri, finansal performans değerleme, ölçüm yöntemleri ve finansal performansı etkileyen faktörler detaylı bir şekilde ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde dünyada ve Türkiye'de sürdürülebilirlik ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmalar yer alırken son bölümde araştırmanın kuramı, amacı ve önemine, veri seti ve örneklemine, metodolojisine, hipotez ve modeline ve panel veri analizinden elde edilen bulgulara değinilmiştir.

Çalışmanın sonuç bölümünde ise elde edilen panel veri analizi sonuçlarından yola çıkarak işletmelerin sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performansları üzerindeki etkilerinin genel bir değerlendirmesi yapılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK VE SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANS

1.1. Sürdürülebilirlik Kavramı

Kavram olarak sürdürülebilirlik ilk kez Alman orman bilimci Hans Carl von Carlowitz'in 1972'de yayımladığı "Sylvicultura Oeconomica" adlı kitapta kullanılmıştır. (Scoones, 2007: 590). Sürdürülebilirlik kelimesi Latince "subtenir" sözcüğünden türemiştir; korumak, alttan desteklemek anlamlarına gelmektedir (Cristu, 2017: 194).

İngilizcede "sustainability" olarak ifade edilen sürdürülebilirlik kelimesi doğal kaynakların ve enerjinin çevreye zarar vermeden kullanılması, uzun süreli devam etme veya devam ettirme yetisi gibi anlamlara gelmektedir (Oxford Learner's Dictionaries, 2023). Sürdürülebilirlik kelimesinin Türk Dil Kurumu tarafından yayımlanmış bir karşılığı bulunmamakla beraber sustainability kelimesinin karşılığı olarak kullanılmaktadır. Kelimenin dilimizde ifade ettiği anlam devamlı olma, daim olma ve süreklilik arz etme şeklindedir (Akgül, 2010: 134).

Sürdürülebilirliğin bir diğer sözlük anlamı bir kaynağın tükenmeden, sona ermeden ve kalıcı bir şekilde işlenme veya kullanılma yöntemidir (Akgül, 2010: 143).

Sürdürülebilirlik kavramı insanoğlunun çevreye karşı daha duyarlı olması ve konuyla ilgili çeşitli düzenlemelerde bulunmaya başlamasıyla birlikte 20. yüzyılın sonlarına doğru daha fazla kullanılmaya başlamıştır. Özellikle 1987'de Birleşmiş Milletler Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu'nun yayımladığı "Ortak Geleceğimiz" adlı Brundtland Raporu'yla birlikte popülerlik kazanmıştır.

Ekonomi açısından değerlendirildiğinde sürdürülebilir kalkınma kavramı, üretim süreçlerinde yenilenebilir kaynakların kullanılması ve üretim faaliyetlerinin çevresel etkilerinden sorumlu olmak anlamında kullanılmaktadır (Yavuz, 2010: 65).

Sürdürülebilirlik kavramı zaman içerisinde ekonomik, sosyal ve çevresel boyutun üçünü de içerecek şekilde yeniden yorumlanmıştır (Kuhlman ve Farrington, 2010).

Literatürde de sürdürülebilirlik kavramına dair çeşitli tanımlamalar bulunmaktadır. Bu tanımlardan bazıları aşağıda yer almaktadır.

Geissdoerfer, Savaget, Bocken ve Hultink (2017) sürdürülebilirliği ekonomik, sosyal ve çevresel performansın nesiller arasındaki dengeli ve sistematik uyumu olarak tanımlanmıştır. Bir başka tanıma göre sürdürülebilirlik; doğal, sosyal, kültürel, bilimsel ve insan kaynaklarına saygılı ve bu kaynakların ihtiyatlı olarak kullanılmasını sağlayan bir toplum vizyonu oluşturan ve devam ettiren katılımcı bir süreçtir (Gladwin, Kennely ve Krause, 1995: s. 877).

Bauen, Baker ve Johnson (1996), sürdürülebilirliği uzun dönem ekonomik, çevresel ve sosyal sağlık ile ilişkilendirerek ekonomik çeşitliliği teşvik etmek, sağlıklı çevreleri kurmak ve sürdürmek, sağlıklı toplumlar meydana getirmek ve yerel ihtiyaçları karşılamak amacıyla yeni yöntemlerin araştırılma çabaları olarak ifade etmişlerdir (Akgül, 2010: 143).

Çamlıca ve Akar (2014), kalıcı olma ve varlığını devam ettirebilme yetisi olarak sürdürülebilirliği tanımlamışlardır. Diğer bir tanıma göre ise sürdürülebilirlik; bugünün ihtiyaçlarını karşılarken gelecek kuşakların gereksinim duyacağı ekonomik, ekolojik ve sosyal kaynakların verimli bir şekilde kullanılmasıdır (Yelkikalan ve Aydın, 2010).

Kaypak (2010) sürdürülebilirliği belli bir ekosistemin kesintisiz olarak bozulmadan, tüketilmeden ve temel kaynaklara aşırı yüklenilmeden devam ettirilme yetisi olarak ifade etmektedir.

Sürdürülebilirlik kavramı farklı disiplinler tarafından ele alındığından farklı anlamlara sahip olmaktadır. Sürdürülebilirlik üzerine yapılan tanımlamalara genel olarak bakıldığında kavram, toplumu, doğayı ve ekonomiyi iç içe geçen kümeler şeklinde ele almaktadır. Her bir unsur arasında ilişki bulunmakta olup, bu unsurların sürdürülebilirliği birbiri ile bağlantılıdır (Güner, 2020).

1.1.1. Sürdürülebilirlik Kavramının Tarihsel Gelişimi

Sürdürülebilirlik kavramı özellikle 1970'li yıllardan itibaren sıkça tartışılan bir konu olsa da sürdürülebilirlik ile ilgili çalışmaların kaynağı yüzyıllar öncesine kadar uzanmaktadır. Mezopotamya, Roma, Eski Mısır ve Yunan medeniyetlerinde ormanların kaybı, toprak verimliliğinde azalma gibi çevresel sorunlar nedeniyle Platon, Strabo, Columella, Yaşlı Pliny gibi filozoflar çevresel tahribata vurgu yaparak dünyanın daimi gençliğini korumak adına sürdürülebilirlik konusunda birtakım uygulamalar önermişlerdir (Çimen, 2019).

Sürdürülebilirlik kavramının ilk ortaya çıktığı alanlardan biri de ormancılıktır. Almanya'nın Baden bölgesinde 18. yy.'ın sonu, 19. yy.'ın başında Karaormanların yok olmasına engel olmak için çıkarılan kanunlarda ormanların hem odun gereksinimini sürekli olarak karşılama hem de rüzgarları önleme, su gereksinimini karşılama ve dinlenme alanı olma özelliklerini korurken, sadece mevcut ihtiyaçları karşılamak yerine bu kaynakların gelecek kuşaklara hizmet etmelerini sağlama gerekliliğine vurgu yapılmıştır (Hill, 1993: 56'dan akt. Kaplan, 1997: 160).

1950'lerde sürdürülebilirlik kavramı balıkçılık alanında kullanılmıştır. H. S. Gordon, A. D. Scott ve M. D. Schaefer, "maksimum sürdürülebilir ürün" kavramıyla balıkçılık sektörünün faaliyetlerini planlı ve programlı bir şekilde yürüterek her zaman maksimum faaliyet düzeyini sürdürebilmesi gerektiğini öne sürmüşlerdir. (Bozlağan, 2005).

Çevresel sorunlar bir dünya meselesi olarak giderek önem kazanırken sürdürülebilirlik ortak bir siyasi hedef olarak benimsenmiştir. Bu nedenle 1960 yılında, yaşam standartlarını artırmak ve istihdamı desteklemek amacıyla üye ülkelerde maksimum sürdürülebilir ekonomik büyüme ve istihdamı sağlayacak politikaları desteklemek için Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) kurulmuştur. 1980 yılında ise Uluslararası Doğayı Koruma Birliği, Dünya Koruma Stratejisi yayımlamıştır. Stratejide habitat tahribatının ve çevresel bozulmanın ana etkenleri olarak nüfus baskısı,

yoksulluk, sosyal adaletsizlik ve ticaret şartları gösterilmiştir (McKenzie, 2004: 1-2). Ayrıca OECD ve AB ülkelerinin uzun dönemli sürdürülebilir yönetişim kabiliyetlerini değerlendirmek amacıyla 2009 yılından itibaren Sürdürülebilir Yönetim Göstergeleri (SGI) yayınlanmaya başlamıştır. 2022 yılında Türkiye'nin sürdürülebilir politikalar skoru 4.78 olarak hesaplanmıştır (Skorlar 1'den (en kötü) 10'a (en iyi) kadardır) (SGI, 2022).

Sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma ifadelerinin kavramsallaşması uzun soluklu çalışmaların sonucunda gerçekleşmiştir. Başta Birleşmiş Milletler olmak üzere çok sayıda kurum ve kuruluş tarafından yapılan ulusal ve uluslararası çalışmalar ve konferanslar sonucunda sürdürülebilirlik kavramı şekillenmiştir. Söz konusu çalışma ve konferanslar aşağıda kronolojik olarak ifade edilmiştir (Bozlağan, 2005).

1.1.1.1. Birleşmiş Milletler İnsan ve Çevre Konferansı

Sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma için dönüm noktalarından biri İsveç'in başkenti Stockholm'de 5-16 Haziran 1972'de organize edilen Birleşmiş Milletler İnsan ve Çevre Konferansı olmuştur. Farklı gelişmişlik düzeylerine sahip ülkelerin katıldığı konferansta ilk kez uluslararası çevresel konulara yer verilmiştir. Ayrıca bu konferansta ilk kez herkesin yaşam standartlarına uygun sürdürülebilir gelişme için doğal yaşam alanlarının korunması gerektiği vurgulanmıştır. Konu ile ilgili esas dikkat çekilen nokta çevresel sorunları sosyal, ekonomik ve kalkınma politikalarını da göz önünde bulundurarak çözmektir. Konferansın sonucunda Birleşmiş Milletler İnsan Çevresi Bildirisi kabul edilmiştir (Çimen, 2019). Bildirgede bugünün ve gelecek nesillerin ihtiyaçlarını karşılayan daha iyi çevre koşulları sağlanabileceği, bunun için yerel ve ulusal yönetimlerin büyük ölçekli çevre politikası ve faaliyetleri için sorumluluk yüklenmeleri gerektiği, gelişmekte olan ülkelerin çevreye duyarlı olarak kalkınmalarını, sanayileşmiş ülkelerin ise kendileri ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki uçurumu azaltmaları için çaba göstermeleri gerektiği gibi konulara yer verilmiştir (United Nations, 1972).

1.1.1.2. Büyümenin Sınırları

1968 yılında kurulan ve ABD'deki Massachusetts Institute of Technology'de (Massachusetts Teknoloji Enstitüsü- MIT) çalışan bilim adamı ve eğitimcilerden oluşan, Roma Kulübü olarak bilinen grup tarafından 1972 yılında Büyümenin Sınırları (Limits of Growth) isimli rapor yayınlanmıştır. Bu raporda 1970'li yılların başındaki petrol krizine ve Stockholm'de düzenlenen konferansın çıktılarına yer verilmiştir. Raporda mevcut hızlı nüfus artışı ve ekonomik göstergeler nedeniyle gelişen teknolojiye rağmen 2100 yılına gelindiğinde Dünya'nın yetersiz kalacağına ve bir noktadan sonra büyümenin sınırlarına gelineceğine vurgu yapılmıştır. Rapor; nüfus, çevre kirliliği, üretim, yenilenemeyen doğal kaynaklar ve gıda güvenliği unsurlarının birbirleriyle olan ilişkisini incelemiştir (Çimen, 2019; Kuşat, 2019).

1.1.1.3. Brundtland Raporu

Norveç Başbakanı Gro Harlem Brundtland liderliğinde, 1983'te Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu (WCED) kurulmuştur. Bu komisyon, Brundtland Raporu'nu 1987 yılında Birleşmiş Milletler Genel Kurulu'na sunmuştur. Raporda çevre ve kalkınma kavramlarının tanımları yapılmış ve bu kavramların birbirinden ayrı değerlendirilemeyeceğine dikkat çekilmiştir. Ayrıca bu raporda ilk kez resmi çerçevede sürdürülebilir kalkınmanın tanımı yapılmıştır (Çimen, 2019; Kuşat, 2019). Raporda yer alan tanıma göre sürdürülebilir kalkınma; gelecek kuşakların kendi gereksinimlerini karşılayabilme imkanlarından ödün vermeden bugünün gereksinimlerini karşılamaktır (United Nations, 1987). Böylelikle sürdürülebilir kalkınma kavramının günümüzde yaygın olarak kullanılan bu tanımı literatürde yerini almıştır.

Raporda ekonomik kalkınmanın çevre dostu olarak gerçekleştirilmesi gerektiğine dikkat çekmekte, belirlenen hedeflerle gelişmekte olan ülkelerin kalkınmalarını

hızlandırmaları gereğini vurgulamaktadır. Böylelikle dünyada yaşanan çevre problemlerine yönelik çözüm geliştirilirken küresel yoksulluğu önleyecek büyümeye yönelik adımlar atılacağı söylenebilmektedir (Kuşat, 2019).

Raporda ayrıca sürdürülebilir kalkınma kavramından yola çıkılarak çevre ve kalkınma politikalarına yönelik önemli hedefler belirlenmiştir. Bu hedefler (United Nations, 1987, s. 40):

- Büyümeyi geliştirmek,
- Büyüme niteliğini iyileştirmek,
- İş, enerji, sağlık, gıda ve su için temel gereksinimleri karşılamak,
- Sürdürülebilir bir nüfus seviyesi sağlamak,
- Kaynak tabanını korumak ve geliştirmek,
- Teknolojiyi yeniden yönlendirmek ve riski yönetmek,
- Karar verme aşamasında ekonomi ve çevreyi birleştirmektir.

Yukarıda belirtilen hedefler hem gelişmekte olan ülkelerin refah seviyelerini artırmaya yönelik amaç ve yöntemleri açıklamakta hem de gelişmiş ülkelerin mevcut üretim yöntemlerini gözden geçirmeleri gerektiğini ifade etmektedir (Kuşat, 2019).

1.1.1.4. Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı

Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı (UNCED), bilinen adıyla ‘Yeryüzü Zirvesi’ (Earth Summit), 3-14 Haziran 1992’de Brezilya'nın Rio de Janeiro kentinde 179 ülkenin katılımıyla düzenlenmiştir. Konferansın temel hedefi yirmi birinci yüzyılda uluslararası kalkınma politikası ve iş birliğine ışık tutacak çevre ve kalkınma hususlarında uluslararası faaliyetler için kapsamlı bir plan hazırlamaktır. Konferansta farklı sosyal, ekonomik ve çevresel faktörlerin birbirine ne kadar bağlı olduğu ve birlikte geliştiği vurgulanmıştır. İnsanların ihtiyaçlarını karşılamak ve yaşamını devam ettirmek

için ekonomik, sosyal ve çevresel unsurların dengelenmesinin hayati önem taşıdığı da belirtilmiştir. (www.un.org/, 25 Temmuz, 2023).

Konferans, sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma kavramlarına yönelik uluslararası düzeyde beş maddelik bir anlaşma üzerinde uzlaşılması nedeniyle önem kazanmıştır. Söz konusu beş önemli belge Gündem 21, Ormanlar Üzerine İlkeler Beyanatı, Rio Çevre ve Kalkınma Deklarasyonu, Biyolojik Çeşitlilik Konvansiyonu ve İklimsel Değişim Üzerine Çerçeve Konvansiyonu'dur.

Gündem 21, sürdürülebilir kalkınma kavramının politik ve ekonomik bağlamda uluslararası düzeyde kabul edilmesini vurgulayan bir belge olarak öne çıktığından, yukarıdaki beş anlaşma arasındaki en önemli metindir (Akgül, 2010: 137). Küresel anlamda kalkınma ve çevre sorunlarını işleyen bir belge olan Gündem 21; 1. Sosyal ve Ekonomik Boyutlar, 2. Kalkınma İçin Kaynakların Korunması ve Yönetimi, 3. Etkin Grupların Rolünün Güçlendirilmesi ve 4. Uygulama Araçları ana başlıklarına sahip dört bölümden oluşmaktadır[1]. Bundan yola çıkılarak sürdürülebilir kalkınma şu ana ilkeye dayandırılmıştır; i) çevrenin korunması, ii) ekonomik etkinlik ve iii) sosyal hakkaniyet (Şen, Kaya ve Alpaslan, 2018).

Gündem 21'de sürdürülebilir kalkınma için vatandaşlar ile yerel kuruluşlar arasında kapsamlı bir dayanışma sisteminin oluşturulması için yerel yönetimlere çağrı yapılmış, böylelikle insanların çevre koruma rolüne dair problemlerin daha basit yollardan çözümlenebileceği öngörülmüştür (Şen ve diğerleri, 2018). Özetle Gündem 21 sürdürülebilir kalkınmanın hangi koşullarda gerçekleşeceği, bunun için toplumlara ve yönetimlere düşen görevlerin neler olduğu konuları üzerinde durmaktadır.

[1] https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/Agenda21.pdf, (Çevrimiçi), 26 Temmuz, 2023

1.1.1.5. Avrupa Birliği 5. Eylem Planı

Sürdürülebilirlik konusunda yaşanan bir diğer önemli gelişme Sürdürülebilirliğe Doğru olarak da bilinen Avrupa Birliği tarafından 1992 yılında 5. Eylem Programı'nın kabul edilmesidir. Programın en temel özelliği yerel yönetimleri hükümet ortağı olarak kabul eden ilk plan olmasıdır. Ayrıca yerel yönetimler birçok inisiyatifin uygulama merkezi olarak da kabul edilmiştir. Plan, "subsidiarite" ve "ortak sorumluluk" ilkeleri üzerine kurulmuştur. Söz konusu program Avrupa Birliği'nin geleceğe yönelik karar ve politika oluşturma sürecinde yasaların zorunlu olarak çevre koruma ile ilgili hükümleri kapsamasının gereğini vurgulamıştır (Bozlağan 2005; Şen ve diğerleri, 2018).

1.1.1.6. Birleşmiş Milletler İnsan Yerleşimleri Konferansı-Habitat II (İstanbul, 1996)

Birleşmiş Milletler tarafından sürdürülebilir insan yerleşimleri kurmak ve herkese yetecek kadar konut sağlamak amacıyla UN-HABITAT programı oluşturulmuştur. Program 20 yılda bir küresel düzeyde sürdürülebilir kentsel gelişmeye yönelik konferans düzenlemektedir. Bu konferanslardan ilki 1976'da Kanada'nın Vancouver şehrinde düzenlenmiş, ikincisi Türkiye'nin ev sahipliğinde 1996'da İstanbul'da, üçüncüsü ise 2016'da Ekvator'un başkenti Kito'da gerçekleşmiştir[2].

Birleşmiş Milletler İnsan Yerleşimleri Konferansı-Habitat II, 3-14 Haziran 1996 tarihinde İstanbul'da gerçekleştirilmiştir. Konferans, insan yerleşimi ve konut problemine küresel çapta dikkat çeken, ülkelerin bu problemleri çözebilmesi için ilgili kurumsal, hukuki, toplumsal ve ekonomik yolları gösteren kapsamlı bir konferans olma özelliği kazanmıştır. Temel amaçları toplumsal gelişme ve ekonomik kalkınmanın temel parçalarından biri olan insan yerleşimlerinin potansiyeli ve karşılaştığı problemler hususunda küresel çapta bilinç oluşturmak ve dünya liderlerinin köy, kasaba ve şehirleri

[2] https://habitat.csb.gov.tr/habitat-konferanslari-i-5746, (Çevrimiçi), 27 Temmuz, 2023

sağlıklı, adil, güvenli ve sürdürülebilir kılma hedeflerini benimsetmek olan Habitat II konferansının sonucunda Birleşmiş Milletler üyesi tüm ülkeler tarafından 'İstanbul Deklarasyonu' ve 'Habitat Gündemi' kabul edilmiştir (İstanbul Deklarasyonu, 1996).

Yeryüzü Zirvesi'nde (Rio de Janeiro, 1992) sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma kavramlarının içeriği genişletilerek, ekonomiden yönetime kadar birçok farklı disiplinlerle ilişkilendirilmiştir. Habitat II Konferansı'nda ise bu kavramlar insan yerleşimleri alanına uyarlanmıştır. Konferansta kabul edilen İstanbul Deklarasyonu ve Habitat Gündemi'nde de bu konuya yer verilmiştir (Bozlağan, 2005).

Habitat II konferansı sürdürülebilirliğin tarihsel gelişimi açısından önemli role sahip gelişmelerden biri olmuştur. Konferansa ağırlıklı olarak yerel yönetimler, sivil toplum kuruluşları, akademisyenler gibi üst düzey kesimler katılmış ve sürdürülebilirlik konusunda önemli roller üstlenmişlerdir. Söz konusu katılımcıların Birleşmiş Milletler'in karar alma süreçlerinde etkin rol oynamaları, Habitat II konferansını diğer konferanslardan farklı kılmaktadır (Bozlağan 2005).

1.1.1.7. Kyoto Protokolü

Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Çerçeve sözleşmesini imzalayan ülkeler, 11 Aralık 1997 tarihinde Japonya'nın Kyoto şehrinde Kyoto Protokolü'nü imzalamıştır. Bu sözleşme ile ülkeler karbondioksit ve onun kadar zararlı sera gazı emisyon miktarlarını düşüreceklerini taahhüt etmişlerdir. Türkiye, 2009 yılında Kyoto Protokolü'nü imzalamıştır (Çimen, 2019).

1.1.1.8. Sürdürülebilir Gelişme Konferansı (Johannesburg, 2002)

Sürdürülebilirlik kavramına yönelik atılan bir diğer önemli adım Güney Afrika Cumhuriyeti'nin Johannesburg kentinde 26 Ağustos-4 Eylül 2002 tarihleri arasında

gerçekleşen Sürdürülebilir Gelişme Konferansı'dır. Rio-10 ve Johannesburg Zirvesi olarak da bilinen konferansta Siyasi Bildirge ve Uygulama Planı olmak üzere iki sonuç belgesi kabul edilmiştir. Konferansta ele alınan başlıca gündem maddeleri; yoksullukla mücadele, eğitim, sağlık, temiz su erişimi, tarım ve çevrenin korunması olmuştur. Zirvede kabul edilen Uygulama Planı yenilenebilir enerji, doğal kaynaklar ve iklim konularında uzlaşmayı ve yerel, ulusal, küresel çapta faaliyetlerin yapılmasını önermektedir. Siyasi Bildirge ise ülkelerin yerel, bölgesel ve küresel çapta sürdürülebilir kalkınmayı gerçekleştirmeleri için ortak sorumlulukları olduğunu belirtmektedir (Kılıç, 2006: 87-88).

Sürdürülebilir Gelişme Konferansı sonucunda alınan kararlar aşağıda özetlenmiştir (Bozlağan, 2005: 1025):

- Ülkelerin ulusal düzeyde sürdürülebilir gelişme stratejilerini en kısa sürede belirleyerek bu stratejileri uygulamaya 2005 yılı itibariyle başlaması,
- Kurumsal sorumluluk ve farkındalığın kamu sektöründe, özel sektörde ve sivil toplum kuruluşlarında geliştirilmesi,
- Uluslararası anlaşma hükümlerinin hayata geçirilmesi,
- Dünya Dayanışma Fonu'nun kurularak yoksullukla mücadele için adımlar atılması ve açlık sınırında olan nüfusun yarıya indirilmesi,
- Fosil yakıtlara bağımlılığın azaltılması ve enerji kaynaklarının çeşitlendirilmesi,
- Enerji kaynaklarının dünya çapında adil kullanılmasının ve dengeli olarak dağılmasının sağlanması,
- Biyolojik çeşitliliğin korunması.

1.1.1.9. Rio+20 BM Sürdürülebilir Kalkınma Konferansı (Future We Want, 2012)

20-22 Haziran 2012 tarihlerinde Rio de Janeiro'da, insanlığın sürdürülebilir bir geleceğe sahip olması adına bugünden tercihlerini yapmalarını sağlamak amacıyla Rio+20 Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Konferansı organize edilmiştir. Konferansın

sonucunda daha yaşanabilir bir dünya için alınan kararlar İstediğimiz Gelecek (Future We Want) isimli belgede derlenmiş ve kabul edilmiştir. Bu belge, sürdürülebilir kalkınmaya hizmet edecek araçların yeşil ekonomi çerçevesinde devreye sokulması, uluslararası seviyede sürdürülebilir kalkınma için kurumsal yapısının güçlendirilmesi ve enerji, gıda, istihdam, şehirler, su, denizler ve afetler gibi konularda yönlendirici ilkeler ve uygulama çerçeveleri sunmaktadır.[3]

1.1.2. Sürdürülebilirlik Kavramının İşletmeler Açısından Önemi

Paydaşlarının mal ve hizmet ihtiyaçları ile ekonomik ihtiyaçlarını karşılamak üzere faaliyette bulunan kurumlar işletme olarak tanımlanmaktadır. Tanımdan yola çıkarak işletmelerin sürdürülebilirliği kavramı ilk olarak işletmelerin ekonomik hedefine yönelik mal ve hizmet üretimlerini sürdürebilmeleri biçiminde ortaya çıkmıştır. Ancak zaman içinde işletmeler yalnızca ekonomik değer yaratan organizasyonlar olarak görülmemekte; paydaşları, müşterileri ve yatırımcıları tarafından çevreye, doğaya saygılı olmaları ve sosyal faaliyetlerde bulunmaları bakımından da değerlendirilmektedir. Bundan dolayı işletmelerin sürdürülebilirliği kavramına ekonomik boyutun yanı sıra çevresel ve sosyal boyutlar da eklenmiştir (Tüyen, 2020: 4; Ayvacık ve Yalçın, 2019: 162).

Sürdürülebilirlik kavramını ilke olarak benimseyen işletmelerin esas motivasyonu sürdürülebilir kalkınmayı gerçekleştirebilmek adına oluşturan yasal düzenlemelerden kaynaklanmaktadır. İşletmeler için sürdürülebildiğin öneminin bir başka nedeni ise daha uzun ömürlü olmanın sürdürülebilirlik kavramını benimsemeye bağlı olduğuna dair inanıştır. IISD (International Institutuion for Sustainable Development) ve WBCSD (World Business Council for Sustainable Development), sürdürülebilir kalkınmaya yönelik faaliyet gösteren işletmelerin elde edeceği avantajları şu şekilde sıralamıştır (Tokgöz ve Önce, 2009: 268-269):

[3]http://www.surdurulebilirkalkinma.gov.tr/wp-content/uploads/2016/06/Future_We_Want.pdf, (Çevrimiçi), 28 Temmuz 2023

- Gider Tasarrufu,
- Finansal Kaynaklara Ulaşım,
- Sektörel Standartları Belirleme Sürecinde Söz Hakkı Elde Etme,
- Kurumsal İtibarın Artışı,
- Pazar Avantajları,
- Etik Değerlere Duyarlı Yatırımcıları Çekme.

Sürdürülebilirlik anlayışına sahip işletmeler, sistematik ve sistematik olmayan risklerle birlikte çevresel, sosyal ve kurumsal yönetimle ilgili riskleri de göz önüne alarak bu risklere karşı tedbirli olurlar. Bu durumu avantaja çeviren işletmeler rekabet üstünlüğü de sağlarlar (Çimen, 2019: 12).

Sürdürülebilirliği yanlış uygulayan ya da hiç uygulamadığı gibi topluma ve çevreye zarar veren faaliyetlerde bulunan işletmeler hem prestijlerini hem de marka değerlerini kaybetmektedirler. Konuyla ilgili bilinen örneklerden biri Volkswagen karbon emisyonları ile ilgili yayımlanan rapordur. 2015 yılında Volkswagen dizel otomobillerine yerleştirdikleri bir yazılım aracılığıyla karbon emisyonlarını olduğundan daha düşük göstermiştir. Bu haber finansal piyasalara kötü haber olarak düşmüş, raporun yayımlanmasından sonraki ilk iş gününde, Volkswagen şirketine ait hisseler Frankfurt borsasında %23 oranında değer kaybetmiş, bu durum şirket değerinde bir günde 15,6 milyar Euroluk düşüşe neden olmuştur. Bu örnek yatırımcıların çevre konusunda ne kadar duyarlı olduğunu gösteren etkili örneklerden biridir (Çimen, 2019: 10-11).

Sürdürülebilirlik konularına ilişkin farkındalığın dünyanın her yerindeki tüketiciler arasında arttığı ve işletmelerden beklentilerinin yükseldiği Birleşmiş Milletler ve Accenture tarafından yapılan ortak bir araştırma sonucunda tespit edilmiştir. Söz konusu araştırmaya göre tüketicilerin %72'si işletmelerin çevreyi korumasını ve gelecek nesiller için doğanın korumasını beklemektedir (UN Global Compact-Accenture CEO Study on Sustainability, 2013: 39).

1.2. Sürdürülebilir Kalkınma Kavramı

İngilizcedeki ‘Sustainable Development’ kavramının Türkçe karşılığı olan ‘Sürdürülebilir Kalkınma’, ilk defa 1987’de Brundtland Raporu’nda ifade edilmiştir. Kavram raporda, “gelecek kuşakların kendi gereksinimlerini karşılayabilme imkanlarından ödün vermeden bugünün gereksinimlerini karşılamak” şeklinde açıklanmıştır (United Nations, 1987). Bu tanım bugünkü kuşakların gereksinimlerinin karşılanması sürecinde gelecek kuşakların gereksinimlerinin dikkate alınması gerektiğini vurgulayarak bugünün ekonomik kalkınmanın gelecek kuşakların ekonomik durumunu bugünkü kuşaklarınkinden daha kötü hale getirmeyeceğini garantilemektedir (Şen ve diğerleri, 2018: 4). Bu tanımın ardından sürdürülebilir kalkınma kavramının farklı boyutlarını ön plana çıkaran tanımlar ortaya çıkmıştır (Akgül, 2010: 148).

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD, 2001: 11) sürdürülebilir kalkınmayı; gelecek kuşakların gereksinimlerini karşılama imkanlarından ödün vermeksizin insanlığın refah seviyesini maksimum düzeye çıkarmak amacıyla toplumun çevresel, sosyal ve ekonomik hedeflerinin bütünleştirilmesi olarak tanımlamaktadır. Bu tanım, Brundtland Raporu'yla benzerlik gösterirken, rapordan farklı olarak sürdürülebilir kalkınmanın çevresel, sosyal ve ekonomik boyutlarını içeren üç temel boyuta vurgu yapmaktadır (Yıldırım ve İsmail Nuri, 2018: 3).

Yeryüzünü Önemsemek: Sürdürülebilir Yaşam için Bir Strateji isimli raporda ise sürdürülebilir kalkınma ekosistemlerin taşıma kapasitesi dahilinde insan yaşamının kalitesini artırmak şeklinde ifade edilmiştir (IUCN, UNEP ve WWF, 1991: 10). Tanım, ekonomik kalkınma ve ekosistemin birbiriyle ilişkili iki kavram olduğunu ifade etmektedir. Sürdürülebilir kalkınmanın sürdürülebilir bir ekosistem ile mümkün olabileceğini vurgulamaktadır. Buna karşılık sürdürülebilir ekonominin de ekosistemin bozulmasını önleyeceğini öne sürmektedir (Akgül, 2010: 149).

Sürdürülebilir kalkınma kavramı ile ilgili literatürde de farklı tanımlamalar yer almaktadır. Bu farklılığın temelinde toplumsal, ekolojik ve ekonomik boyutlara sahip olan

sürdürülebilirliğin tek bir boyutu ile ele alınamamasından kaynaklanmaktadır. Sürdürülebilirlik kavramının pek çok alanla ilişkisi bulunmaktadır ve sürdürülebilirlik anlayışı konusunda verilen öncelikler kişiden kişiye değişmektedir (Kılıç, 2006: 83). Oktay (2005: 58-59'dan akt. Akgül, 2010: 144) sürdürülebilir kalkınmayı; *"... atık ve kirliliği sınırlandırarak, dezavantajlı insanların durumunu iyileştirerek, doğal kaynakları koruyarak, kişiler arasında değerli bağlantılar kurarak, yardımlaşma ve faydaya önem vererek ve ekonomileri yeniden canlandırmak için yerel varlıkları geliştirerek, tüm insanlar için yasam kalitesini artırmak üzere ortaya konulmuş çok-boyutlu bir yöntem…"* olarak tanımlamaktadır.

Beck'e (1998: 11'den akt. Kılıç, 2006: 83) göre ise sürdürülebilir kalkınma dünyanın varlığını sürdürebilmesi için ekolojik varlık ile bilimsel çalışmalar arasında bağ kurarak geleceğe dair umut vadeden bir kavramdır. Bir başka tanıma göre ise sürdürülebilir kalkınma kavramı bugünün nesillerinin ihtiyaçlarını doğal kaynakları geri dönüşü olmayacak şekilde tüketmeden ve çevreye zarar vermeden gelecek nesillere ulaştıran iktisadi bir sistemdir (Freman ve Soete, 2003: 468'den akt. Tıraş, 2012: 60).

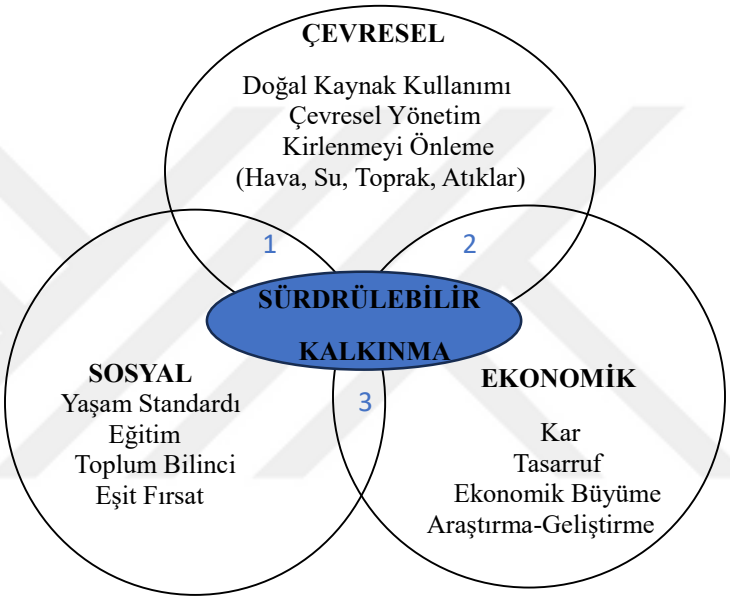
1.2.1. Sürdürülebilir Kalkınmanın Boyutları

Sürdürülebilir kalkınma ile ilgili tanım ve açıklamalardan yola çıkarak kavramın genel kabul görmüş üç temel boyutta ele alındığı söylenebilmektedir. Bu boyutlar ekonomik sürdürülebilirlik, çevresel sürdürülebilirlik ve sosyal sürdürülebilirlik olarak adlandırılmaktadır (Bilgili, 2017; Şen ve diğerleri, 2018; Strezov, Evans ve Evans, 2017).

Brundtland Raporu'nda sürdürülebilir kalkınmanın tanımı yapılmadan önce toplumu meydana getiren bu üç boyutun eş anlı fakat birbirinden bağımsız süreçler olarak işlendiği şeklindeydi. Rapordan sonra geliştirilen ve günümüzde en çok kabul edilen model, Rydin'in (2004) üç sütun modelidir. Model, her üç boyutun sürdürülebilir kalkınma kavramının oluşumunda eşit derece etkiye sahip olan boyutlar olarak ele alınmaktadır. Model, sürdürülebilir kalkınmanın ekonomik, çevresel ve sosyal olmak

üzere üç boyutta yer alan süreçlerin eş anlı yürütülmesi sonucunda sağlanabileceğini ileri sürmektedir (Akgül, 2010: 152-153).

Şekil 1: Üç Sütun Modeli



Kaynak: Kuşat, Nurdan: "Türkiye'de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları", **Sürdürülebilir Kalkınmanın Tarihçesi,** Ed. Aysel Gündoğdu, Ankara, Gazi Kitapevi, 2019, s. 20

Şekil 1'de görüldüğü gibi sürdürülebilir kalkınma kavramı çevresel, sosyal ve ekonomik boyutun kesişim noktasında varlık bulmaktadır. Sürdürülebilir kalkınma kavramını oluşturan bu üç boyuta tek tek bakıldığında korunan ve varlığını devam ettiren ekosistemi, toplumun ekonomik ilerleyişini ve kaynağını sosyal adalet ilkesinden alan sosyal eşitliği temsil etmektedir (Akgül, 2010: 154). Ayrıca sürdürülebilir kalkınmanın boyutlarının kesişim noktaları da 1, 2 ve 3 numaralar ile belirtilmiştir. 1 numara sosyal ve çevresel boyutların kesişim noktasını ifade etmektedir. Bu bölgede çevresel adalet, yerel ve küresel olarak doğal kaynakların korunması gereğine dikkat çekmektedir. 2 numaralı bölgede çevresel ve ekonomik boyutların kesişimi bulunmaktadır. Bu bölgede enerji verimliliği, doğal kaynak kullanımı konusunda verilen teşvikler vurgulanmaktadır. 3

numara ise ekonomik ve sosyal unsurların kesiştiği bölge olup, iş ahlakı, adil ticaret ve işçi hakları gibi konuları kapsamaktadır (Kuşat, 2019: 21).

Sürdürülebilirlik kavramına hayat veren ekonomik, sosyal ve çevresel boyut aşağıda incelenmiştir.

Ekonomik Sürdürülebilirlik;

Ekonomik kalkınma, rasyonel kullanım, kaynak verimliliği, özellikle kıt kaynaklar bakımından maksimum gelir akışı üretmeyi hedeflemektedir. Makroekonomik dinamiklerin bir sonucu olarak ortaya çıkan ekonomik kalkınma hem ekonomik hem de bilimsel araştırma ve üretim teknolojilerinde, organizasyon yapılarında ve ekonomik işleyiş mekanizmalarında, düşünce ve insan davranışlarında bir dizi niceliksel dönüşüm, yapı ve nitelik gerektirir. Bu yaklaşımın temel sıkıntısı ülkelerin ekonomik kalkınmalarını nasıl geliştireceğidir. Sürdürülebilir kalkınma perspektifinden bakıldığında, ekonomik büyümenin olumsuz çevresel etkileri sınırlandıracak şekilde olması gerekmektedir. Sürdürülebilirlik sadece çevrenin korunmasından ibaret olmayıp, diğer alanlarla, özellikle de ekonomik faaliyetlerle bağlantılı olarak ele alınmaktadır (Duran, Gogan, Artene ve Duran, 2015: 809).

Yeni (2014: 185), sürdürülebilir kalkınmanın ekonomik boyutunu esas olarak ekonomide mal ve hizmet tüketiminin arttırılması aracılığıyla insan refahının yükseltilmesi olarak ifade etmektedir. Refah kavramı, ekonomik sürdürülebilirliğin açıklanmasında önemli bir yere sahiptir. Genel olarak, ekonomik modeller refahın bir göstergesi olarak gözlemlenebilir bir ekonomik değeri olan mal ve hizmetlerin (piyasa mal ve hizmetleri) gelirini veya tüketimini kullanır. Sürdürülebilirliğin, refahın en azından zaman içinde korunmasını gerektirdiği şeklinde yorumlanması, nesiller arası eşitlikle ilgili kaygıları somutlaştırmaktadır. Bu bağlamda, her nesil, şu anda tüketeceği sermaye miktarı (mevcut neslin yararı için) ve gelecek nesillerin yararı için doğal sermayenin korunması da dahil olmak üzere ne kadar sermaye biriktireceği veya koruyacağı konusunda bir karar vermelidir (Markulev ve Long, 2013: 4-5).

Tüketim artışı bir bakıma refah artışının göstergesi olarak kabul edilmektedir. Ancak tüketimin artması bu tüketimi karşılayabilecek üretime ihtiyaç duymaktadır. Üretim kaynaklarının kıt olduğu göz önüne alınırsa insanlığın kaynak kullanımında daha duyarlı olmaları gerekmektedir. Sürdürülebilir kalkınmanın ekonomik boyutu bu noktada yalnızca bugünü düşünerek yapılan aşırı üretim ve tüketimi ve buna yönelik tepkiyi kapsamaktadır (Kuşat, 2019: 22).

Ekonomik sürdürülebilirlik dört temel özelliğe sahiptir. Bunlar (Sharma ve Singh, 2020: 50);

- İnsan yapımı sermaye, doğal sermayeyi tamamen ikame edemeyeceği için doğal sermayenin korunmasına büyük bir önem verilmektedir.
- Ekonomik büyümenin istikrarlı olacağı varsayımı, dünya ekosisteminin taşıma kapasitesine bağlıdır.
- Ekonomi, bağımlı olduğu ekosistemle doğru orantılı bir ölçeğe sahiptir.
- Sürdürülebilir kalkınma ve eşit dağılım, insan refahının artırılması ve sosyo-ekolojik faktörlerin karar alma sürecine katılması gibi kavramlara yönelik açık bir ilgi işareti vardır.

Sosyal Sürdürülebilirlik;

Sürdürülebilirliğin sosyal boyutu genel olarak insanoğlunun gıda, barınma, bir arada yaşama, sağlık gibi temel ihtiyaçlarının nasıl karşılanacağına yoğunlaşmaktadır. Sosyal sürdürülebilirliğin, ekonomik ve çevre boyutu gibi önem kazanmasında Brundtland raporunda sürdürülebilir kalkınma kavramının tanımlanması önemli bir role sahiptir. Raporda sürdürülebilir kalkınmanın tanımının yanı sıra çevresel sorunlar ile yoksulluğun sosyoekonomik boyutları arasındaki ilişki de vurgulanmıştır (Şen ve diğerleri, 2018: 36-37).

Sosyal bakımdan sürdürülebilir toplumlar kendi kaynaklarını korumak ve geliştirmek, gelecekte meydana gelebilecek problemleri önlemek veya çözmek için esnek olmalıdırlar. Bu bağlamda sosyal sürdürülebilirlik; insanoğlunun yaşadığı ortamdan

nelere gereksinim duyduğunun anlaşılması ve refahı sağlayan başarılı mekanlar oluşturma süreci olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir deyişle sosyal sürdürülebilirlik toplumsal duyarlılığı ve refahı destekleyen sosyal, kültürel ve fiziksel ortamlar meydana getirme ve bu ortamlarda yaşayan insanlarla etkileşimde bulunma sürecidir. Bu ifadelerden yola çıkarak sosyal sürdürülebilir kalkınma insan haklarını, kurumsal yönetimi ve çalışma haklarını kapsayan ve gelecek kuşakların bugünkü kuşaklar kadar sosyal kaynaklardan yararlanmalarının sağlanması olarak düşünülmektedir (Bilgili, 2017: 565-566).

Sosyal sürdürülebilir toplumların meydana gelebilmesi için gerekli olan beş ana ilke (McKenzie, 2004: 18-19):

- Eşitlik ilkesi; topluluk içinde, özellikle en düşük gelire sahip ve savunmasız olan üyeler için eşit olanaklar ve fırsatlar sunmalıdır.
- Çeşitlilik ilkesi; topluluk çeşitliliği desteklemelidir.
- Bağlantılılık ilkesi; topluluk içinde ve dışında resmi, gayrı resmi ve kurumsal ilişkileri teşvik eden sistemler, süreçler ve yapılar sağlanmalıdır.
- Yaşam kalitesi ilkesi; toplumun temel ihtiyaçları karşılanmalı ve toplumun tüm üyeleri için iyi bir yaşam kalitesi teşvik edilmelidir.
- Demokrasi ve yönetişim ilkesi; toplum için demokratik süreçler ve açık, hesap verebilir yönetişim yapıları oluşturulmalıdır.

Küresel çapta sürdürülebilir kalkınmanın sosyal boyutu aşağıdaki hedeflerin gerçekleştirilmesi ile mümkün olabilmektedir (Duran vd., 2015: 810):

i) Çevre için eğitim, öğretim ve kamu desteğinin teşvik edilmesi,

ii) İnsan sağlığının korunması ve geliştirilmesi (özellikle kırsal alanlarda tıbbi tesislere erişim, bulaşıcı hastalıkların kontrolü, kirlilik riskleri ve ekolojik risk),

iii) Yoksullukla mücadele (yoksulların sürdürülebilir geçim kaynaklarına erişimi, insani kalkınmanın desteklenmesi ve insan sermayesine entegre politika yatırımı),

iv) Sürdürülebilir kalkınmayı tehdit eden demografi (özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki nüfus artışı).

Özetle sosyal sürdürülebilirlik, birey ve toplumların yaşam kalitesini yükseltmek amacıyla hedef ve ilkeler ortaya koymakta, meydana gelen toplumsal krizlerin detaylı analizinin yapılması gerektiğine dikkat çekmekte ve gelecek nesillerin bugünkü nesiller kadar sosyal imkanlardan faydalanabilmesini hedeflemektedir (Bilgili; 2017: 567).

Çevresel Sürdürülebilirlik;

Çevresel sürdürülebilirlik, sürdürülebilir kalkınma anlayışının toplumlar ve işletmeler tarafından benimsenmesinde kilit bir rol oynamaktadır. Genel olarak sürdürülebilir kalkınmanın tanımlarına bakıldığında çevreye ve doğal kaynaklara verilen zarar vurgulanmış, gelecek nesiller için oluşan çevresel tehlikeye dikkat çekişmiştir. Bu bakımdan çevresel sürdürülebilirlik doğal kaynakların sürekliliğinin korunması şeklinde tanımlanmaktadır (Kaypak, 2011: 26). Çevresel sürdürülebilirlik daha geniş anlamda, toplumların ihtiyaçlarının karşılanırken, ekosistemlerin yeniden üretim kapasitesini aşmadan ve biyolojik çeşitliliği azaltmadan bir esneklik, denge ve birbirine bağlılık hali şeklinde tanımlanabilir (Morelli, 2011: 5).

Çevresel sürdürülebilirliğin etkin olarak uygulanabilmesi için aşağıda belirtilen beş şartın gerçekleşmiş olması gerekmektedir (Güner, 2020):

i) Doğal kaynak tüketiminin minimize edilmesi,
ii) Üretimde kullanılan girdilerin ve tüketim gereçlerinin yenilenebilir kaynaklardan temin edilmesi,
iii) Atıkların en üst düzeyde geri dönüştürülmesi,
iv) Enerji kaynaklarının korunması ve yenilenebilir enerji sistemlerinin benimsenmesi,
v) Çevrenin yapılandırılmasında ekolojik çevreye ve canlılara zarar vermeyen yöntemlerin kullanılması.

Çevre bir bakıma üretimin temel maddesini oluşturmaktadır. Ancak üretimi artırmak, maliyetleri azaltmak ve en önemlisi geliri maksimize etmek amacıyla çevreye bilinçli/bilinçsiz olarak zarar verildiği gözlemlenmiştir. Bir kısım araştırmalar zaman içinde çevre bilincinin geliştiği yönündedir. Buradan yola çıkarak sürdürülebilir kalkınma faaliyetleri çevresel bilinçlenme hareketi olarak nitelendirilmektedir. Bu sayede çevreye verilen zararın azaltılması ve gelecekte ortaya çıkabilecek tehditlere yönelik önlemlerin alınması hedeflenmektedir (Kuşat, 2019: 24).

Çevresel sürdürülebilirlik işletmeler açısından değerlendirildiğinde hangi sektörde olursa olsun çevresel problemlere duyarlı olmayan işletmelerin faaliyetlerini sürdüremeyecekleri anlaşılmaktadır. Bu nedenle işletmeler iş stratejilerine ve uzun vadeli planlarına çevre boyutunu da ilave etmektedir. Ayrıca son yıllarda yatırımcıların ve tüketicilerin çevre konusunda bilinçlenmesi, küresel boyutta çevre konferansları, hükümetlerin çevre politikaları işletmelerin geleneksel yaklaşımları bir kenara bırakarak yeşil işletmecilik anlayışını benimsemelerini zorunlu kılmaktadır (Şenocak ve Mohan Bursalı, 2018: 164).

1.2.2. Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri

Brundtland Raporu ile ortaya çıkan sürdürülebilir kalkınma kavramı zaman içerisinde toplumlar, işletmeler ve hükümetler tarafından benimsenmiş, konuya ilişkin çeşitli faaliyetler yürütülmüştür. Bu süre zarfında; doğayı ve çevreyi koruma ve küresel ısınma ile mücadele, kaynakların sürdürülebilirliği, yoksullukla mücadele ve gelir adaletsizliğinin ortadan kalkması, eğitim ve sağlık hizmetlerinin iyileştirilmesi, yenilenebilir enerji sistemlerinin oluşturulması gibi birçok konuda iyileştirmeler yapılmıştır. Ancak özellikle 2015 yılından sonra yerel ve küresel düzeyde bu düzenlemelerin daha kapsamlı hale geldiği söylenebilmektedir (Peşkircioğlu, 2016: 6).

25-27 Eylül 2015 tarihlerinde Birleşmiş Milletler'in genel merkezinde bütün üye ülkeler tarafından 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Gündemi kabul edilmiştir. Gündem,

bugün ve gelecekte insanların ve dünyanın refah ve huzuru için oluşturulmuş bir taslaktır. 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Gündemi başlığı altında 17 adet sürdürülebilir kalkınma hedefi belirlenmiştir (Çimen, 2019: 10). Bu hedefler aşağıda belirtilmiştir (Barbier ve Burgess, 2017: 7):

Hedef 1. Yoksulluğa son: Yoksulluğun her türlüsüne her yerde son vermek (Ekonomik),

Hedef 2. Açlığa son: Açlığı sona erdirmek, beslenmeyi ve gıda güvenliğini iyi duruma getirmek ve sürdürülebilir tarımı teşvik etmek (Ekonomik),

Hedef 3. Sağlıklı ve kaliteli yaşam: Her yaş grubundaki bireyler için sağlıklı yaşam imkanı sağlamak ve refahı desteklemek (Ekonomik)

Hedef 4. Nitelikli eğitim: Kapsayıcı ve eşitlik temelli kaliteli eğitim ortamının oluşturulması ve yaşam boyu öğrenme imkanlarının desteklenmesi (Sosyal)

Hedef 5. Toplumsal cinsiyet eşitliği: Toplumsal cinsiyet eşitliğini sağlamak ve kadınlar ile kız çocuklarına destek olmak (Sosyal)

Hedef 6. Temiz su ve arıtma: Herkes için mevcut ve sürdürülebilir su ve arıtma yönetiminin sağlanması (Ekonomik)

Hedef 7. Erişilebilir ve temiz enerji: Herkes için makul, sürdürülebilir, güvenilir ve modern enerjiye erişim imkanının sağlanması (Ekonomik)

Hedef 8. İnsana yakışır iş ve ekonomik büyüme: Sürekli, kapsayıcı ve sürdürülebilir ekonomik büyümeyi, tam ve üretken istihdamı ve herkes için insana yakışır işi teşvik etmek (Ekonomik)

Hedef 9. Sanayi, yenilikçilik ve altyapı: Dirençli bir alt yapı oluşturmak, kapsayıcı ve sürdürülebilir endüstrileşmeyi teşvik etmek ve inovasyonu teşvik etmek (Ekonomik)

Hedef 10. Eşitsizliklerin azaltılması: Ülke içinde ve ülkeler arasında eşitsizliğin azaltılması (Sosyal)

Hedef 11. Sürdürülebilir şehirler ve topluluklar: İnsan yerleşimlerini ve şehirleri kapsayıcı, dirençli, güvenli ve sürdürülebilir hale getirmek (Çevre)

Hedef 12. Sorumlu üretim ve tüketim: Sürdürülebilir tüketim ve üretim kalıplarının sağlanması (Çevre)

Hedef 13. İklim eylemi: İklim değişikliği ve etkileriyle mücadele etmek amacıyla derhal eyleme geçmek (Çevre)

Hedef 14. Sudaki yaşam: Sürdürülebilir kalkınma için okyanusların, denizlerin ve deniz kaynaklarının korunması ve sürdürülebilir kullanımını sağlamak (Çevre)

Hedef 15. Karasal yaşam: Karasal yaşamın korunması, yeniden inşası ve sürdürülebilir kullanımının teşvik edilmesi amacıyla çaba gösterilmesi; sürdürülebilir orman yönetimi, çölleşme ile mücadele, arazi bozulmasının önlenmesi ve tersine çevrilmesi, biyolojik çeşitlilik kaybının önlenmesi için harekete geçmek (Çevre)

Hedef 16. Barış, adalet ve güçlü kurumlar: Sürdürülebilir kalkınmayı teşvik etmek için barışçıl ve kapsayıcı toplumları desteklemek, herkes için adalete erişimi sağlamak, ayrıca her düzeyde etkili, hesap verebilir ve kapsayıcı kurumları oluşturmak (Sosyal)

Hedef 17. Amaçlar için ortaklıklar**:** Başarılı bir sürdürülebilir kalkınma gündemi için, hükümetler, özel sektör ve sivil toplum arasında işbirliği kaçınılmazdır. İnsanları ve gezegeni odak noktasına alan prensipler ve değerlerle şekillenen, ortak bir vizyon ve hedeflere dayalı bu kapsayıcı işbirlikleri, küresel, bölgesel, ulusal ve yerel düzeyde gereklidir. (Sosyal)

Şekil 2: Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri



Kaynak: undp.org, (Çevrimiçi), 3 Ağustos 2023

Yukarıda belirtilen hedefler doğrultusunda sürdürülebilir kalkınma programıyla küresel çapta yoksullukla mücadele etmek, ekonomik kalkınmayı sağlamak, sağlık, eğitim, sosyal koruma ve istihdam gibi sosyal ihtiyaçların karşılanması, bebek ölümlerinin azaltılması, kız ve erkek öğrenciler arasında eşitlik ve nitelikli eğitim almalarının sağlanması, kadına şiddetin azaltılması, nitelikli konut sağlanması, gelir adaletsizliğinin ortadan kalkması, gelişmekte olan ülkelerde ekonomik kalkınma hızının %7'ye yükselmesinin sağlanması, küresel ısınma ile mücadele ve çevrenin koruması hedeflenmektedir (Peşkircioğlu, 2016: 8).

1.3. Kurumsal Sürdürülebilirlik

Kurumsal sürdürülebilirlik ilk kez Bowen (1953) tarafından iş adamlarının toplumun değerleri ve hedefleri doğrultusunda istenilen politikaları yürütme ve karar alma yükümlülüğü olarak ifade edilmiştir. Kurumsal sürdürülebilirlik kavramı, bir işletmenin

paydaşlarının gereksinimlerini gelecekte de karşılayabilme kabiliyetinden ödün vermeksizin karşıladığı bir durum olarak tanımlanmaktadır. Bir şirket, faaliyetlerinin çevresel, sosyal ve ekonomik performans açısından sürdürülebilirliğini sağlamalıdır (Hockerts, 1999: 31). Yavuz (2010: 65) kurumsal sürdürülebilirliğe ekonomik açıdan yaklaşmış ve tanım olarak işletmelerin üretim sürecinde yenilenebilir kaynaklara yönelmesi ve üretim faaliyetleri ile çevresel sorumluluk taşıması şeklinde ifade etmiştir. Geleneksel büyüme ve kar maksimizasyonu modeline bir alternatif olarak kurumsal sürdürülebilirlik modeli doğmuştur. Kavram iki temel özelliğe sahiptir. Bunlardan birincisi yeni bir iş kurma modeli önermektedir. İkincisi ise firmaların bugünkü kazançlarından öte geleceğe yönelik yatırım yapmalarını da gerektirmektedir. (Tokgöz ve Önce, 2009: 252).

Farklı ülkelerde faaliyet gösteren 766 işletmenin yöneticileri ile gerçekleştirilen bir araştırmaya göre şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik anlayışını benimsemesinin nedenleri (Aytekin ve Fidanoğlu, 2022: 15):

1. İşletmelerin marka değerini ve itibarını artırması,
2. Personelin motivasyonunu yükselterek karlılığını arttırması,
3. Artan işletme itibarı ile birlikte nitelikli işgücü istihdamını kolaylaştırması,
4. Toplum nazarında artan itibar sayesinde rekabet üstünlüğü kazanılması,
5. Uluslararası sorumlu yatırım firmalarından finansal destek alma imkanı sunması,
6. Çevre konusunda daha duyarlı hale gelen tüketicilerin işletmelerden beklentileri

şeklinde sıralanmıştır.

İşletmelerin geleneksel ve sürdürülebilir yönetim anlayışları arasındaki farklılıklar aşağıdaki tabloda özetlenmiştir (Tokgöz ve Önce, 2009: 255-256):

Tablo 1: İşletmelerin Yönetim Anlayışları Arasındaki Farklar

Temel Varsayımların Konuları	Geleneksel Yönetim Anlayışı	Sürdürülebilir Yönetim Anlayışı
Amaç	Ekonomik Büyüme ve Karlılık Paydaşların Refahı	Sürdürülebilir Yaşam Kalitesi Paydaşların Refahı
Değerler	Rasyonellik Kendi kendine yetebilme	Sezgi ve anlama yetisi Birbiriyle ilintililik
Ürünler	Kullan-at ambalajlama	Çevre dostu ambalajlama
Üretim Sistemleri	Yoğun enerji ve kaynak kullanım	Düşük enerji ve kaynak kullanımı
Örgütsel Yapı	Hiyerarşik yapı Merkezi otorite Gelirler arası büyük farklılık	Hiyerarşik olmayan yapı Merkezi olmayan otorite Gelirler arası düşük farklılık
Çevre	Çevre hakimiyeti Hava kirliliği ve atıklar dışsal kabul edilir	Doğa ile uyum Hava kirliliği ve atıkların yok edilmesi
İşletme Fonsiyonlaru	Tüketim odaklı pazarlama anlayışı Kısa vadede kar maksimizasyonu sağlama	Tüketicilere bilinç kazandırmaya yönelik pazarlama Uzun vadede sürdürülebilir kalkınmaya yönelik finansman sağlama
Performans Ölçümü	Finansal sonuçlar	Finansal, ekonomik, sosyal ve çevresel sonuçlar

Kaynak: Tokgöz, Nuray ve Saime Önce: "Şirket Sürdürülebilirliği: Geleneksel Yönetim Anlayışına Alternatif", **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi,** Cilt XI, Sayı I, s. 255-256.

ABD'nin Dow Jones piyasasında uygulanan kurumsal sürdürülebilirlik anlayışı işletmelerin uzun vadeli hisse senedi kazancını arttırmak amacıyla çevresel, sosyal ve ekonomik risk faktörlerini ve fırsatlarını iyi bir şekilde yönetebilmesi şeklindedir. Buradan yola çıkarak işletmeler kamuoyunu konu ile ilgili bilgilendirmek amacıyla ekonomik, sosyal ve çevresel faktörler açısından mevcut durumlarını ve gelecekteki potansiyellerini içeren sürdürülebilirlik raporları yayımlamaktadır (Karademir ve Karacaer Ulusoy, 2020: 18).

Mevcut literatüre bakıldığında kurumsal sürdürülebilirlik kavramının aşağıdaki dört temel unsurla ilişkili olduğu ileri sürülmektedir (Wilson, 2003).

1) **Sürdürülebilir kalkınma:** 1987 Brundtland Raporu ile ilk kez sürdürülebilir kalkınma kavramının tanımı yapılmış, sürdürülebilir kalkınmanın başarılması için işletmelerin de üstüne düşeni yapması gerektiği belirtilmiştir. 1990 yılında, Uluslararası Ticaret Odası tarafından yayınlanan Sürdürülebilir Kalkınma için İş Dünyası Şartı, konuya ilişkin ilk ciddi destek hareketini temsil eder. Bu girişimi takiben, 1992 yılında Stephen Schmidheiny ve Sürdürülebilir Kalkınma için İş

Konseyi (şimdi Dünya İş Konseyi olarak bilinir; MIT Press, 1992) tarafından kaleme alınan Changing Course adlı kitap yayınladı. Her iki yayın da sürdürülebilir kalkınma konusunda şirketlerin rolünü ele almış ve yazarlar sürdürülebilir kalkınmayı teşvik etmenin çevresel ve sosyal olduğu kadar ekonomik bir zorunluluk olduğunu savunmuşlardır. O zamandan bu yana pek çok iş lideri ve şirket sürdürülebilir kalkınma ilkelerine destek verdiler.

2) **Kurumsal Sosyal Sorumluluk:** Kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) da Sürdürülebilir kalkınma gibi kapsamlı ve diyalektik bir kavramdır. Temelde KSS, iş dünyasının toplumdaki rolüne odaklanır. Temel ilkesi, şirket yöneticilerinin sadece hissedarların menfaatlerine ya da kendi öz menfaatlerine odaklanmak yerine, etik bir sorumlulukla toplumun ihtiyaçlarını göz önünde bulundurmak ve ele almaktır. KSS genellikle bir tartışma konusu olarak ele alınabilir ve genellikle şirket yöneticilerinin toplumun gereksinimlerini ne ölçüde göz önünde bulundurmaları gerektiği, bu gereksinimleri nasıl karşılamaları gerektiği gibi konuları kapsar.
3) **Paydaş Teorisi:** Paydaş Teorisi ilk kez 1984'te R. Edward Freeman'ın yayınladığı Stratejik Yönetim adlı kitap ile popülerlik kazanmıştır. Freeman paydaşı "kuruluşun hedeflerine ulaşmasını etkileyebilecek veya bundan etkilenebilecek herhangi bir grup veya birey" olarak tanımlamıştır. Paydaş teorisinin temelinde, işletmelerin kurum dışı taraflarla ilişkilerinin ne kadar güçlü olursa kurumsal iş hedeflerine ulaşmanın o kadar kolay olacağı; ilişkilerinin ne kadar kötü olursa o kadar zor olacağı anlayışı vardır. Şirketler için ilk zorluklardan biri paydaşlarını belirlemektir. Hissedarlar ve yatırımcılar, çalışanlar, müşteriler ve tedarikçiler gibi belirli grupların paydaş olduğu konusunda şirketler arasında genel bir mutabakat var gibi görünmektedir. Ancak, paydaşları belirlemek için belirgin kriterlerin bulunmaması, işi daha da karmaşık hale getirmektedir.
4) **Hesap verebilirlik:** Son olarak kurumsal sürdürülebilirlik, hesap verebilirlik kavramı ile ilişkilidir. Hesap verebilirlik, bir kişinin yasal veya etik sorumluluğu çerçevesinde eylemlerini açıklama veya hesap verme zorunluluğunu ifade eder.

Hesap verebilirlik kişinin belirli bir şekilde davranma yükümlülüğünü ifade eden sorumluluktan farklıdır, çünkü hesap verebilirlik kişinin hareketlerini açıklama, gerekçelendirme ya da raporlama görevini belirtir. Kurumsal hesap verebilirlik, geleneksel güvene dayalı modellerle veya sadece şirket yönetimi ve hissedarlar arasındaki ilişkiyle sınırlı olmak zorunda değildir. Şirketler günlük işlerinin bir gereği olarak diğer paydaş gruplarıyla (açık ve/veya örtülü) anlaşmalar yaparlar ve bu anlaşmaya dayanan düzenlemeler hesap verebilirlik ilişkilerinin temelini oluşturabilir. Kurumsal hesap verebilirlik teorisi, kurumsal sürdürülebilirliğe şirket yöneticileri ile toplumun diğer kesimleri arasındaki ilişkinin doğasını açıklamakta yardımcı olarak katkı sağlamaktadır. Şirketlerin finansal performanslarının yanı sıra, çevresel, sosyal ve ekonomik performanslarını da raporlamalarının gerekliliği konusundaki görüşleri ortaya koymaktadır. 1997 yılında, Birleşik Krallık danışmanlık şirketi Sustain Ability'den John Elkington, çevresel, sosyal ve ekonomik performansa ilişkin bu tür bir muhasebeyi 'üçlü sonuç hattı' raporlaması olarak adlandırmıştır.

Borsa İstanbul tarafından 2020 yılında yayınlanan Sürdürülebilirlik Rehberi'nde sürdürülebilirliği faaliyetlerine entegre eden işletmelerin birçok alanda avantaj elde edeceklerinden bahsetmektedir. Söz konusu avantajlar aşağıda belirtilmiştir (BİST, 2020):

- Günümüz iş dünyasında finansman sağlayan kurum ve kuruluşlar sürdürülebilir finans yaklaşımını benimsemeye ve uygulamaya başlamıştır. Bu nedenle finanse edecekleri firmaları seçerken diğer kriterlerle beraber çevresel, sosyal ve yönetişim unsurlarını da dikkate almaktadır. Bu nedenle kurumsal sürdürülebilirliği ilke edinen işletmelerin finansal sermayeye erişimi kolaylaşmaktadır.
- Kurumsal sürdürülebilirlik anlayışına sahip işletmeler bu alandaki performanslarını şeffaf olarak kamuoyuyla sürdürülebilirlik raporu şeklinde paylaşarak toplumun güvenini kazanırlar, bu sayede itibarlarını ve marka değerlerini artırmaktadır.

- Sürdürülebilir kalkınmanın çevresel boyutu sayesinde gerçekleşen düşük enerji tüketimi, azalan hammadde kullanımı, geri dönüşüm uygulamaları ve kaynak tasarrufu gibi iyileşmeler maliyetleri düşürecek, işletme karlılığında ve verimliliğinde artış sağlayacaktır.
- ÇSY kaynaklı risklerin göz önünde bulundurulması risk yönetiminde etkinliğin artmasını sağlamaktadır. Günümüzde işletmelerin faaliyetlerini sürdürebilmesi, değerini kaybetmemesi ve rekabet üstünlüğü sağlayabilmesi için ÇSY ile ilgili riskleri finansal riskler gibi değerlendirmesi ve yönetmesi gerekmektedir.
- Aralarında tüketicilerin de olduğu paydaşların sürdürülebilirlik anlayışlarına göre işletmenin iş süreçlerine dahil edilmesi gibi faaliyetlerine yönelik farklı gruplardan değerlendirme ve görüş bildirimlerinin olması piyasaya yeni ürün sürme, alternatif süreç geliştirme ve yeni pazarların keşfine yardımcı olacaktır.
- Kurumsal sürdürülebilirliği benimsemiş işletmeler nitelikli işgücü sağlama konusunda da avantaj elde etmektedir.
- Yukarıda belirtilen tüm bu artı değerler işletmelerin kurumsal sürdürülebilirliğini besleyerek, kısa vadede olduğu kadar orta ve uzun vadede de faaliyetlerini ve kurumsal varlığını sürdürmesine de katkı sağlayacaktır.

Buradan yola çıkarak kurumsal sürdürülebilirliğin faydaları işletme içi faydalar ve dış paydaş faydaları olmak üzere ikiye ayrılmaktadır (Karademir ve Karacaer Ulusoy, 2020: 25):

İşletme içi faydalar;

i) Risk ölçümü ve fırsatların iyi tanınması, finansal ve finansal olmayan göstergeler arasındaki ilişkinin anlaşılması,
ii) İş süreçlerinin düzenlenmesi,
iii) İşletme maliyetlerinin azalması ile finansal verimliliğin artması.

Dış paydaş faydaları;

i) Sosyal ve çevresel kaynaklı olumsuz etkilerin azaltılması

ii) Kurumsal itibar ve marka değerinin artması

iii) İşletme dışındaki aktörlerin işletmenin maddi ve maddi olmayan değerlerini daha iyi kavrayabilmesi.

Kurumsal sürdürülebilirliği benimseyen işletmeler uzun vadede değer yaratırlar. Bunun nedeni sosyal sorumlu bu işletmelerin benzer piyasalarda faaliyet gösteren sürdürülebilirlik anlayışını benimsememiş işletmelere kıyasla tüketici ve yatırımcılar tarafından daha çok tercih edilmeleri ve böylece rekabet üstünlüğü elde etmeleridir.

1.4. Sürdürülebilir Finans ve Sürdürülebilir Borsalar

Son yıllarda sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma kavramlarının önem kazanması işletmelerin temel işlevlerinden biri olan finans fonksiyonunun da sürdürülebilir olmasını gerekli kılmıştır. Özellikle 70'li yıllardan sonra meydana gelen doğal afetler, 80'li yıllardan sonra yaşanan çernobil felaketi, petrol tankerlerinin okyanus yaşamına zarar vermesi, Avrupa'da otomobil sektöründe yaşanan üretim artışı ile meydana gelen çevresel problemler, iklim değişikliği gibi sorunlar sürdürülebilir bir yaşam oluşturma konusunda toplumun bilincinin artmasını sağlarken işletmeler açısından da sürdürülebilir finans anlayışının ortaya çıkmasına zemin hazırlamıştır. Küresel çapta ülkelerin sürdürülebilir kalkınmanın sağlanması ülkelerin sürdürülebilirlik performanslarına bağlı iken yerel çapta sürdürülebilir kalkınmanın gerçekleşmesi sürdürülebilir işletmelere bağlıdır (Ulusoy, 2019: 52; Çimen, 2019: 20-21).

Sürdürülebilir finans kavramı, finans sektöründe yatırım kararları alınırken ÇSY boyutlarının göz önünde bulundurulmasını ifade eder ve daha uzun vadeli sürdürülebilir projelere ve ekonomik faaliyetlere yatırım yapılmasını sağlar. Çevresel boyut, iklim değişikliğinin azaltılmasıyla birlikte kirliliğin önlenmesi, biyoçeşitliliğin korunması ve döngüsel ekonomi gibi daha geniş çerçevede çevresel konuları içerir. Sosyal boyut eşitsizlik, iş ilişkileri, insanlara ve becerilerine ve topluluklara yatırım, kapsayıcılık ve insan hakları konularını içermektedir. Kamu ve özel kurumların yönetişimi, karar alma

sürecine çalışan ilişkileri, yönetim yapıları ve yönetici ücretleri dahil olmak üzere sosyal ve çevresel konuların entegre edilmesini sağlamada önemli bir rol oynar (finance.ec.europa.eu, 7 Ağustos 2023).

Sürdürülebilir finans anlayışı geleneksel finans anlayışının temelinde yatan kısa vadede kar maksimizasyonu sağlama, kısa vadeli sonuçlara odaklanma yerine işletmenin paydaşlarına ve gelecek nesillere saygılı bir şekilde uzun vadede değer yaratmaya dayanmaktadır. İşletmelerin paydaşlarının ve yatırımcılarının sürdürülebilir kalkınma konusunda bilincinin artması finansal algı ve beklentilerinin de değişmesine neden olmuş, bu durum sürdürülebilir finans yaklaşımına olan ihtiyacı doğurmuştur (Çimen, 2019: 23).

Sürdürülebilir finansal araçlar ilk olarak tahvil piyasaları ile ortaya çıkmıştır. Yeşil Tahvil Piyasası olarak bilinen ilk organize piyasalar 2008 yılında sermaye piyasalarında işlem görmeye başlamıştır (Ulusoy, 2019: 54). Daha sonra özel fonlama çeşitlerinin artması ve çevre dostu projelerin desteklenmesi için yeşil krediler, sosyal amaçlı projelere kaynak sağlanması için sosyal tahviller ve sürdürülebilir borsalar gibi finansal araç türleri geliştirilmiştir (Canikli, 2022).

Borsalar, yatırımcılar, şirketler, politika yapıcılar ve düzenleyiciler arasındaki etkileşim için merkez noktasıdır. Borsalar geleneksel olarak şeffaf, organize piyasaların oluşturulmasında ve borsaya kote şirketler arasında finansal ve kurumsal yönetim açıklamalarında en iyi uygulamaların teşvik edilmesinde önemli bir rol oynamıştır. Günümüzde borsalar, 21. yüzyılın sürdürülebilir kalkınma sorununa yardımcı olmak için de birçok olanak sağlamaktadır. Bunlar arasında işletmeleri sürdürülebilirlik raporlaması oluşturma konusunda teşvik, gönüllü girişimler hem şirketler hem de yatırımcılar için rehber olan belgeler ve eğitimler ve ÇSY unsurlarına odaklanan endeksler gibi sürdürülebilir yatırım faaliyetleri yer almaktadır (Vijaya ve Reddy, 2017: 113).

Borsalar, esas olarak şeffaf ve sürdürülebilir bir sermaye piyasasının oluşturulması için çaba gösterirler. Bu çaba, Birleşmiş Milletler tarafından 2009 yılında başlatılan Sürdürülebilir Borsalar Girişimi (SSE) ile kurumsal bir çabaya dönüşmüştür. Programın misyonu borsaların şirketler (ihraççılar), politika yapıcılar, düzenleyiciler, ilgili

uluslararası kuruluşlar ve yatırımcılarla iş birliği içinde ÇSY konularında performansı nasıl artırabileceğini ve BM Sürdürülebilir Kalkınma Hedeflerinin finansmanı da dahil olmak üzere sürdürülebilir yatırımı nasıl teşvik edebileceğini araştırmak için küresel bir platform sağlamaktır (SSE, 2018). Günümüzde Sürdürülebilir Borsalar Girişimi'ne üye borsa sayısı 122'dir.

1961 yılında kurulan Dünya Borsalar Federasyonu (WFE) dünya genelindeki borsalar ve takas merkezleri için küresel bir organizasyondur. Dünya sermaye piyasalarının gereksinimlerini kullanıcılarının menfaatlerine uygun olarak karşılamak üzere organize ve düzenlenmiş menkul kıymet piyasalarının geliştirilmesi ve desteklenmesine yardımcı olmak için kurulmuştur. WFE, piyasaları geliştirmenin yanı sıra iyi işleyen sermaye piyasalarını destekleyen ve yapısal istikrarı güçlendiren düzenleyici sonuçlar sağlamayı hedeflemektedir (https://www.world-exchanges.org/about, 7 Ağustos 2023). Federasyonun 2018 yılında yapılan toplantısında sürdürülebilirlik üzerine yayınladıkları ilkeler federasyon üyelerinin sürdürülebilirlik konusunda faaliyetlerinin artmasında önemli bir gelişme olmuştur. Bu ilkelerin yayınlanmasıyla WFE üyesi borsalar, sürdürülebilir bir finansal sistemin geliştirilmesini teşvik etme ve destekleme, finans akışlarının iklime dirençli kalkınma ve düşük sera gazı emisyonlarına yönelik bir şekilde istikrarlı olmasını sağlama ve kapsayıcı ve sürdürülebilir bir ekonomiye geçişi teşvik etme rollerini resmen kabul etmektedir. Söz konusu beş ilke (SSE, 2018: 14);

1) Değişim ekosistemindeki katılımcıları sürdürülebilirlik konularının önemi hakkında eğitmek,
2) Yatırımcılarla ilgili, karar vermede faydalı ÇSY bilgilerinin ulaşılabilirliğini sağlamak,
3) Sürdürülebilir finans yaklaşımını ilerletmek için paydaşlarla aktif olarak etkileşim kurmak,
4) Sürdürülebilir finansın ölçeklendirilmesini destekleyen piyasalar ve ürünler sağlamak,
5) Sürdürülebilirlik çalışmalarını desteklemek için etkili iç yönetişim ve operasyonel süreçler ve politikalar oluşturmak şeklindedir.

1.4.1. Sürdürülebilirlik Endeksleri

İşletmelerin çevresel, sosyal ve ekonomik konularda sergiledikleri performanslarının eksiksiz, düzenli ve şeffaf bir biçimde değerlendirilmesini sağlayan ölçüye sürdürülebilirlik endeksleri adı verilmektedir (Gündüz, 2018: 3). Sürdürülebilirlik endeksleri çevresel, sosyal ve yönetimsel boyutların yanında yenilenebilir enerji, sera gazı emisyonları, cinsiyet eşitliği, insan hakları gibi sürdürülebilirliğin kapsamındaki konuları da göz önünde bulunduran işletmeleri kapsamaktadır. Örneğin, potansiyel değerleme kriterleri enerji tasarrufu ve su kaynakları ve katı atıkların yönetimi gibi konuları kapsamaktadır. Sera gazı emisyonu verilerinin raporlanması, iş kazası nedeniyle yaralanmalardan dolayı uğranan kayıp zaman, cinsiyet eşitsizliği ve yeşil bina projelerinin teşvik edilmesi gibi çalışmalar Dünya Borsalar Federasyonu bünyesinde faaliyet gösteren Sürdürülebilirlik Çalışma Grubu tarafından bütün bu verileri kapsayan eşik bir değer oluşturulur, bu eşik değerin üzerinde olan işletmeler sürdürülebilirlik endeksine dahil edilirler (Çimen, 2019: 31; Gündüz, 2018: 3).

Sürdürülebilirlik endekslerinin tarihi 1990'lara dayanmaktadır. Yatırımcılar ve finansal piyasalar tarafından küresel sürdürülebilirlik endeksi olarak algılanan ilk endeks 1999 yılında kurulan Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi olmuştur. Sürdürülebilirlik endeksi konusunda lider borsalar; Londra, Nasdaq ve Euronext borsalarıdır. Sürdürülebilirlik endekslerinin yıllar içinde gelişimi incelendiğinde 2004 yılında Güney Afrika, 2005 yılında Brezilya, 2007 yılında Almanya, 2008 yılında İspanya, Avusturya, Danimarka, İsveç ve Norveç, 2009 yılında Çin, Endonezya ve Kore, 2010 yılında Mısır, 2014 yılında ise Türkiye'de sürdürülebilirlik endeksine yönelik çalışmaların başladığı görülmektedir (Altınay, Kaki, Kestane, Soba, Dinçer ve Şık, 2017: 269). Aşağıdaki tabloda sürdürülebilirlik endeksine sahip olan endekslerden bazıları işlem görmeye başladığı yıl itibariyle gösterilmiştir.

Tablo 2: Sürdürülebilirlik Endeksleri

Ülke	Endeks	Faaliyete Geçtiği Yıl
ABD	Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi	1999
İngiltere	FTSE4Good Endeksi	2001
Güney Afrika	FTSE4Good Sorumlu Yatırım 30 Endeksi	2003
Brezilya	Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi	2005
Almanya	DAX Global Sarasin Sustainability Germany	2007
Polonya	RESPECT Index	2008
Çin	Shangai Stock Exchange Social Responsibility Index	2009
Endonezya	KEHATI-SRI Index	2009
Mısır	S&P / EGX ESG Index	2010
Hindistan	S&P BSE GREENEX	2012
Kanada	S&P / TSX 60 ESG Index	2014
Türkiye	BİST Sürdürülebilirlik Endeksi	2014
Güney Kore	KRX ESG Leaders 150 Index	2015
Singapur	SGX Sustainability Index	2016

Kaynak: Bayrakdaroğlu, Ali ve Yusuf Tepeli: "Türkiye'de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları**", BİST Sürdürüleilirlik Endeksi Kapsamında Ekonometrik Bir Uygulama,** Ed. Aysel Gündoğdu, Ankara, Gazi Kitapevi, 2019, s. 300-301

Dünyada ve Türkiye'de sosyal sorumlu yatırım anlayışıyla oluşturulan sürdürülebilirlik endekslerinden bazıları aşağıda kısaca açıklanmıştır.

1.4.1.1. Domini 400 Sosyal Endeksi

Domini 400 Sosyal Endeksi 1990 yılında kurumsal yatırımcılar için araştırmalar yürüten ve endeksler oluşturan KLD Research & Analytics Şirketi tarafından geliştirilmiştir. Dünyada ilk sürdürülebilirlik endeksi olarak bilinir (Özdemir ve Pamukçu, 2016: 20). Endeks, küçük, orta ve büyük ölçekli işletmelerin bulunduğu MSCI USA IMI Endeksi'nden seçilmiş 400 firmayı kapsar (MSCI, 2023). Bunlardan 250'si S&P'den,

100'ü S&P'de yer almayan firmalardan, 50'si de örnek çevresel ve sosyal sicili olan firmalardan seçilmektedir. Alkol, tütün, kumar, silah, askeri silahlar, nükleer güç alanlarında faaliyet gösteren firmalar değerlendirme dışındadır. İnsan hakları, toplumsal ilişkiler, kadınlara yapılan muameleler, çalışma ilişkileri, ürün ve hizmet kalitesi, çevre ve kurumsal yönetim konularında faaliyetlerde bulunan işletmeler endeks tarafından değerlendirmeye alınmaktadır (Tamer, 2019: 1125).

1.4.1.2. Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi

Finansal piyasalar ve yatırımcılar tarafından küresel sürdürülebilirlik endeksi olarak algılanan ilk endeks olan Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi 1999 yılında faaliyete geçmiştir. Endeks dünyanın önde gelen işletmelerinin çevresel, sosyal ve ekonomik performansını değerlendirerek yatırımcılara sürdürülebilirlik yatırım portföylerini yönetmeleri için objektif kriterler sağlar. Bu amaçla sürdürülebilirlik yatırımı konusunda uzman şirket olan RobecoSAM ile Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksler Grubu arasında stratejik ortaklık kurulmuştur. (S&P Dow Jones Indices, 2015). Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksleri, DJSI World, DJSI Kuzey Amerika, DJSI Asya Pasifik, DJSI Avustralya, DJSI Şili, DJSI Gelişen Piyasalar, DJSI Avrupa, DJSI Eurozone, DJSI Kore, DJSI MILA PA, DJSI US Composite ve DJSI World Developed Index endekslerinden meydana gelmektedir. DJSI World Endeksi, S&P Global BMI'de yer alan en büyük 2500 işletmelerden uzun vadede çevresel, sosyal ve ekonomik kriterlere göre en başarılı performans gösterenlerin %10'unu temsil etmektedir (spglobal.com, 8 Ağustos 2023). DJSI endeksleri her yıl güncellenmekte ve endekslerde yer alan işletmeler yıl boyunca incelenmektedir.

1.4.1.3. FTSE4Good Endeksi

2001 yılında FTSE Grubu işletmeleri çevresel, sosyal ve yönetimsel konularda raporlama yapmaları için teşvik etmek, yatırımcıların artan sosyal sorumlu yatırım taleplerini karşılamak amacıyla şeffaf ve ölçülebilir FTSE4Good Endeks Serisini oluşturmuştur. Endeks sorumlu yatırımcıların küresel kurumsal sorumluluk şartlarını taşıyan firmaları belirlemesine, bu firmalara yatırım yapmalarına ve küresel çapta sosyal sorumlu iş uygulamalarının geliştirilmesine katkıda bulunmaktadır. Şirketlerin endekse dahil olabilmeleri için şu beş kriteri karşılamaları gerekmektedir; paydaşlarla olumlu ilişkiler geliştirmek, çevresel sürdürülebilirlik için çalışmak, evrensel insan haklarını korumak ve desteklemek, iyi tedarik zinciri sağlamak ve yolsuzlukla mücadele etmektir (Lynn, 2013: 1175-1176).

1.4.1.4. Çevresel Sürdürülebilirlik Endeksi

Dünya Ekonomik Forumu Geleceğin Küresel Liderleri Çalışma Grubu, Kolombiya Üniversitesi Yerbilimi Bilgi Merkezi ve Yale Üniversitesi Çevre Hukuku ve Politikası Merkezinin ortak çalışmasıyla 2005 yılında Çevresel Sürdürülebilirlik Endeksi oluşturulmuştur. Bu endeks dünyadaki tüm ülkeler için geliştirilmiş bir endekstir ve bu ülkelerin çevresel sürdürülebilirlik alanındaki ilerlemelerini kaydetmeyi hedeflemektedir. Çevre sorunları, çevresel risklere karşı toplumsal ve kurumsal mücadele, insanların risklerden korunması, ortak küresel problemlerde diğer ülkelerle iş birliği içinde olmak bu endeksin başlıca konularını oluşturmaktadır (Özdemir ve Pamukçu, 2016: 20).

1.4.1.5. Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi

Türkiye'de Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi (BİST SE), borsaların sürdürülebilir kalkınmanın çevresel, sosyal ve yönetimsel boyutlarına ilişkin risklerine yönelik politika oluşturmaları sürecinde işletmelere rehberlik eden ve sürdürülebilirlik konularına yönelik bilgiyi sorumlu yatırımcılara ileten bir platform oluşturmak gibi misyon üstlenmelerinden yola çıkarak 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren hesaplanmaya başlamıştır (borsaistanbul.com, 8 Ağustos 2023). Endeksin amacı, Borsa İstanbul'a kote edilen ve üst düzey kurumsal sürdürülebilirlik performansına sahip şirketlerin yer alacağı bir endeks oluşturmak ve Türkiye'de ve Borsa İstanbul bünyesindeki şirketler arasında sürdürülebilirlik bilinci, bilgi ve uygulamaları artırmaktır (BİST, 2023).

XUSRD koduyla BİST SE fiyat ve getiri şeklinde hesaplanmaktadır. Endeksin başlangıç değeri 98.020,09'dur. Bu değer BIST 30 fiyat endeksinin 03.11.2014 tarihindeki İkinci Seans kapanış değeridir. BİST SE'de bir hissenin ağırlığı %15 ile sınırlıdır (Altınay vd., 2017: 269).

BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alabilmeleri için işletmelerin aşağıdaki kritlerleri sağlamaları gerekmektedir (borsaistanbul.com, 8 Ağustos 2023):

- Genel sürdürülebilirlik notu 50 veya daha üstü,
- Her ana kriter başlık notu 40 veya daha üstü,
- Kategori notlarının minimum 8 tanesi 26 veya daha üstü olmalıdır.

21 Kasım 2022'de yüksek sürdürülebilirlik performansına sahip, aynı zamanda büyük ve likit işletmelerin yer aldığı bir endeks oluşturmak amacıyla BİST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. Şirketlerin BİST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi'nde yer alabilmeleri için (borsaistanbul.com, 8 Ağustos 2023):

- Genel Sürdürülebilirlik notunun 70 veya daha üstü,
- Her ana kriter başlık notunun 60 veya daha üstü,

- Kategori notlarının minimum 8 tanesi 50 veya daha üstü olmalıdır.

BİST Sürdürülebilirlik Endeksinin oluşturulmasıyla kurumsal risk ve fırsatları verimli olarak yönetebilen şirketlere rekabet üstünlüğü sağlarken, Türkiye'de sermaye piyasalarına yeni sermaye çekebilmeyi ve yeni yatırım ürünleri geliştirebilmeyi sağlamaktadır. İşletmelere kurumsal sürdürülebilirlik performanslarını ulusal ve küresel bazda kıyaslama fırsatı sunmaktadır. Aynı zamanda, endeks aracılığıyla şirketlere performans değerlendirme aracı sunularak, iyileştirme yapmaları ve yeni hedefler belirlemeleri için bir fırsat sağlanmaktadır. Yine bu endeks ile kurumsal şeffaflık ve hesap verebilirliklerini artırmak ve sürdürülebilirlik konularıyla ilgili risk yönetim kabiliyetini geliştirmek isteyen işletmelere bu amaçları gerçekleştirme imkanı sağlamaktadır

BİST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi'nin oluşturulması, yatırımcılara, sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk ilkelerine bağlı şirketleri seçme ve bu şirketlere yatırım yapma konusunda yeni bir araç sunmaktadır. Bu durum, varlık yöneticilerinin sürdürülebilirlik prensiplerine dayalı fonlar, borsa yatırım fonları ve yapılandırılmış ürünler gibi değişik finansal ürünler oluşturmak için yeni bir alternatif gösterge olarak değerlendirebilecekleri anlamına gelmektedir (borsaistanbul.com, 8 Ağustos 2023).

1.5. Türkiye'de Sürdürülebilirlik Uygulamaları

Türkiye, sürdürülebilirlik faaliyetlerinin küresel boyutta önem kazanmasıyla birlikte bu akıma en erken dahil olan ülkelerden biri olmuştur. Bu bağlamda 1983 yılında kabul edilen Çevre Kanunu, çevre ile ilgili kapsamlı olarak düzenlenmiş ilk kanun olma özelliğine sahiptir. Kanunun amacı çevresel kirliliği önlemenin yanı sıra doğal kaynak ve toprak yönetimine de izin vermektir. Çevre Kanunundan sonra 1986 yılında Gürültü Kontrolü, Hava Kalitesi Kontrol, 1988'de Su Kalitesi Kontrolü, 1991'de Katı Atık Kontrolü, 1992'de Çevresel Etki Değerlendirme, 1993'te Toksik Kimyasal Ürünler ve

Maddelerin Kontrolü, Tıbbi Atık Kontrolü ve Zararlı Atık Kontrolü Yönetmelikleri yayınlanmıştır (Özmehmet, 2008: 1870).

Bunun yanı sıra ülkemizde 1973-1977 yıllarını kapsayan üçüncü kalkınma planında çevre konusu kapsamlı olarak ele alınmıştır. Stockholm Konferansı'nda ele alınan çevresel sorunlar kalkınma planlama kapsamına alınmıştır. Beşinci beş yıllık kalkınma planında çevre kirliliğinin azaltılması hedeflenmiştir. Altıncı beş yıllık kalkınma planında ise ilk defa sürdürülebilir kalkınma kavramına yer verilmiştir. 1992 yılında Rio Zirvesi olarak gerçekleşen toplantıda protokolü imzalayarak 1994-2005 yılları arasında Ulusal Eylem Planı oluşturmayı taahhüt etmiştir. Bu gelişmelerin yanı sıra Türkiye, 1998 yılında Ulusal Çevre Stratejisi ve Eylem Planı'nı (UÇEP) oluşturmuştur. Planın amacı sürdürülebilir nitelikte kültürel, toplumsal ve ekonomik gelişime katkı sağlamak, sürdürülebilir kaynak kullanımını teşvik etmek ve sürdürülebilir çevre faaliyetlerine destek olmaktır. Ayrıca plana ilave olarak 2007-2013 dönemini kapsayan Ulusal Çevre Eylem Stratejisi (UÇES) de hazırlanmıştır (Kaya, Çobanoğlu ve Artvinli, 2010: 410; Kahyaoğlu, 2019: 148). 2019-2023 dönemini kapsayan 11. Kalkınma Planında Türkiye'nin ekonomik büyüme hızını artırmak ve sürdürülebilir büyümeyi sağlamak hedeflenmiştir.

Rio Konferansı'nda alınan kararları gerçekleştirmek amacıyla geniş katılımlı çalışmalar doğrultusunda hazırlanan Yerel Gündem 21 eylem planı Türkiye'nin pek çok ilinde uygulanmaktadır. Ayrıca Birleşmiş Milletler Kalkınma Programı bu planı dünyanın en iyi sürdürülebilirlik uygulamalarından biri olarak değerlendirmiştir (Özmehmet, 2008: 1872). Türkiye 2004 yılında United Nations Framework Convention on Climate Change'i ve 2009 yılında Kyoto Protokolü'nü imzalamıştır. Bu faaliyetleri düzenlemek ve koordine etmek için 2004'te Ulusal Sürdürülebilir Kalkınma Komisyonu oluşturulmuştur (Kahyaoğlu, 2019: 148). Ticaret Bakanlığı, ekonominin ve sanayinin yeşil dönüşümü için Avrupa Yeşil Mutabakatı hedefleriyle uyumlu politikalar yürütmeye başlamıştır.

Çevre ve Orman Bakanlığı tarafından da sürdürülebilir kalkınma kapsamında birçok proje çalışmaları yürütülmektedir. Söz konusu çalışmalara TEIEN (Türkiye

Çevresel Veri Değişim Ağının Kurulması Projesi), Batı Toros Dağları Orman Ekosistemlerinin Sürdürülebilir Yönetimi Projesi, İklim Değişikliğinin Etkisinin Azaltılması ve Biyolojik Çeşitliliğin Korunması İçin Türkiye Sulak Alanlarının Korunması ve Sürdürülebilir Kullanımı Projesi ve İnsan Refahı ve Beslenmesinin İyileştirilmesi İçin Biyoçeşitlilik Koruma ve Sürdürülebilir Kullanımının Düzenlenmesi Projesi örnek olarak verilebilir (Kaya vd, 2010: 411).

Türkiye'de sürdürülebilir finans kapsamında da birçok çalışma yürütülmektedir. Bu bağlamda 2013 yılında sürdürülebilirlik alanında etkin bilgi akışı sağlamak ve iş birliği oluşturmak amacıyla Borsa İstanbul önderliğinde Sürdürülebilirlik Platformu oluşturulmuştur. Platform, sürdürülebilirliğe önem veren ve finansal piyasalarda öncü kurumlar için bir birleşme noktasıdır. Platforma üye olan kuruluşlar; Borsa İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği, Sermaye Piyasası Kurulu, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği, İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği, CDP Türkiye, UN Global Compact Türkiye, Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği, TÜYİD-Yatırımcı İlişkileri Derneği ve Sürdürülebilirlik Akademisi'dir (Çimen, 2019: 41).

2014 yılında Türkiye'de ve Borsa İstanbul bünyesindeki şirketler arasında sürdürülebilirlik bilinci, bilgi ve uygulamaları artırmak amacıyla Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi oluşturulmuştur. Bunun devamında Türkiye'de 2016 yılında Türkiye Sınai ve Kalkınma Bankası (TSKB) ilk yeşil tahvil ihracını gerçekleştirmiştir. Bankanın 300 milyon dolar değerindeki ihracı için yaklaşık 14 katı kadar talep gerçekleşmiştir. Yine 2017 yılında TSKB tarafından ihraç edilen sermaye benzeri sürdürülebilir tahvilden sağlanan fon aracılığıyla yenilenebilir enerji yatırımlarıyla birlikte sağlık ve eğitim alanlarında projeler hayata geçirilmeye çalışılmıştır. TSKB'den sonra farklı işletmeler tarafından da yeşil ve sosyal tahvil ihraç edilmeye başlanmıştır. Bunlardan bazıları; Rönesans Yeşil Proje Tahvili, Garanti Yeşil Bono, Garanti Cinsiyet Tahvili, Vestel Elektronik Yeşil Tahvil, Zorlu Enerji Sürdürülebilir Sukuk ve Yapı Kredi Yeşil Tahvildir (Canikli, 2022: 35-36).

Sürdürülebilir finans uygulamalarını Türkiye'de yaygınlaştırmak adına atılan adımlardan bir diğeri 2021 yılında SPK tarafından yayımlanan Sürdürülebilir Kira Sertifikası Rehberi, Sürdürülebilir Borçlanma Aracı, Yeşil Borçlanma Aracı, Yeşil Kira Sertifikası ile sürdürülebilir borçlanma aracı, sürdürülebilir kira sertifikası, yeşil borçlanma aracı ve yeşil kira sertifikası ihraçlarının uluslararası finansal piyasalardaki en iyi uygulamalar ve standartlara uygun olarak yürütülmesi, çevresel sürdürülebilirliğe katkıda bulunabilecek yeşil projelerin finansmanı için, dürüstlük, şeffaflık, karşılaştırılabilirlik ve tutarlığın artırılması amaçlanmıştır (SPK, 2021: 1).

İKİNCİ BÖLÜM

FİNANSAL PERFORMANS

2.1. Finansal Performans Kavramı

Finansal performans, işletmelerin faaliyetlerinin sonucunda elde ettikleri finansal gösterge olarak tanımlanmaktadır. Finansal performans işletmelerin faaliyetlerinin ne kadar etkin olduğunu göstermenin yanı sıra yatırımcılar ve kreditörler için de işletmelerin tercih edilmesinde önemli bir paya sahiptir (Aytekin ve Erol, 2018: 870). Finansal performans sayesinde işletmelerin finansal durumları, yatırımlarının karlılığı ve risk dereceleri tespit edilebilmektedir. Bunun yanı sıra finansal performans işletmelerin geçmiş performanslarının sağlıklı olarak değerlendirilmesi, kaynak kullanımı ve geleceğe yönelik yatırım kararlarının alınması gibi konularda işletme yöneticilerine anlamlı veriler sunmaktadır (Uygurtürk ve Korkmaz, 2012: 96).

Finansal performans, işletmelerin politika ve faaliyetlerinin sonuçlarının mali açıdan ölçüldüğü bir göstergedir. Belirli bir zaman diliminde işletmelerin genel finansal durumunu ölçmek için kullanılmaktadır. Ayrıca aynı sektördeki benzer şirketleri veya tüm sektörleri kıyaslamak amacıyla da kullanılmaktadır (Oguna, 2014: 3).

Finansal performans işletmelerin başarısını finansal olarak ele almaktadır. İşletmelerin finansal yapısı, yatırımları, riskleri ve karlılıkları ile ilgili bir kavramdır. İşletmelerin finansal performans analizini yapan kişi veya kurumlar işletmelerin geçmiş verilerinden yararlanarak finansal analiz ve gelecek planlaması yapmaktadır. Bir işletmenin varlık ve kaynak yönetimi, kar ve zarar durumlarının tespiti, geleceğe yönelik yatırım kararları, planlama yapılması gereken konulardır. İşletme performansı birçok bakımdan değerlendirilirken finansal performans ölçümü genel olarak muhasebe verilerine dayandığından daha sağlıklı ve gerçekçi sonuçlar vermektedir (Karaca, 2022: 33).

Finansal performans analizi, bilanço ve gelir tablosu kalemleri arasındaki ilişkileri doğru bir şekilde kurarak, finansal tablolarda yer alan toplam bilgilerden incelenen kararla ilgili bilgileri seçerek, bilgileri önemli ilişkileri vurgulayacak şekilde düzenleyerek ve yorumlayarak ve sonuçlar çıkararak firmanın finansal açıdan güçlü ve zayıf yönlerini belirler (Oguna, 2014: 3). Finansal performans ölçümünde yaygın olarak kullanılan finansal oranlar sermaye getirisi (ROC), aktif karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) oranlarıdır (Brealey, Myers ve Marcus, 2019: 93).

2.2. Finansal Performansın Bileşenleri

Bir işletmenin ne kadar iyi performans gösterdiğini ve firma kaynaklarının ne derece etkin bir şekilde yönetilip yönetilmediğini gösteren birçok finansal oran vardır. Bir işletme yönetiminin genel etkinliğini belirlemek için, muhasebe tabanlı Aktif Karlılığı (ROA) ve Özsermaye Karlılığı (ROE) oranları, finans literatüründe en sık kullanılan finansal oranlardır (Şamiloğlu, Öztop ve Kahraman, 2017: 62).

2.2.1. Aktif Karlılığı (ROA) Oranı

Aktif karılığı (ROA) veya yatırımların karlılığı (ROI) oranı, bir işletmenin toplam varlıklarına göre karlılığını ölçen orandır. Bu oran, yönetimin kar sağlamak amacıyla şirketin toplam varlıklarını ne kadar verimli kullandığını gösterir (Adiloğlu ve Vuran, 2017: 402). Temel anlamda ROA, yatırılan sermayeden ne kadar kazanç elde edildiğini gösterir. Halka açık şirketlerin Aktif Karlılık Oranı (ROA), önemli ölçüde değişkenlik gösterebilmekte ve büyük ölçüde sektöre bağlı olmaktadır. Bu nedenle, ROA'yı kıyaslama ölçütü olarak kullanırken, şirketin bir önceki ROA rakamlarıyla ya da benzer bir şirketin ROA'sıyla karşılaştırmak en iyisidir. Şirketin toplam varlıkları, toplam yükümlülükleri ve özkaynaklarının toplamıdır. Her iki finansman türü de şirketin faaliyetlerini finansal olarak desteklemek amacıyla kullanılmaktadır (Strouhal vd., 2018: 146).

ROA değeri hesaplanırken kesrin payında faiz ve vergi öncesi karın (FAVÖK) değeri, FAVÖK(1-t) şeklinde vergi sonrası değeri ve net kar tutarı yer alabilmektedir. Net kar tutarı işletmenin faiz ve vergi sonrası faaliyetlerinin nihai sonucu olduğundan işletmenin borçlanma yapısından etkilenmektedir. Dolayısıyla ROA hesaplanırken net kar yerine işletmeye konulan tüm sermayenin temsilcisi olan FAVÖK'ün kullanılması daha uygun olacaktır (İge ve Akarçay Öğüz, 2021: 233). Bu nedenle, ROI veya ROA oranı, tek bir sektördeki benzer şirketleri veya farklı vergi tutarlarında faaliyet gösteren şirketleri karşılaştırırken faaliyet karını (FAVÖK) ortalama toplam varlıklarla karşılaştırarak hesaplanmalıdır. Söz konusu ROA formülü (Adiloğlu ve Vuran, 2017: 402):

Aktif Karlılığı (ROA) = FAVÖK / Ortalama Toplam Varlıklar

ROA değeri DuPont analizi yönteminden yola çıkılarak FAVÖK marjı ve aktif devir hızı çarpanları ile de hesaplanabilmektedir. Buna göre ROA formülü (İge ve Akarçay Öğüz, 2021: 234):

$$\text{ROA} = \frac{FAVÖK}{Net\ Satışlar} \ x \ \frac{Net\ Satışlar}{Ortalama\ Toplam\ Varlıklar}$$

$$\text{FAVÖK Marjı} = \frac{ROA}{Aktif\ Devir\ Hızı}$$

Yukarıdaki formülde yer alan eşitliğe göre işletmelerin aktif karlılığı, FAVÖK marjından ve aktif devir hızından etkilenmektedir. FAVÖK marjı, aktif karlılığı ile doğru, aktif devir hızı ile de ters orantılıdır. Bu nedenle bir işletmenin FAVÖK marjı artarken aktif devir hızı düşebilir.

2.2.2. Özsermaye Karlılığı (ROE) Oranı

Özsermaye karlılığı (ROE) net gelirin işletme sahiplerine kalan yüzdesini ölçen bir orandır. Söz konusu oran net karın özsermayeye bölünmesi ile belirlenerek özsermaye karlılığını vermektedir (Weil ve Noi, 2001: 253). ROE, bir şirketin özsermaye karlılığı sağlayabilmek için kaynaklarını ne derece verimli kullandığını ölçmek için kullanılır. Şirketin karlılığı iyiyse, alacaklılar, tedarikçiler ve yatırımcılardan oluşan paydaşlar da şirketin satışlarından ve yatırımlarından ne ölçüde kar elde edebileceğini görebilmektedirler (Annisa, Hermanto ve Hidayati, 2019: 2099). ROE formülü (Ross ve diğerleri, 2000):

Özsermaye Karlılığı (ROE) = Net kar / Özsermaye Toplamı

şeklindedir.

ROE değeri DuPont analizi yöntemi ile kar marjı, toplam varlık devir hızı ve özsermaye çarpanı oranlarının kullanmasıyla aşağıdaki şekilde de hesaplanmaktadır (Ross vd., 2000: 68-69):

$$\text{ROE} = \frac{Net\ kar}{Satışlar}\ x\ \frac{Satışlar}{Toplam\ Varlıklar}\ x\ \frac{Toplam\ Varlıklar}{Toplam\ Özsermaye}$$

Du Pont analizi özsermaye karlılığının üç unsurdan etkilendiğini göstermektedir:

1. İşletme verimliliği (kar marjı ile ölçüldüğü gibi)
2. Varlık kullanım verimliliği (toplam varlık devir hızı ile ölçüldüğü gibi)
3. Finansal kaldıraç (özkaynak çarpanı ile ölçülen)

2.3. Finansal Performans Değerleme Kavramı

Finansal performans değerlemesi, işletmelerin faaliyet gösterdikleri sektörde artan rekabet koşullarına uyum sağlayabilmesi, belirlenen hedeflere ulaşılıp ulaşılamadığının anlaşılması, finansal performans düzeyinin tespit edilmesi, güçlü ve zayıf taraflarının anlaşılması ve geleceğe dönük önemli planların yapılması gibi nedenlerden dolayı önemlidir (Çelik ve Ayhan, 2017: 57).

Finansal performans değerlemenin amacı karar vericilere işletmenin finansal durumlarına ilişkin bilgi vermektir. Bir işletmenin finansal performansının başarılı olması, işletme için alınacak kararlarda anlaşılabilir ve somut bir ölçüt sağlar. Finansal göstergelerin kullanılması, performans ölçümünde objektifliği artırmakta ve elde edilen sonuçlara yönelik tartışmaları ortadan kaldırmaktadır. Performans ölçümünde yararlanılan finansal analiz teknikleri işletme yöneticilerinin işletmelerin performanslarını değerlendirerek geleceğe yönelik karar almalarını sağlarken yatırımcıların da işletme ile ilgili bilgi sahibi olmasına ve kreditörlerin işletme ile ilgili kredi kararlarında yardımcı olmaktadır (Yükçü ve Atağan, 2010: 29).

Finansal performans analizi, işletmelerin finansal durumlarına dair bilgileri sunarak, bir firmanın faaliyet ve finansal özelliklerini belirleme sürecidir. Bu analiz, firmanın yönetiminin etkinliğini ve performansını mali kayıtlar ve raporlar üzerinden değerlendirmeyi amaçlar. Finans analistleri, firmanın likiditesini, karlılığını ve işin rasyonel ve normal bir şekilde yürütüldüğüne dair diğer göstergeleri ölçmeye çalışır; hissedarlara en azından piyasa değerini korumak için yeterli getiri sağlar (Bhunia, Mukhuti ve Roy, 2011: 269). Finansal analiz, stratejik olarak bilanço kalemleri, gelir tablosu ve işletmeye ait diğer finansal tablolarla ilgilidir ve finansal raporların analizi ve yorumlanması olarak da bilinir. Finansal analiz, yönetimsel etkinlik ve işletme verimliliği hakkında önemli bilgiler verir. Bu da analistlerin işletmenin işleyişi ve gelecekteki yatırımları hakkında karar vermelerini sağlar (Uddin vd., 2022: 9).

Finansal tablolar kavramı, işletme yöneticilerine işletmenin finansal politikasını belirlerken bilgi sağlayan nakit akışları, bilançolar, kar-zarar ve sermaye değişimlerini kapsayan finansal kayıtlardır. Finansal tablolar, bir şirketin finansal durumunu, kar/zarar hesaplamasının bilançosunu ve nakit akışları ve geçmiş yıl karları gibi diğer finansal bilgileri içerir. Finansal tablolar bilanço, gelir tablosu, nakit akım tablosu ve özkaynak değişim tablosu olmak üzere dört temel tablodan oluşmaktadır (Fatihuddin, Jusni ve Mochklas, 2018: 554-555).

Finansal tablolar analizinin amaçları aşağıda listelenmiştir: (Atmaca ve Çelenk, 2011: 115):

• Bir işletmenin ilgili mali dönemine ilişkin finansal tablolarının incelenerek varlık ve sermaye hususlarında finansal performansının incelenmesi,

• Bir işletmenin gelişim sürecinin belirlenmesi için geçmiş mali dönemine ilişkin finansal tabloların karşılaştırılması,

• Bir işletmenin sektördeki konumunun tespiti için finansal tablolarının, aynı sektörde faaliyet gösteren diğer işletmelerin finansal tablolarıyla karşılaştırılması,

• Kredi talep eden işletmelerin finansal tablolarının incelenerek kredi verilebilirlik durumunun saptanması,

• İşletmenin yeni veya genişleme yatırımlarına karar verilebilmesine yardımcı olunmasıdır.

İşletmelerin esas amacının piyasa değerini maksimize etmek ve uzun süreli faaliyette bulunmak olduğu göz önüne alınırsa finansal performans ve performans ölçümü kavramlarının önemi daha iyi anlaşılacaktır. İşletmelerin küresel rekabet ortamında faaliyet gösterdiği sektördeki pazar payını arttırması, finansal performanslarının ölçümü ve varlıklarının devamı bakımından gün geçtikçe daha da önem kazanmaktadır. Performans ölçümü ne kadar doğru ve tutarlı yapılırsa işletmeler o kadar dinamik bir hale gelecektir (Say, 2019: 53).

2.4. Finansal Performans Ölçümünde Kullanılan Yöntemler

İşletmeler finansal performans ölçümü yaparken hedeflerine ulaşmak için yürüttükleri faaliyetlerini ölçmek, değerlemek ve işletmenin mevcut finansal durumunu tespit etmek amacıyla farklı hesaplama tekniklerine dayanan finansal performans ölçüm yöntemlerinden faydalanmaktadır. Söz konusu ölçüm yöntemleri sağladıkları veri türüne göre geleneksel (muhasebe tabanlı), piyasa tabanlı ve değere dayalı finansal performans ölçüm yöntemleri olmak üzere üç ana gruba ayrılmaktadır. (Kaya, 2022: 67, 69). Literatür incelendiğinde işletmelerin finansal performans ölçümünde ağırlıklı olarak geleneksel yöntemler olarak da bilinen muhasebe temelli ölçüm yöntemleri ve piyasa temelli ölçüm yöntemlerinin kullanıldığı görülmektedir. Muhasebe temelli ölçüm yöntemleri genellikle karlılık ve verimlilik esaslarına dayanmaktadır. Muhasebe temelli ölçüm yöntemlerinin yatırımcıların beklentilerine yönelik göreceli işletme performansından çok sübjektif yargılardan uzak kesinleşmiş işletme performansına dayanması ve sorumluluk merkezlerinin alt ve orta düzey yöneticilerin performanslarını değerlemelerini sağlaması bu yöntemlerin sıkça kullanılmasında etkili olan iki temel özelliktir. Piyasa temelli ölçüler ise yatırımcıların hisse senetleri üzerinde geleceğe dönük beklentilerini göstermesi nedeniyle kullanılmaktadır. (Çanakçıoğlu ve Demirbaş, 2009: 217-218; Düzer ve Önce, 2018: 102).

2.4.1. Geleneksel (Muhasebe Tabanlı) Finansal Performans Ölçüm Yöntemleri

Muhasebe tabanlı finansal performans ölçüm yöntemleri işletmelerin muhasebe işlemleri sonucunda elde ettikleri karlılığı dikkate almaktadır. Bu ölçüm yöntemleri varlık ve sermayenin daha verimli kullanılması amacıyla geliştirilmiştir. Uzun yıllardır kullanılan bu yöntemler temel olarak muhasebe sistemine dayanmaktadır. Muhasebe temelli ölçüm yöntemlerinde verimlilik performansın esas göstergesidir. Söz konusu ölçüm yöntemleri başta bilanço ve gelir tablosu olmak üzere finansal tablolarda yer alan

kalemlerin birbirine oranlanması ile belirlenmektedir (Kaya, 2022: 70). Hesaplanan oranlar, işletmenin geçmiş yıllarda hesapladığı oranlar, genel kabul görmüş oranlar ve işletmenin faaliyet gösterdiği sektör için geliştirilen oranlarla karşılaştırma yapılarak yorumlanabilir (Çokmutlu, 2019: 114).

Muhasebe tabanlı ölçüm yöntemleri çok tarihi ve geçmişe dönük olması, öngörü yetisinin olmaması, önemli değişiklikleri zamanında yakalayamaması, yönetim faaliyetlerine rehberlik etmek için yetersiz kalması, maddi olmayan varlıkları etkin bir şekilde dikkate almaması gibi sebeplerden dolayı eleştirilmiştir (Debusk, Brown ve Kıllough, 2003: 2017). Yapılan bu eleştirilere rağmen muhasebe tabanlı ölçüm yöntemleri yatırımcılar, kreditörler ve işletme ile ilgili diğer kurum ve kuruluşlar için önemlidir. Bu ölçüm yöntemlerinde yaşanan bu problemlerden dolayı literatürde muhasebe tabanlı ölçüm yöntemleri ile birlikte piyasa tabanlı ölçüm yöntemlerinin de kullanıldığı görülmektedir (Kaya, 2022: 75; Çokmutlu, 2019: 115).

Muhasebe tabanlı finansal performans ölçüm yöntemleri oran analizi ve DuPont analizi olmak üzere ikiye ayrılır.

2.4.1.1. Oran Analizi Yöntemi

Bir işletmenin sadece bilanço ve gelir tablosunda yer alan mali verilerini analiz ederek finansal performansı hakkında doğru kararlar vermek zor olmaktadır. Bilanço ve gelir tablosundaki kalemlerin birbirine oranlanmasıyla yapılan analizler daha güvenilir sonuçlar ortaya koymaktadır. Bu nedenle oran analizi yöntemi işletmelerin finansal performanslarının ölçümünde en çok kullanılan yöntemlerden biridir (Bülüç, Özkan ve Ağırbaş, 2017: 66).

Oran analizi birbiriyle ilişkili olan kalemlerin anlamlı ilişkiler kurulmaya çalışıldığı bir analiz tekniğidir. Oran analizini diğer analizlerden ayıran belli başlı özellikleri bulunmaktadır. Bunlar (Karapınar ve Ayıkoğlu Zaif, 2018: 122);

- Birbiriyle ilişkili olan kalemleri standardize eder,
- Elde edilen sonuçların geçmişle, sektörle ve belirlenen hedeflerle kıyaslanmasını kolaylaştırır,
- Oranları kategorilere ayırarak belirli sonuçlar elde edilmesini sağlar (likidite oranları, karlılık oranları gibi).

Oran analizi ile işletmelerin finansal ve ekonomik durumları, karlılıkları ve faaliyetleri ile ilgili bilgi edinilmektedir. Oran kavramı aynı anlama gelen homojen değerler arasındaki ilişkiyi ifade etmektedir. Dolayısıyla oran analizi tek başına bir amaç olmaktan ziyade işletmenin amaçlarıyla bütünleştirildiğinde doğru değerlendirilmesi ve yorumlanmasıdır (Dilmen, 2022: 88).

Oran analizi yönteminde genel olarak son üç ya da beş yılın verilerinden yararlanılmaktadır. Son üç yılın verilerinin kullanılması yüksek enflasyon dönemlerinde daha güvenilir sonuçlar vermektedir. Oran analizi; likidite oranları, finansal yapı oranları, faaliyet oranları ve karlılık oranları olmak üzere dört gruba ayrılmaktadır (Bülüç, Özkan ve Ağırbaş, 2017: 67).

Likidite Oranları;

Likidite oranları, işletmelerin kısa vadeli borç yükümlülüklerini karşılama yeteneklerini ölçen oranlardır. Likidite oranları nakit akışlarını dikkate alır ve bunları işletmenin yükümlülükleriyle ilişkilendirerek işletmenin finansal sorumluluklarını yerine getirme kabiliyetini yansıtır. Diğer bir ifade ile likidite oranları bir varlığın nakde dönüşebilme hızını ölçen oranlardır (Kaya, 2022: 71).

Kısa vadede ödenmesi gereken borçlar, işletmelerin dönen varlıklar da denilen likit varlıkları ile ödenebilir. Likidite varlıkların değerini kaybetmeden nakde dönüşme hızını ifade eder (Karapınar ve Ayıkoğlu Zaif, 2018: 251-252). Dönen varlıklar alacak hesaplarını, stokları ve nakit ve nakit benzeri kalemlerini içerir. Kısa vadeli borçlar ise işletmelerin finansal yılı veya faaliyet döngüsü boyunca uzun vadeli borcun bir parçası

olan alacaklı hesapları gibi kısa vadeli yükümlülükleri içerir (Durrah ve diğerleri, 2016: 435).

Likidite oranlarının kullanılmasındaki amaç işletmenin sermayesinin yeterli olup olmadığını tespit etmektir. Finansal yatırımlar açısından borç ödeme kabiliyeti yüksek olan işletmeler rakiplerine üstünlük sağlamaktadırlar (Dilmen, 2022: 103).

Likidite oranları ile finansal performans analizi yapılırken kullanılan başlıca oranlar; cari oran, asit-test oranı ve nakit orandır (disponibilite oranı) (Kaya, 2022: 71).

Finansal Yapı Oranları;

Finansal yapı oranları, işletmenin borçla ne kadar finanse edildiğini gösteren oranlardır. İşletmenin borç sermayesi kullanmasının hem olumlu hem de olumsuz yönleri vardır. İşletme borçlandıkça, finansal kaldıraç arttığı için, borçlarına ilişkin yükümlülüklerini yerine getirmekte zorlanacak, belki de iflas edebilecek ve bu durum işletme ile ilgili taraflar için olumsuz sonuçlara neden olacaktır. Bu nedenle işletmenin yükümlülükleri finansal riskini artırır, bu da işletmenin sermaye maliyetinin artması anlamına gelir. Diğer taraftan, borçlar önemli bir finansman kaynağıdır. Faiz vergi matrahından düşüldüğü için vergi avantajı sağlar. Pasif sermaye, elde edilmesi kolay, öz sermayeye göre daha düşük ve hissedarların haklarını engellemeyen bir finansal kaynaktır. Dengeli kullanıldığı ve ekonomik zamanlaması dikkate alındığı takdirde şirketin karını ve dolayısıyla hisse başına düşen karı artırır. Teorik olarak firma, faiz oranı = şirket kar oranı olana kadar borçlanabilir. Finansal yapı oranları ile performans analizi yapılırken kullanılan başlıca oranlar kaldıraç oranı, borçlanma oranı, Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Yükümlülükler, Kısa Vadeli Yükümlülükler / Toplam Varlıklar ve özsermaye çarpanıdır (Özçelik ve Arslan, 2019: 505).

Faaliyet Oranları;

İşletmelerin varlık kullanımının ve yürüttükleri faaliyetlerin etkin olup olmadığını ölçmek amacıyla faaliyet oranları kullanılmaktadır. Faaliyet oranları, bir işletmenin

varlıklarını ne ölçüde etkin kullandığını değerlendiren oranlardır. Bu bağlamda, toplam varlıklar veya varlık kalemleri ile satışlar arasındaki ilişkiyi analiz ederler. Bu oranlar, bir işletmenin kaynaklarından gelir elde etme ve nakit yaratma yeteneğini değerlendirmede önemli bir gösterge olarak kullanılır (Doğan, Şit ve Topal, 2019: 22).

Faaliyet oranları işletmelere borç ödeme kabiliyeti, karlılık, nakit, stok ve alacaklar ve duran varlıkların yönetimi konusunda önemli bilgiler sağlamakta, ayrıca likidite analizinde yetersiz kalan likidite oranlarına destek vermektedir. Bunun yanı sıra işletmelere geleceğe dönük sermaye ihtiyaçlarını tespit etmelerine de imkan sağlamaktadır. Satışlardaki artışlar hem ek varlık yatırımlarına hem de işletmelerin büyüme hedefleri doğrultusunda yatırım yapma kapasitesine ilişkin bilgiler sunmaktadır (Dilmen, 2022: 94).

İşletme faaliyetlerinin ve varlık yönetiminin etkinliğini ölçen oran analizinde verimlilik devir hızları ile ölçülmektedir. Devir hızı işletme varlıklarının belirli bir faaliyet döneminde kaç defa devredildiğini göstermektedir (Karapınar ve Ayıkoğlu Zaif, 2018: 261).

Finansal performans analizinde kullanılan başlıca faaliyet oranları; alacak devir hızı, stok devir hızı, ticari borç ödeme süresi, alacakların tahsil süresi, toplam varlık devir hızı, dönen varlık devir hızı, duran varlık devir hızı ve özsermaye devir hızıdır (Bülüç, Özkan ve Ağırbaş, 2017: 67-68).

Karlılık Oranları;

Kar maksimizasyonu işletme sahiplerinin ve işletme yönetiminin temel hedefidir. Bir işletmenin karlılığının analizi, finansal karlılık oranları yardımıyla yapılmaktadır. Bu oranlar ekonomik etkinliği ölçmektedir. Karlılık analizi, oran analizindeki en önemli konulardan biridir (Rutkowska-Ziarko, 2015, 153).

Karlılık oranları, bir işletmenin belirli bir dönem içinde gelir, bilanço varlıkları, işletme maliyetleri ve öz kaynaklarına göre kar elde etme yeteneğini ölçmek ve

değerlendirmek için analistler ve yatırımcıların kullandıkları finansal göstergelerdir. Bu oranlar, bir işletmenin varlıklarını ne kadar etkili bir şekilde kullanarak hissedarlara kar ve değer sağladığını gösterir (Corporate Finance Institute, 2019: 4). Diğer oranlar işletme faaliyetleri üzerine belirli sonuçlar elde etmeyi sağlarken karlılık oranları işletmelerin ne kadar verimli ve etkin yönetildiğini göstermektedir (Kaya, 2022: 73).

Bir işletmenin karlılığının ne kadar yeterli olduğunun ölçmede aşağıdaki etkenlerin önemi vardır (Bülüç, Özkan ve Ağırbaş, 2017: 68);

i) Farklı alanlarda sermaye kullanımından elde edilecek kar,
ii) İşletmenin son dönemlerdeki karlılığının gelişimi,
iii) Genel ekonomik şartlar,
iv) Aynı sektörde faaliyet gösteren diğer işletmelerin karlılık oranları,
v) Sektöre özgü genel kabul edilmiş oranlar.

Finansal performans ölçümünde kullanılan karlılık oranları; brüt kar marjı, net kar marjı, aktif karlılığı (ROA), özsermaye karlılığı (ROE) ve faaliyet karı oranlarıdır.

2.4.1.2. DuPont Analizi Yöntemi

Finans literatüründe işletmelerin finansal performansını ölçmek amacıyla kullanılan muhasebe temelli ölçüm yöntemlerinden bir diğeri DuPont Analiz Yöntemidir. Bu yöntem DuPont şirketi tarafından 1919 yılında ortaya konulmuştur (Botika, 2012: 1179). Dupont analizi, bir işletmenin karlılığını incelemeye yardımcı olan diğer bir ifade ile işletmenin net kar marjı, aktif devir hızı ve özsermaye çarpanı gibi üç temel oranı bir araya getirilerek, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı oranlarının hesaplandığı bir analiz yöntemidir. Bu üç temel oran, yatırımcılara işletmenin finansal durumu ile ilgili bilgilendiren önemli göstergelerdir (Karadeniz, Koşan, Günay ve Dalak, 2019: 22).

İşletmelerin finansal performans analizi bakımından DuPont yönteminin faydası; işletmelerin finansal tablolarını bölümlere ayırmak ve finansal durumunu değerlemek için

kullanılır. Gelir tablosu ve bilançoyu iki temel karlılık ölçütü olan aktif karlılığı ve özsermaye karlılığı etrafında analiz etmektedir (Omağ, 2021: 52).

DuPont analizi yönteminde aktif karlılığının hesaplanmasında kullanılan net kar marjı ve aktif devir hızı oranlarına ek olarak özsermaye çarpanının kullanılmasıyla özsermaye karlılığı oranı hesaplanmaktadır (Karadeniz vd., 2019: 23). Kar marjı ile aktif devir hızı arasında sıkı bir ilişki vardır. Bu nedenle işletmelerin hedefledikleri karlılığa ulaşabilmeleri için kar marjı ile aktif devir hızını göz önünde bulundurmaları gerekmektedir. (Karapınar ve Ayıkoğlu Zaif, 2018: 319):

1970'lerde yapılan finansal analizlerin ROA'dan ROE'ye doğru kayması Dupont analizinin özsermaye çarpanı olarak bilinen toplam varlık / özsermaye oranını da kapsayacak şekilde değiştirilmesine neden olmuştur (Kaya, 2022: 74). Buna göre Dupont yöntemiyle özsermaye karlılığı oranı aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır (Ross vd., 2000: 68-69):

$$\text{ROE} = \frac{Net\ kar}{Satışlar}\ x\ \frac{Satışlar}{Toplam\ Varlıklar}\ x\ \frac{Toplam\ Varlıklar}{Toplam\ Özsermaye}$$

Yukarıdaki Dupont yöntemiyle hesaplanan özsermaye karlılığı denklemi incelendiğinde aktif kullanım verimliliğinin düşüklüğü özsermaye karlılığını olumsuz etkileyecektir. Aynı zamanda diğer koşullar sabitken işletme finansal kaldıraç yardımıyla özsermaye karlılığını artırabilecektir. Fakat bunun için aktif karlılığının borç maliyetinden yüksek olması gerekmektedir (Karadeniz vd., 2019: 24).

2.4.2. Piyasa Temelli Finansal Performans Ölçüm Yöntemleri

Finansal performans ölçüm yöntemlerinden bir diğeri olan piyasa değerini temel alan performans ölçüm yöntemleri özellikle son yıllarda kullanılmaya başlanmıştır. İşletmelerde klasik kar maksimizasyonu yerine değer maksimizasyonu amaçlanmaktadır.

İşletmelerin hissedar sayılarının artması, halka açık firmaların sayılarının artması, firma ölçeklerinin küresel nitelikte büyümesi gibi gelişmeler piyasa temelli finansal ölçüm yöntemlerinin önemini artırmıştır. Bu nedenle muhasebe tabanlı performans ölçüm yöntemlerine ilave olarak piyasa temelli ölçüm yöntemleri de kullanılmaya başlamıştır (Şenol ve Ulutaş, 2018: 83).

Bir hisse senedinin piyasa fiyatı bilgilendirici niteliktedir çünkü söz konusu hisse senedini takip eden tüm piyasa katılımcılarının beklentilerini yansıtır. Piyasa fiyatı, piyasanın o hisse senedindeki alım satım faaliyetinin sonucunu yansıtır. Piyasa katılımcılarının firma hakkında sahip olduğu toplam bilgiyi ve firmanın gelecekteki karlılığı ve büyümesine ilişkin toplam beklentileri özetler. Bu nedenle, piyasa temelli oranlar bir işletmenin hisselerinin fiyatı ve temettüler ve ihraç edilen hisse sayısı dahil olmak üzere diğer ilgili kalemlerle ilgili olarak ne kadar iyi performans gösterdiğini gösterir (Masa'deh, Tayeh, Al-Jarrah ve Tarhini, 2015: 136).

Piyasa temelli finansal performans ölçüm yöntemleri finansal tablolarda yer alan kalemleri ve dipnotlarla birlikte piyasa bilgilerini de kullanmaktadır. Bu ölçüm tekniği ile finansal analistler piyasa bilgilerini kullanarak risk ve getiriyi muhasebe bilgileri ile kombine ederler. Böylelikle piyasa temelli ölçütler, muhasebe tabanlı ölçütlerin yararlarını koruyarak bazı dezavantajlarını ortadan kaldırmaktadır. Bu ölçüm tekniklerinde piyasa temelli bilgiler kullanıldığından daha tutarlı bilgilere ulaşılır (Kaya, 2022: 76).

Piyasa temelli performans ölçüm yöntemlerinde genel olarak kullanılan oranlar; Tobin's Q, piyasa değeri/defter değeri ve fiyat/kazanç oranlarıdır (Şenol ve Ulutaş, 2018: 88).

Finans literatüründe sürdürülebilirlik ile finansal performans ilişkisini inceleyen bazı çalışmalarda kullanılan muhasebe tabanlı ve piyasa temelli finansal performans oranları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Tablo 3: Literatürde Muhasebe Temelli ve Piyasa Temelli Oranlar Kullanılarak Yapılan Sürdürülebilirlik Çalışmaları

Tarih	Literatürde Yer Alan Çalışmalar	Muhasebe Tabanlı Finansal Performans Oranları	Piyasa Temelli Finansal Performans Oranları
1996	Pava ve Krauzs	ROA, ROE ve Hisse Başına Kazanç	Piyasa Getirisi, Fiyat/Kazanç Oranı, PD/DD Oranı
2012	Arsoy vd.	ROA, ROE, ROS, Borç/Varlık, karlılık	
2012	Skare ve Golja	ROA, ROE ve Hisse Başına Kazanç	Fiyat/Kazanç Oranı
2013	Alparslan ve Aygün	ROE	Tobin's Q
2013	Bidhari, Salim ve Aisjah	ROA, ROE ve ROS	Tobin's Q
2013	Fettahoğlu	ROE, ROA, kaldıraç oranı, varlık devir hızı, HBK ve hisse senedi getirisi	
2014	Hirigoyen ve Poulain-Rehm	ROA ve ROE	PD/DD Oranı
2014	Sakarya, Yıldırım ve Aytekin	Likidite oranları (cari oran, asit-test oranı, nakit oranı), faaliyet oranları (alacak devir hızı, stok devir hızı, aktif devir hızı, özkaynak devir hızı, net işletme sermayesi devir hızı), finansal yapı oranları (yabancı kaynak oranı, özkaynak oranı, yabancı kaynak/özkaynak oranı, duran varlıklar/devamlı sermaye oranı), karlılık oranları (faaliyet karı oranı, net kar oranı, özkaynak karlılık oranı, aktif karlılık oranı)	

Tablo 3: Literatürde Muhasebe Temelli ve Piyasa Temelli Oranlar Kullanılarak Yapılan Sürdürülebilirlik Çalışmaları (devam)

2018	Acar ve Temiz	Toplam varlık, HBK, borçluluk oranı	Tobin's Q
2018	Düzer ve Önce	ROA ve ROE	PD/DD ve Fiyat/Kazanç Oranı
2022	Kılıç vd.	ROE, ROA ve ROS	PD/DD
2023	Dağtaş ve Seçme	Cari Oran, Finansal Kaldıraç, ROA, ROE, Net Kar Marjı	
2023	Ebaid	ROA, ROE, ROCE ve HBK	

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2.5. Finansal Performansı Etkileyen Faktörler

İşletmelerin finansal performansına etki eden faktörler pazar payı, sermaye yoğunluğu, yenilik, ihracat ve yabancı sermaye oranıdır. Bu faktörler aşağıda kısaca ele alınacaktır.

2.5.1. Pazar Payı

Her işletmenin piyasada sahip olduğu pozisyon o işletmenin pazar payını göstermektedir. Pazar payı işletmenin monopol gücünün ölçülmesinde önemli bir göstergedir. İşletmenin pazar payı arttıkça piyasadaki gücü de artacaktır. Pazar payı işletmenin karlılığını gösteren önemli bir ölçüdür. Genellikle işletmenin karlılığı ile pazar payı arasında pozitif yönlü bir ilişki söz konusudur (Çetinel, 2005: 83-84). Diğer finansal performans ölçütleri arasında pazar payı, pazar rekabetçiliğinin, yani bir firmanın rakiplerine karşı ne kadar iyi durumda olduğunun önemli bir göstergesidir (Khantimirov, 2005: 589).

2.5.2. Sermaye Yoğunluğu

Sermaye yoğunluğu, bir işletmenin finansal kaynaklarını mülk, tesis ve ekipman gibi maddi varlıklara ne ölçüde yatırdığını ifade eder. Bir işletmenin sermaye yoğunluğu, onu rakiplerinden ayıran bir ölçüttür. Dolayısıyla, bir işletmenin sermaye yoğunluğu genellikle genel finansal performansını etkiler. Daha güvenilir finansal raporlama sağlamak için, dünya genelinde muhasebe düzenleyici kuruluşları, işletmelerin duran varlıkları ve diğer örgütsel kaynakları finansal tablolara dahil etmesini zorunlu hale getirmiştir.

Bir şirketin finansal başarısı, iki temel finansal performans ölçütü olan likidite ve karlılık üzerinde doğrudan etkisi olan sermaye yoğunluğundan etkilenir. Dolayısıyla, likidite yönetiminin verimliliği dönen varlıkların ve cari yükümlülüklerin ne kadar etkin bir şekilde planlandığı ve kontrol edildiği ile belirlendiğinden, işletme yöneticilerinin sermaye yoğunluklarını yönetmeleri kritik önem taşımaktadır (Fernandes, 2021: 5).

2.5.3. Yenilik

Yenilik yapmak işletmeler için rekabet üstünlüğü sağlamak, pazarın en iyisi olmak ya da iyi bir imaj oluşturmak gibi nedenlerden dolayı önemlidir. İşletmelerin yenilikçi faaliyetleri yeni yatırımların yapılması ve iç kaynak kullanımı gibi nedenlerden dolayı kısa vadede bazı kayıplar meydana getirmektedir. Ancak bu faaliyetler uzun vadede işletmelerin satışları ve pazar payında artış ve işletmelere rekabet avantajı sağlamakla birlikte işletmelerin finansal performansları üzerinde de olumlu bir etkiye sahiptir (Gürkan ve Gürkan, 2017: 215).

2.5.4. İhracat

İhracat, ülkelerin ekonomik ve sosyal gelişimi ve refah seviyelerini yükseltmeleri için önemlidir. İşletmeler uluslararası pazarlara açılarak birtakım avantajlar elde etmektedir. Bu avantajlar (Bolat, 2009: 27-28);

- Üstünlük elde etmek,
- Ürün yaşam süresini uzatmak,
- Vergi avantajı kazanmak,
- Rekabeti korumak veya rekabetten kaçmak,
- Karlılığı arttırmaktır.

2.5.5. Yabancı Sermaye Oranı

Ülkeler için sermaye akımı hareketleri içerisinde en önemli paya sahip kalemlerden biri yabancı sermaye yatırımlarıdır. Söz konusu yatırımlarda zaman zaman dalgalanmalar meydana gelmesine rağmen ülkelerin yabancı sermaye yatırımları çekmesi ekonomilerinin büyümesi bakımından önemlidir. Özellikle doğrudan yabancı sermaye yatırımları ekonomiye direkt sermaye sağlaması, teknoloji transferi, rekabet gibi nedenlerden dolayı ekonomik büyüme üzerinde olumlu etkilere sahiptir.

Doğrudan yabancı yatırımlar hem mevcut işletmelere yapılan yatırımlar hem de yeni bir üretim tesisi kurmak gibi şekillerde piyasadaki işletmelerin ekonomik yapılarını doğrudan güçlendirmekte ya da piyasada yaratacağı rekabet ortamı nedeniyle piyasa tabanının genişlemesine katkı sağlayacaktır (Otluoğlu ve Şirin, 2021: 138-139).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

LİTERATÜR TARAMASI

3.1. Dünyada Sürdürülebilirlik ve Finansal Performans İlişkisini İnceleyen Çalışmalar

Pava ve Krauzs (1996), kurumsal sosyal sorumluluğun finansal performansa etkisini araştırmışlardır. Çalışmada kurumsal sosyal sorumluluk performansı yüksek 53 işletme ile büyüklük bakımından bu işletmelere denk 53 şirket analize dahil edilmiştir. İki grubun finansal performansları 1985-1987 ile 1989-1991 dönemleri ele alınarak analiz edilmiştir. Sosyal sorumlu şirketler ile diğer gruptaki şirketler arasında fiyat kazanç oranı bakımından farklılık bulunamamıştır. Ancak sosyal sorumlu şirketlerin piyasa değeri defter değeri oranları diğer gruptaki şirketlere oranla daha yüksektir. Finansal performansın başka göstergesi olan karlılık oranları (aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve hisse başına kar) incelendiğinde sosyal sorumlu şirketlerin karlılık oranlarının diğer gruptaki şirketlere kıyasla daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir.

Preston ve O'Bannon (1997), işletmelerin kurumsal sosyal performansı ile finansal performansı arasındaki ilişkinin yönü ve derecesini ölçmek için 1982-1992 yılları arasında 67 büyük Amerikan şirketini analiz etmişlerdir. Yaptıkları çalışma doğrultusunda altı hipotez öne sürmüşlerdir. Söz konusu hipotezler;

Sosyal etki hipotezi: Sosyal Etki Hipotezi, kurumsal sosyal sorumluluğun finansal performans üzerinde olumlu bir etkisi olduğu görüşünü savunan paydaş teorisine dayanmaktadır. Hissedarlar, tedarikçiler, müşteriler, çalışanlar, toplum, çevre vb. çok çeşitli paydaşların beklenti ve taleplerinin karşılanması, şirketin performansının iyileştirilmesine katkıda bulunur. Ayrıca, şirketin itibarını da artırma eğilimindedir. Bu da finansal performans üzerinde olumlu bir etkiye sahiptir (Hirigoryen ve Poulain-Rehm, 2015: 21).

Dengeleme Hipotezi: Friedman Doktrinine (1970) dayanan bu hipotez kurumsal sosyal sorumluluğun karlılığı ve rekabet gücünü azaltan ilave maliyetler yaratması nedeniyle finansal performans üzerinde olumsuz bir etkiye yol açacağını öne sürmektedir (Hirigoryen ve Poulain-Rehm, 2015: 21).

Kullanılabilir Fonlar Hipotezi: Bu hipotez, yüksek finansal performansın, işletmelerin sosyal sorumluluk faaliyetlerine yatırım yapmalarına daha fazla kaynak sağladığını savunmaktadır (Tharavanij, 2019: 3).

Yönetimsel Fırsatçılık Hipotezi: Bu hipotez yöneticilerin işletmenin finansal performansının güçlü olduğu dönemde özel kazançlarını maksimize etmeye çalışabileceğini, finansal performansın zayıf olduğu dönemde de sosyal faaliyetlerini arttırarak zayıf finansal performansı haklı göstermeye veya hayal kırıklığı yaratan sonuçlarını telafi etmeye çalıştıklarını ifade eder (Preston ve Q'Bannon, 1997: 423-424).

Pozitif Sinerji Hipotezi: Bu hipotez, yüksek kurumsal sosyal sorumluluk seviyelerinin finansal performansta iyileşmeye yol açtığını bunun da sosyal sorumluluk faaliyetlerine yeniden yatırım yapılmasını mümkün kıldığını savunmaktadır. Bu da finansal performans ile kurumsal sosyal sorumluluk arasında eşzamanlı ve etkileşimli bir bağ oluşturarak bir döngü oluşturmaktadır (Hirigoryen ve Poulain-Rehm, 2015: 22).

Negatif Sinerji Hipotezi: Negatif Sinerji Hipotezi, yüksek kurumsal sosyal sorumluluk seviyelerinin daha düşük finansal performansa neden olduğunu ve bunun da sosyal sorumlu yatırımları sınırladığını öne sürmektedir (Hirigoryen ve Poulain-Rehm, 2015: 22).

Araştırmanın sonucunda finansal performans ile kurumsal sosyal performans arasında pozitif yönlü ilişkinin olduğu tespit edilmiş, bu ilişkinin en iyi ya pozitif sinerji hipotezi ya da kullanılabilir fonlar hipotezi ile açıklanabileceği öne sürülmüştür.

Waddock ve Graves (1997), S&P500 endeksine kote edilmiş şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansı ile finansal performansları arasında bir bağlantı olup olmadığını incelemişlerdir. Finansal performans ölçütü olarak ROA, ROE ve ROS oranlarını seçmişlerdir. Araştırmanın bağımsız değişkeni kurumsal sürdürülebilirlik performansı, kontrol değişkenleri ise borç/toplam aktifler, toplam satışlar, toplam aktifler ve çalışan sayılarıdır. Sonuç olarak kurumsal sürdürülebilirlik performansının geçmiş ve gelecek finansal performanslarla pozitif yönlü ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Lopez, Garcia ve Rodriguez (2007), kurumsal sosyal sorumluluk kapsamında yürütülen çalışmaların finansal performans üzerinde bir etkisi olup olmadığını incelemişlerdir. Bunun için örneklem olarak 55 adet Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan ve 55 adet büyüklük bakımından bu endeksteki firmalara denk olan işletmeler seçilerek 1998-2004 dönemini kapsayan çoklu doğrusal regresyon analizi yapılmıştır. Araştırma sosyal sorumluluk faaliyetlerinin kısa vadede finansal performansı olumsuz etkilediği sonucunu ortaya koymuştur.

Curran ve Moran (2007) finansal performansın firmaların çevre ve sosyal sorumluluk çerçevesinde yürüttükleri faaliyetleri kamuoyuna duyurmasından etkilenip etkilenmediklerini araştırmışlardır. Olay çalışması yöntemi kullanılarak yapılan araştırmada, sürdürülebilirliğe ilişkin olumlu ya da olumsuz duyuruların hisse senedi fiyat performansı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. FTSE4Good İngiltere sürdürülebilirlik endeksine eklendiğinde veya çıkarıldığında hisse senedi fiyatlarına olan etkisi araştırılmıştır. Bulgular, ilgili endekse eklenmenin veya çıkarılmanın günlük getirileri beklenen şekilde etkilediğini, ancak bu etkinin anlamlı bir fark yaratmadığını göstermektedir.

Lo ve Sheu (2007), kurumsal sürdürülebilirliğin firmaların piyasa değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bunun için 1999-2002 döneminde Amerika'da finans dışı 349 işletmeyi örneklem olarak seçmişlerdir. Tobin's Q ile belirlenen firmaların piyasa

değeri ile kurumsal sürdürülebilirlik arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu sonucuna varılmıştır.

Peters ve Mullen (2007), zaman serisi analizi yöntemiyle kurumsal sosyal sorumluluğun finansal performans üzerindeki kümülatif etkisini incelemişler ve söz konusu etkinin zaman içinde pozitif bir artış gösterdiğini gözlemlemişlerdir.

Collison, Cobb, Power vd. (2008) sosyal sorumluluk, çevresel sürdürülebilirlik, insan haklarına saygı gibi sürdürülebilirlik kriterleri kapsamında FTSE4Good Endeksi'nde yer alan farklı coğrafi bölgelerdeki şirketlerin finansal performanslarını incelemişlerdir. Çalışmada 1996 ve 2005 yılları baz alınarak firmaların sürdürülebilirlik endeksi öncesi ve sonrası performansları araştırılmış, analiz sonuçlarına göre, işletmelerin sürdürülebilirlik endeksine geçişinin, borsa performanslarını olumlu bir şekilde etkilediği belirlenmiştir.

Belu (2009) sürdürülebilirlik alanında dünyanın öncü derecelendirme kuruluşunda listelenen 1012 şirkete ait verileri sektörlerine göre (teknoloji, finans, hizmet, sanayi) gruplandırarak bir çalışma yürütmüştür. Çalışmada finansal performansı temsil eden oranlar (aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve yıllık hisse senedi getirisi) girdi, sürdürülebilirlik puanları çıktı olarak kullanılarak Veri Zarflama Analizi yöntemi uygulanmıştır. Veri zarflama puanlarının yüksekliği ile şirketlerin sürdürülebilirlik çalışmaları arasında doğru orantı olduğu tespit edilmiştir. Sürdürülebilirlik bakımından en verimli şirketlerin teknoloji sektöründeki şirketler olduğu tespit edilmiştir. Finans sektöründeki firmaların iyi bir performans sergilememelerinin nedeni bu sektördeki firmaların yüksek finansal performans sergilemelerine rağmen sürdürülebilirlik alanında ortalama bir performans göstermeleri ile ifade edilmiştir.

Makni, Francoeur ve Bellavance, (2009), Kanada'da 179 şirket üzerinde gerçekleştirdikleri bir çalışmada, Granger Nedensellik Analizi kullanarak kurumsal sosyal sorumluluğun finansal performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Yapılan

araştırmada, hisse senedi getirileri dışında kurumsal sosyal sorumluluk ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır. Ancak kurumsal sosyal sorumluluğun çevresel faktörü ile finansal performansın üç ölçütü (aktif karlılığı, özsermaye karlılığı ve hisse senedi getirisi) arasında tek taraflı negatif bir ilişki saptanmıştır.

Reddy ve Gordon (2010) sürdürülebilirlik raporlamaları ile işletme karlılığı arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışma yürütmüşlerdir. 17'si Yeni Zelanda Borsası'na kayıtlı ve 51'i Avustralya Borsası'na kayıtlı toplam 68 şirketten oluşan bir örneklemin anormal getirilerini tahmin etmek için Olay Çalışması yöntemi kullanılmıştır. Sonuç olarak sürdürülebilirlik raporlarının Yeni Zelanda ve Avustralya borsalarına kayıtlı şirketlerin anormal getirilerini açıklamada istatistiksel olarak anlamlı olduğu anlaşılmıştır.

Karagiorgos (2010), Yunan firmaların finansal performansları ile kurumsal sosyal sorumluluk arasındaki ilişkiyi Regresyon Analizi ile incelemişlerdir. Analiz sonuçlarına göre hisse senedi getirileri ile firmaların kurumsal sosyal sorumlulukları arasında pozitif bir korelasyon olduğu tespit edilmiştir.

Saleh, Zulkifli ve Muhamad (2011) Malezya'da kurumsal sosyal sorumluk ile kurumsal finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Panel veri analizi yöntemini kullanarak Malezya borsasına kote edilmiş 200 adet firma ile yedi yıllık dönemi kapsayan çalışma yürütmüşlerdir. Araştırma sonucunda kurumsal sosyal sorumluluğun iki boyutu (çalışan ilişkileri ve toplumsal katılım) ile finansal performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir.

Cheung (2011), 2002-2008 döneminde Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil olmanın veya endeksten çıkarılmanın etkisini Olay Analizi yöntemiyle incelemiştir. Etki ölçüm faktörleri olarak hisse senedi getirisi, risk ve likidite kullanılmıştır. Endeksten çıkarılmanın veya endekse dahil olmanın hisse senedi getirisi veya riski üzerinde anlamlı ve güçlü bir etkisi olmadığı sonucuna varılmıştır. Bununla birlikte duyuru tarihinde

endekse dahil olan hisselerin getirilerinde anlamlı fakat geçici bir artış gözlemlenirken endeksten çıkarılan hisselerin getirilerinde düşüş gözlemlenmiştir.

Keffas ve Olulu-Briggs (2011) finansal rasyoları ve sınır etkinliği analizi yöntemini kullanarak kurumsal sosyal sorumlu ve kurumsal sosyal sorumlu olmayan bankaların finansal performanslarını analiz etmişlerdir. Bu amaçla FTSE4Good Global Endeksine kote edilmiş Japon, Amerikan ve İngiliz bankaların verileri incelenmiştir. Varlık kalitesi, sermaye, faaliyet ve likidite gibi finansal performansın ölçütü olarak 38 finansal ve ekonomik oran kullanılmıştır. Araştırmadan elde edilen sonuçlara göre kurumsal sosyal sorumluluk ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki vardır. Kurumsal sosyal sorumlu bankalar daha iyi varlık kalitesine sahiptir ve portföy ve sermaye yönetiminde daha başarılıdırlar.

Comincioli, Poddi ve Vergalli (2012) tarafından gerçekleştirilen bir araştırmada, kurumsal sosyal sorumluluk-finansal performans ilişkisini incelenmiştir. Bu amaçla, Domini 400 Social Index, Dow Jones Sustainability World Index ve FTSE4Good Index'lerinden en az ikisine dahil olan 317 şirket ile bu endekslerde bulunmayan 100 şirketten oluşan kontrol grubu kullanılmıştır. Yapılan araştırma, sürdürülebilirlik endeksine dahil olan şirketlerin piyasa değerlerinin, endekse dahil olmayan şirketlere kıyasla daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur.

Burhan ve Rahmanti (2012), sürdürülebilirlik raporlaması unsurları ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Örneklem olarak 2006-2009 yılları arasında Endonezya Borsası'nda işlem gören 32 şirket seçilmiştir. Çalışma kapsamında GRI'nin standartlarına göre 32 firmanın sürdürülebilirlik skorları hesaplanmıştır. Ekonomik performans ölçütü olarak aktif karlılığı (ROA) seçilerek sürdürülebilirlik skorları hesaplanan şirketlerin sürdürülebilirlik raporlamaları ile finansal performansları arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Sonuç olarak sürdürülebilirlik raporlarının şirket performansını olumsuz etkilediği tespit edilmiştir.

Skare ve Golja (2012), 2006-2008 yılları arasında Dow Jones Sustainability World Index'te yer alan 45 şirket ile endekste yer almayan işletmeleri sürdürülebilirlik ve finansal performans açısından karşılaştırmışlardır. Araştırma sonucunda sürdürülebilirlik endeksinde yer alan şirketlerin finansal performans değerlerinin daha yüksek olduğu anlaşılmıştır.

Ziegler (2012), sürdürülebilirlik endeksine dahil edilmenin kurumsal finansal performans üzerindeki etkisini araştırmıştır. Bu amaçla 1999-2003 yılları arasında Dow Jones Stoxx 600 Endeksine dahil olan Avrupalı firmaları panel veri analizi yöntemiyle incelemişlerdir. Sabit ve tesadüfi etki modellerinin kullanıldığı analiz sonuçlarına göre endekse dahil olmanın İngiltere ve İrlanda gibi Anglo-Sakson Avrupa ülkeleri için aktif karlılığı (ROA) üzerindeki etkisi anlamsız bulunmasına karşın diğer Avrupa ülkeleri için anlamlı sonuçlar elde edilmiştir.

Ameer ve Othman (2012), sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Örneklem olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerden sürdürülebilirlik standartlarını sağlayan 100 üst düzey işletme seçilmiştir. Finansal performans göstergeleri olarak satışlarda büyüme, aktif karlılığı, vergi öncesi kar ve nakit akışı kullanılmıştır. Araştırma sonucunda sürdürülebilirlik faaliyetlerine değer veren firmaların diğer firmalara göre finansal performans göstergeleri daha yüksek düzeyde olduğu gözlemlenmiştir.

Aggarwal (2013) kurumsal sürdürülebilirliğin firmaların karlılığı üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmıştır. Araştırmada Hindistan Ulusal Borsası NIFTY 50 Endeksinde bulunan 20 şirkete ait veriler kullanılmıştır. Firmaların aktif karlılık oranı ile kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığı sonucuna varılmış ancak işletmelerin vergi öncesi karı ile kurumsal sürdürülebilirlik endeks notu arasında pozitif bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Lourenço ve Branco (2013), Brezilya'da kurumsal sürdürülebilirlik performansını etkileyen faktörler üzerine bir çalışma yürütmüşlerdir. Bunun için Bovespa Sürdürülebilirlik Endeksine kote edilen şirketler ile kote edilmeyen şirketler karşılaştırılmıştır. Sonuç olarak sürdürülebilirlik endeksinde yer alan şirketlerin daha büyük şirketler oldukları ve daha yüksek öz sermaye karlılığına sahip oldukları gözlemlenmiştir.

Wu ve Shen (2013) kurumsal sosyal sorumluluk ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Bu amaçla 2003-2009 yılları arasında 22 ülkeden 162 bankanın verileri incelenmiştir. Bankalar kurumsal sosyal sorumluluk derecelerine göre dört gruba ayrılmıştır. Heckman iki aşamalı regresyon modelinin gelişmiş versiyonunun kullanıldığı çalışmadan elde edilen bulgular kurumsal sosyal sorumluluğun varlık getirisi, özkaynak getirisi, net faiz geliri ve faiz dışı gelir açısından finansal performans ile pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir.

Russo ve Mariani (2013) sürdürülebilirlik endekslerinden çıkarılmanın işletme karlılığı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu amaçla 2008-2011 yılları arasında FTSE4 Good Endeksi'nden çıkarılan işletmeler örneklem olarak seçilmiştir. Sonuçlar sürdürülebilirlik endeksinden çıkarılmanın işletme karlılığını negatif olarak etkilediğini ortaya koymaktadır.

Bidhari, Salim ve Aisjah (2013) Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'na kote edilmiş bankacılık sektöründe kurumsal sosyal sorumluluk bilgilerinin açıklanmasının finansal performans ve firma değeri üzerindeki etkisini analiz etmeyi amaçlamışlardır. Bu çerçevede 2008-2011 yılları arasında Endonezya Menkul Kıymetler Borsası'na kote edilmiş 15 bankanın verileri incelenmiştir. Yol analizinin (path analysis) kullanıldığı çalışmadan elde edilen sonuçlara göre kurumsal sosyal sorumluluk açıklamasının, Varlık Getirisi (ROA), Özkaynak Getirisi (ROE) ve Satış Getirisi (ROS) gibi tüm finansal performans göstergeleri üzerinde pozitif etkiye sahiptir. Ayrıca kurumsal sosyal sorumluluk açıklaması, Tobin'in Q'su ile ölçülen firma değerini de etkilemektedir.

Hirigoyen ve Poulain-Rehm (2014), kurumsal sosyal sorumluluğun çeşitli boyutları (insan kaynakları, işyerinde insan hakları, toplumsal bağlılık, çevreye duyarlılık ve yönetim) ile finansal performans (özsermaye karlılığı, aktif karlılık, piyasa değeri defter değeri oranı) arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu amaçla ABD, Avrupa ve Asya-Pasifik bölgelerinden 329 şirket seçilmiştir. Lineer regresyon analizi ve Granger nedensellik testi sosyal sorumluluk ile finansal performans arasındaki ilişkiyi incelemede kullanılan analizler olmuştur. Sonuçlar daha fazla sosyal sorumluluğun daha iyi finansal performansa yol açmamasının yanı sıra finansal performansın kurumsal sosyal sorumluluğu olumsuz etkilediğini de göstermektedir.

Charlo, Moya ve Munoz (2015), 2008-2013 yılları arasında İspanya borsasına kayıtlı işletmeleri sürdürülebilirlik endeksinde yer alan ve yer almayan firmalar olarak iki gruba ayırarak finansal performanslarını analiz etmişlerdir. Elde edilen bulgulara göre, sürdürülebilirlik endeksinde yer alan işletmelerin, benzer risk düzeyindeki endeks dışındaki işletmelere kıyasla daha yüksek kar elde ettikleri ve piyasadaki değişimlere daha hızlı bir şekilde uyum sağladıkları görülmüştür. Yapılan analiz sonuçlarına göre, kurumsal sosyal sorumluluğun finansal performans üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı gözlemlenmiştir.

Marti, Rovira-Val ve Drescher (2015), kurumsal sürdürülebilirlik stratejilerinin kısa ve uzun vadede kurumsal finansal performans üzerindeki etkilerini araştırmışlardır. Bunun için 2007-2010 yılları arasında Stoxx Europe 600 Endeksi ile Stoxx Europe Sürdürülebilirlik Endeksinde yer alan firmaları analiz etmişlerdir. Panel veri analizi yönteminin kullanıldığı çalışmada elde edilen bulgular sürdürülebilirlik faaliyetlerini gerçekleştiren şirketlerin finansal performansının daha üst düzey olduğu ve ülkenin sürdürülebilir kalkınmasına daha çok katkı sağlayan şirketlerin aktif karlılıklarının daha yüksek olduğu yönündedir.

Saeidi, Sofian, Saeidi vd. (2015), kurumsal sosyal sorumluluk ve firma performansı arasındaki ilişkiyi sürdürülebilir rekabet avantajı, müşteri memnuniyeti ve

itibar açısından ele almışlardır. İranlı 205 imalat ve tüketici ürünleri pazarlayan firmalar örneklem olarak kullanılmıştır. Analiz sonuçlarına göre kurumsal sosyal sorumluğun firma performansı üzerindeki pozitif etkisi, kurumsal sosyal sorumluluğun rekabet avantajı, müşteri memnuniyeti ve itibar üzerindeki pozitif etkisi ile ilişkilidir.

DiSegni, Huly ve Akron (2015), sürdürülebilirlik faktörlerinden sosyal, çevresel ve kurumsal faktörler ile finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Bu amaçla yazarlar Dow Jones Endeksi'nde yer alan tüm ABD şirketlerinin finansal performanslarını karşılaştırmışlardır. Araştırma sonuçlarına göre sosyal sorumlu ve çevresel sürdürülebilirliği destekleyen firmaların ait oldukları endüstriden daha yüksek karlılığa sahip oldukları gözlemlenmiştir. Ayrıca bu şirketlerin yönetim performanslarının da yüksek olduğu sonucuna varılmıştır.

Han, Kim ve Yu (2016), 2008-2014 yıllarında Kore borsasına kote edilmiş şirketlerin ESG skorlarını hesaplayarak kurumsal sosyal sorumluluk ile işletme karlılığı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Finansal performansın ölçütü olarak piyasa değeri defter değeri oranı, özsermaye karlılığı ve hisse senedi getirisi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda her bir ESG performansı için (çevresel, sosyal ve kurumsal sorumluluk) farklı sonuçlar elde edilmiştir. Çevreye duyarlı performans skoru ile finansal performans arasında negatif bir ilişki gözlemlenirken kurumsal sorumluluk skoru ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir. Ayrıca sosyal sorumluluk ile finansal performans arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkiye rastlanamamıştır.

Wang ve Sarkis (2017), ABD'de 2009-2013 yılları arasında 1980 firma ile kurumsal ESG skorlarının finansal performans ile kurumsal sosyal sorumluk arasındaki ilişkiye olan etkisini araştırmışlardır. Analiz sonuçlarına göre iyi ESG skorları elde etmek için şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluk yönetimini başarılı şekilde uygulayıp uygulamadıkları şirketlerin finansal performansını etkileyen önemli bir faktördür.

Laskar, Chakraborty ve Maji (2017), Hindistan ve Japonya'da kurumsal sürdürülebilirliğin sürdürülebilirlik ve finansal performansları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. 2009-2014 döneminde finans dışı 28 Hint ve 35 Japon firmalarının Global Reporting Initiatives (GRI) standartlarına göre sürdürülebilirlik skorları hesaplanmıştır. Piyasa değeri / Defter değeri oranı finansal performans ölçütü olarak kullanılmıştır. Araştırmada Panel Veri Analizi ve Lojistik Regresyon Modeli kullanılmıştır. Araştırma sonuçları her iki ülkede de kurumsal sürdürülebilirliğin finansal performans üzerinde anlamlı ve olumlu bir etkisi olduğunu ortaya koymaktadır. Japonya'da çevre faktörü, Hindistan'da ise sosyal faktör finansal performans üzerinde etkilidir.

Kim, Kim ve Qian, (2018), kurumsal sosyal sorumluluk ile işletmelerin finansal performansı arasındaki ilişkiyi rekabetçi hareket perspektifini kullanarak analiz etmişlerdir. Rekabetçi eylemin, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkilerini belirleyen önemli bir faktör olduğunu savunmuşlardır. Araştırma kapsamında 2000-2005 yılları arasında 113 ABD'li yazılım firmaları analiz edilmiştir. Araştırma sonucunda rekabetçi sosyal sorumlu firmaların finansal performansının yüksek, rekabetçi olmayan sosyal sorumlu firmaların finansal performansının düşük olduğu tespit edilmiştir.

Hasan, Kobeissi, Liu ve Wang (2018), kurumsal sosyal sorumluluk ile finansal performans arasındaki ilişkinin üzerinde üretkenliğin aracı etkisinin varlığını analiz etmişlerdir. Araştırma kapsamında Regresyon Analizi kullanılarak 1992-2009 döneminde ABD'de faaliyet gösteren üretim firmaları ele alınmıştır. Araştırma sonucunda üretkenliğin kurumsal sorumluluk ve finansal performans arasındaki ilişki üzerinde etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Blasi, Caporin ve Fontini (2018), firmaların kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ile ekonomik performansları arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Araştırma kapsamında ABD'de dokuz farklı sektörden (Temel Malzemeler, Tüketici Hizmetleri, Tüketim Malları, Sağlık Hizmetleri, Finans, Endüstriyel, Petrol ve Gaz, Teknoloji ve

Kamu Hizmetleri) 988 şirket incelenmiştir. Araştırmada Dinamik Panel Veri Analizi kullanılmış, finansal performans göstergesi olarak hisse senedi getirisi, finansal risk, satış geliri, ROA, ROE ve ROI kullanılmıştır. Araştırma sonuçları kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin hisse senedi getirilerini arttırdığını ve finansal riski azalttığını göstermiştir.

Platonova, Asutay, Dixon ve Mohammad (2018) tarafından yapılan çalışmada, Körfez İşbirliği Konseyi (KİK) bölgesinde faaliyet gösteren İslami bankaların 2000-2014 yılları arasında finansal performansları ile kurumsal sosyal sorumluluk (KSS) faaliyetleri arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışmanın sonuçları kurumsal sosyal sorumluluk açıklamaları ile KİK ülkelerindeki İslami bankaların finansal performansı arasında anlamlı ve olumlu bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca sonuçlar, KSS açıklamaları ile KİK İslami bankalarının gelecekteki finansal performansı ile olumlu yönde ilişkili olduğunu ortaya koymaktadır ve mevcut KSS faaliyetlerinin KİK bölgesindeki İslami bankaların uzun vadeli finansal performansları üzerinde etkili olabileceğini göstermektedir.

Maqbool (2019), kurumsal sosyal sorumluluğun Hintli firmaların finansal performansları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu amaçla 2010-2018 döneminde Hindistan Borsası'na (BSE 100 Index) kote edilmiş firmalar örneklem olarak seçilmiştir. Panel regresyon analizinin kullanıldığı araştırma sonuçları kurumsal sosyal sorumluluğun karlılık ve hisse senedi getirileri üzerinde anlamlı ve olumlu etkisi olduğunu göstermiştir.

Siueia, Wang ve Deladem (2019) paydaş teorisine dayanarak Mozambik ve Güney Afrika Cumhuriyeti'ndeki üst düzey bankaları karşılaştırarak Sahra Altı bankacılık sektöründeki kurumsal sosyal sorumluluk açıklamalarının finansal performans üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Kurumsal sosyal sorumluluk raporlamalarını ve ROA ve ROE gibi finansal performans ölçütlerini incelemek amacıyla içerik analizi yöntemi kullanılmıştır. 2012-2016 yılları arasındaki veriler analiz edilmiş finansal performans ile kurumsal sosyal sorumluluk arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Boubaker, Cellier, Manita ve Saeed (2020), kurumsal sosyal sorumluluğun finansal sıkıntı risk düzeyini nasıl etkilediğini incelemişlerdir. 1991-2012 yılları arasında ABD'de borsada işlem gören 1201 firmadan oluşan bir örneklem kullanarak elde edilen sonuçlar, daha yüksek KSS düzeyine sahip firmaların daha düşük finansal sıkıntı riskiyle karşılaştıklarını göstermekte ve bu da daha iyi bir KSS performansının firmaları daha kredibiliteye uygun hale getirdiğini ve finansmana daha iyi erişime sahip olduğunu ve bunun da daha az finansal temerrütle ödüllendirildiğini göstermektedir.

Okafor, Adeleye ve Adusei (2021), sosyal sorumluluk harcamalarının uzun dönemde firmaların büyümesinde etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Bu amaçla 2017-2019 döneminde S&P 500 Endeksi'nde işlem gören 100 ABD'li teknoloji şirketleri üzerinde analiz yapılmıştır. Araştırma sonuçları sosyal sorumluluk harcamaları arttığında şirketlerin gelirlerinin ve karlılıklarının arttığını göstermiştir. Ayrıca sosyal sorumluluk harcamaları uzun vadede şirketlerin büyümesinde de etkilidir sonucu ortaya çıkmıştır.

Farooq ve Noor (2021), 2008-2019 yılları arasında Pakistan Menkul Kıymetler Borsası'nda (PSX) işlem gören 139 firmadan oluşan bir örneklem kullanarak kurumsal sosyal sorumluluğun (KSS) mali sıkıntı olasılığı üzerindeki rolünü araştırmayı amaçlamışlardır. Dinamik genelleştirilmiş momentler yöntemi (GMM) ile kurumsal sosyal sorumluluğun finansal sıkıntı üzerindeki etkisini incelenmiş sonuç olarak KSS'nin finansal sıkıntı üzerinde olumlu bir etkisi olduğu tespit edilmiştir.

Mohammadi ve Saeidi (2022), borsada işlem gören İranlı şirketlerde kurumsal sosyal sorumluluğun (KSS) finansal muhasebe kavramları (hisse senedi getirisi, reel kazanç yönetimi, bilgi asimetrisi ve finansal performans dahil) üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla bir çalışma yürütmüşlerdir. 2012-2018 döneminde Tahran Borsası'na kayıtlı 150 şirket çok değişkenli regresyon yöntemi ile analiz edilmiştir. Sonuçlar, kurumsal sosyal sorumluluğun hisse senedi getirisi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu, ancak reel kazanç yönetimi üzerinde önemli bir etkisi olmadığını göstermiştir.

Ayrıca KSS'nin bilgi asimetrisi ve finansal performans üzerinde önemli bir etkisi olduğu da gözlemlenmiştir.

Elmghaamez ve Olarewaju (2022), kurumsal sosyal sorumluluğun Londra Menkul Kıymetler Borsası'nda (LSE) işlem gören firmaların finansal performansı üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucu, 2008-2017 yıllarını kapsayan 50 firmanın verilerini kullanarak, çevresel performansın LSE'de işlem gören hem ürün hem de hizmet bazlı firmaların hisse senedi fiyatını olumlu yönde etkilediğini göstermektedir. Benzer şekilde, ürüne dayalı firmalar için sermaye getirisini artırırken, hizmete dayalı firmalar için de azaltmıştır. Buna karşılık, sosyal faaliyetlerin ürün ve hizmet bazlı borsaya kote firmaların hisse senedi fiyatı üzerinde olumsuz etkisi olduğu gözlemlenmiştir. Benzer şekilde, sosyal performansın, LSE'de listelenen hizmete dayalı firmaların sermaye getirisi üzerinde önemli bir olumsuz etkisi tespit edilmiştir. Bununla birlikte, yönetişim faktörü ile hisse senedi fiyatı ile ürün ve hizmete dayalı firmalar için sermaye getirisi arasında önemsiz bir ilişki bulunmuştur.

Li ve Yang (2022) yeşil finans ve kurumsal teknolojik yenilikle ilgili ilişkiyi ve kurumsal sosyal sorumluluğun (KSS) bu ilişkiyi güçlendirip güçlendirmediğini araştırmak amacıyla Çin'in 31 eyaletinde 2010-2019 yılları arasında finans dışı şirketler entropi yöntemiyle analiz edilmiştir. Araştırma sonuçları yeşil finansın, kurumsal teknolojik yeniliği önemli ölçüde arttırdığını ve KSS'nin, yeşil finans ile kurumsal teknolojik yenilik arasındaki bu ilişki üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca yeşil finansın teknolojik yenilik üzerindeki olumlu etkileri, daha büyük şirketlerde ve ekonomik olarak daha gelişmiş doğu bölgelerindeki şirketlerde daha önemli olduğu tespit edilmiştir.

Ebaid (2023), sürdürülebilirlik raporları ile finansal performans arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. 2016-2019 yılları arasında Suudi Arabistan borsasına kote olmuş 67 firmayı örneklem olarak kullanmıştır. Finansal performansın göstergeleri olarak aktif karlılığı oranı, özsermaye karlılığı oranı, hisse başına kar ve kullanılan sermayenin getirisi

seçilmiştir. Araştırma sonucunda kurumsal finansal performans ile sürdürülebilirlik raporları arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Ancak genel olarak finansal performans ile sürdürülebilirlik raporları arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanmamıştır.

3.2. Türkiye'de Sürdürülebilirlik ve Finansal Performans İlişkisini İnceleyen Çalışmalar

Şahin, Başfırıncı ve Özsalih (2011) Türkiye'deki şirketlerin iyi yönetişim ilkeleri, pazarlama uygulamaları ve finansal performansları arasındaki ilişkileri araştırmak amacıyla yönetim kurulu kompozisyon özellikleri, kurumsal sosyal sorumluluk uygulamaları ve finansal performans arasındaki ilişkileri analiz etmişlerdir. Bu amaçla 2007 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören ve yayınlanmış bir kurumsal yönetim uyum raporuna sahip işletmeler örneklem olarak seçilmiştir. İçerik ve lojistik regresyon analizlerinin kullanıldığı araştırmada, daha küçük yönetim kuruluna sahip işletmelerin daha iyi finansal performans gösterdiği, yöneticiler ve CEO çatışmasının ise daha kötü finansal performansa yol açtığı gözlemlenmiştir. Bu çalışma yönetim kurulunun yapısı, kurumsal sosyal sorumluluk uygulamaları ve her ikisinin de bir şirketin çeşitli finansal çıktıları üzerindeki etkileri hakkında anlamlı bilgiler sağlamıştır.

Aras, Aybars ve Kutlu (2011) gelişmekte olan bir piyasada kurumsal sosyal sorumluluk ile katma değerli entelektüel sermaye arasındaki ilişkiyi araştırmak ve böylece şirketler için sosyal açıdan sorumlu yatırımların öneminin anlaşılmasına ve farkındalığına katkıda bulunmak amacıyla çalışma yürütmüşlerdir. Bu amaçla 2007-2008 döneminde İMKB'de işlem gören imalat firmaları örneklem olarak seçilmiştir. Analiz bulgularına göre kurumsal sosyal sorumluluk ile katma değerli entelektüel sermaye arasında anlamlı bir ilişki bulunmamaktadır.

Arsoy, Arabacı ve Çiftçioğlu (2012) muhasebe temelli performans ölçütlerinden yararlanarak, kurumsal sosyal sorumluluk-finansal performans ilişkisini incelemişlerdir. Bu amaçla İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde kurumsal yönetim derecelendirme puanlarına göre sıralanan sosyal sorumluluk puanı yüksek 28 şirket örneklem olarak seçilmiştir. Finansal performans göstergesi olarak varlık getirisi, satış getirisi, özsermaye karlılığı, borç / varlık oranı, toplam satış, çalışan sayısı ve toplam varlık değişkenleri kullanılmıştır. Ana bileşen analizinin kullanıldığı bu çalışma, kurumsal sosyal sorumluluğun finansal performansı iyileştirdiği sonucuna varmıştır.

Fettahoğlu (2013), 2009-2011 döneminde İMKB'ye kote edilen sürdürülebilirlik raporu yayınlamış seçilmiş 16 şirket ile firmaların sosyal sorumluluğu ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla Çoklu Regresyon Analizi kullanarak bir çalışma yapmıştır. Çalışma kapsamında bağımlı değişken olarak seçilen finansal performansın göstergesi olarak ROA, ROE, aktif devir hızı, kaldıraç oranı, hisse senedi getirisi ve hisse başına kazanç kullanılmıştır. Sosyal sorumluluk faktörlerinin bağımsız değişken olarak kullanıldığı çalışmanın sonucunda bu faktörlerin firmaların kaldıraç oranıyla zıt yönlü, aktif devir hızı ile aynı yönlü ve anlamlı bir ilişkisi bulunduğu ve diğer degişkenlerle ilişkisinin anlamlı olmadığı tespit edilmiştir.

Alparslan ve Aygün (2013) kurumsal sosyal sorumluluğun firma performansı üzerindeki etkisini analiz etmişlerdir. Bu çerçevede 2009-2010 döneminde İMKB'de işlem gören 117 işletme örneklem olarak seçilmiştir. Firma performans ölçütü olarak ROE ve Tobin's Q değişkenleri seçilmiştir. KSS göstergesi olarak firmaların ilgili yıllarda gerçekleştirdikleri yardım ve bağışlar temel alınmıştır. Regresyon ve korelasyon analizlerinin yapıldığı çalışmada KSS'nin firma performansı olumlu yönde etkilediği gözlemlenmiştir.

Özçelik, Öztürk ve Gürsakal, (2014), kurumsal sosyal sorumluluk ile firmaların finansal performansını analiz etmek amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Çalışma kapsamında 2010-2012 yılları arasında BİST100 Endeksi'nde işlem gören firmalara ait

veriler Lojistik Regresyon Yöntemi kullanılarak analiz edilmiştir. KSS bağımlı değişken, finansal performans ölçütleri, firma büyüklüğü, firma sahiplik türü ve firma riski bağımsız değişkenler olarak seçilmiştir. Araştırma sonucunda firma büyüklüğü ile kurumsal sosyal sorumluluk arasında anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır. Ancak finansal performans, risk, firma sahiplik türü ve kurumsal sosyal sorumluluk arasındaki ilişkinin anlamsız olduğu gözlemlenmiştir.

Başar (2014) şirketlerin sosyal sorumlulukları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Bu çerçevede 2010-2012 döneminde BİST Kimya, Petrol, Plastik Endeksi'nde işlem gören firmaların GRI'nın belirlediği sosyal sorumluk kriterlerine göre hazırlanan raporların düzeyi araştırılmış ve elde edilen bulguların finansal performans ile ilişkisi incelenmiştir. Finansal performans göstergesi olarak hisse başına kazanç oranı kullanılmıştır. Firmaların finansal performansı ile kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri arasındaki ilişkinin yönünü saptamak amacıyla korelasyon analizi uygulanmıştır. Analiz sonucunda geçmiş finansal performans ile sosyal sorumluluk faaliyetleri arasında zıt yönlü ve düşük bir korelasyon gözlemlenmiştir. Ayrıca sosyal sorumluluk faaliyetleri ile ortalama hisse başına düşen kar miktarları arasında da negatif bir ilişki tespit edilmiştir.

Sakarya, Yıldırım ve Aytekin (2014) işletmelerin kurumsal sosyal sorumluluk beyanlarının finansal performansları üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu çerçevede 2011-2012 döneminde BİST30 Endeksi'nde işlem gören 6 üretim firması örneklem olarak seçilmiştir. İşletmelerin toplum, çalışanlar, çevre ve ürün/tüketici ile ilgili yaptıkları açıklamalar, kurumsal sosyal sorumluluk beyanlarıdır. Oran analizi ve içerik analizi yöntemlerinin kullanıldığı çalışmadan elde edilen bulgulara göre genel olarak toplum, kurumsal sosyal sorumluluk açıklamalarına duyarlıdır.

Şişman, Doğan ve Ağca (2016) tedarik zinciri yönetimi bakımından kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkilerini incelemek amacıyla bir çalışma yürütmüşlerdir. Bunun için BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer

alan 50 firmanın kurumsal sosyal sorumluluk ya da sürdürülebilirlik raporları incelenmiş, 2013 yılına ait sürdürülebilirlik raporlarının 2014 yılında firmaların finansal performansları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre ekonomik tedarik zinciri yönetimi faaliyetleri ile ROA ve ROE arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki, çevresel ve sosyal tedarik zinciri yönetimi faaliyetleri ile ROA ve ROE arasında ise anlamsız bir ilişkinin olduğu gözlemlenmiştir.

Çelik, Zeytinoğlu ve Akarım (2016) kurumsal sosyal sorumluluk ile işletmelerin finansal performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. İşletmelerin finansal performans göstergesi olarak aktif karlılığı ve PD/DD oranları seçilmiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre KSS raporunun olup olmaması firmanın finansal performansını etkilememektedir.

Çıtak ve Ersoy (2016) PD/DD ve hisse senedi getiri oranları üzerinden Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'ne kote edilen firmalara yatırımcıların gösterdikleri tepkileri ölçmek amacıyla Olay Çalışması analizi yapmışlardır. Ortalama testi sonucuna göre sürdürülebilirlik endeksine kote edilen firmaların getiri oranı ortalamaları ile endekste olmayan firmaların getiri oranı ortalamaları arasındaki farkın anlamlı olmadığı tespit edilmiştir. Buna karşılık sürdürülebilirlik endeksindeki firmaların PD/DD oranı endekste yer almayan firmalara oranla daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Yapılan Olay çalışması sonucuna göre ise, sürdürülebilirlik endeksinde olmayan firmaların, açıklanma tarihi öncesindeki 10 günü ve sonrasındaki 10 günü içeren olay penceresindeki hiçbir gün için aşırı getiri oranı ortalaması sıfırdan farklı olmadığı gözlemlenmiştir.

Duran, Karahan, Güler ve Budak (2017) işletmelerin finansal performanslarının kurumsal sosyal sorumluluk üzerindeki etkisinin araştırmışlardır. Çalışma kapsamında, kurumsal sosyal sorumluluk başarısı bağımlı değişken, cari oran, nakit benzeri/ortalama gider, kısa vadeli borç / toplam borç, toplam borç/toplam aktif oranları bağımsız değişken olarak seçilerek regresyon analizi kurulmuştur. Analizden elde edilen bulgulara göre toplam borç içinde kısa vadeli borçların oranı ve ortalama giderler içinde nakit benzerinin

oranı, kurumsal sosyal sorumluluk başarısını pozitif yönde etkilerken, cari oranın etkisi negatif yöndedir.

Gülcan (2017) şirketlerin çevresel sosyal sorumluluk faaliyetlerinin finansal performansları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yürütmüştür. Bu çerçevede BİST 50 Endeksinde işlem gören şirketlerin yeşil yönetim etkinlikleri ile finansal oranları incelenmiştir. Regresyon analizi yönteminin uygulandığı çalışmada şirketlerin finansal performansları ile çevresel sosyal sorumluluk faaliyetleri arasında pozitif bir ilişkiye rastlanmıştır.

Taşkırmaz ve Bal (2017), kurumsal sürdürülebilirlik, kurumsal yönetim ve kurumsal itibar arasında bir ilişkinin var olup olmadığını, varsa bu ilişkinin ne yönde olduğunu ortaya koymak amacıyla bir çalışma yürütmüşlerdir. Bunun için BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nden 47, BİST SE'den 15 ve Brand Finance Turkey'de listelenen 100 işletme örneklem olarak seçilmiştir. Araştırma sonuçları kurumsal sürdürülebilirlik, kurumsal yönetim ve kurumsal itibar arasında kuvvetli bir pozitif ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Ayrıca Johansen Eşbütünleşme Testi'nin sonuçlarına göre, kurumsal sürdürülebilirlik ve kurumsal yönetim uzun dönemde beraber hareket etmektedir.

Düzer ve Önce (2017) sürdürülebilirlik raporu yayınlayan ve yayınlamayan şirketlerin finansal performanslarının birbirinden farklı olup olmadığını araştırmak amacıyla bir çalışma yapmışlardır. Bu amaçla 2008-2014 döneminde BİST'te işlem gören sürdürülebilirlik raporlarını GRI kriterlerine göre yayınlayan 30 şirket ile bu şirketlerle aynı sektörlerde faaliyet gösteren ve benzer aktif büyüklüğüne sahip rapor yayınlamayan 26 şirket seçilmiştir. Araştırma kapsamında bağımsız iki örnek t testi ve Mann Whitney U testi kullanılmıştır. Sürdürülebilirlik raporu yayınlayan şirketlerde ROA ve ROE oranları yayınlamayanlara göre daha yüksek tespit edilmiştir. Ancak rapor yayınlayan şirketlerin fiyat/kazanç oranı daha düşük olarak saptanmıştır.

Soytaş, Denizel, Uşar ve Ersoy (2017) Türkiye'deki işletmelerin sürdürülebilirlik yatırımlarının kurumsal finansal performansları üzerindeki etkisini araştırmak amacıyla bir çalışma yürütmüşlerdir. Bunun için farklı sektörlerden (madencilik ve inşaat, üretim, ulaşım, perakende ticaret, finans sigortacılık, emlak) 214 firma örneklem olarak seçilmiştir. ROA, ROE ve Tobin's Q oranları bağımlı değişken, firmaların BİST SE'de yer alıp yer almama durumu ise bağımsız değişken olarak seçilmiştir. Araştırma sonuçlarına göre sürdürülebilirlik ile finansal performans arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki vardır.

Yıldırım, Altan ve Gemici (2018), firmaların kurumsal yönetim faaliyetleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi Entropi Ağırlıklandırmalı TOPSIS Yöntemini kullanarak analiz etmeyi amaçlamışlardır. Bunun için Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kote edilmiş 5 adet içecek ve gıda firmasının 2013-2016 yılları arasındaki finansal performansları ve kurumsal yönetim faaliyet notları analiz edilmiştir. Çalışmada firmaların kurumsal yönetim notları ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanamamıştır.

Özkan, Tan ve Taşdemir (2018), sürdürülebilirlik raporları kapsamında firmaların kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkisini incelemek amacıyla bir çalışma yürütmüşlerdir. Bu amaçla 2011-2016 döneminde BİST SE'de işlem gören 35 firmanın faaliyet raporları, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ve 2011-2016 dönemindeki finansal raporları analiz edilmiştir. Panel Veri Analizi yönteminin kullanıldığı araştırmanın sonuçları firmaların kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin karlılık oranları üzerine olumlu bir etkisi olduğunu göstermektedir.

Acar ve Temiz (2018) Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'ne kote edilen firmaların, söz konusu endekse giriş bilgisine piyasanın verdiği tepkiyi ölçmek amacıyla çalışma yürütmüşlerdir. Bunun için BİST SE'de işlem gören 44 şirket örneklem olarak seçilmiştir. Araştırma bulguları, firmaların BİST SE'de işlem görmeye başlama duyurusunun hisse senedi getirilerinde aşırı tepkiye yol açtığına ilişkin sınırlı kanıtlar

ortaya koymuştur. Bu sınırlı kanıtlar ortalama toplam aşırı getirilerde de tespit edilmiştir. Öte yandan toplam aktifler, borçluluk, hisse baş kar ve Tobin's Q değerleri temelinde sınıflandırılan firmaların aşırı getirileri arasında da anlamlı bir farklılık saptanmamıştır.

Yıldırım, Kocamış ve Tokur (2018) BİST SE'ye kote edilen işletmelerin endekse girmeden önceki yıllara kıyasla faaliyet ve finansal performanslarında bir değişiklik olup olmadığını incelemek için çalışma yapmışlardır. Bunun için işletmelerin sürdürülebilirlik endeksine dahil olmadan önceki beş çeyrek dönem ve dahil olduktan sonraki iki çeyrek dönem verileri kıyaslanmıştır. Dönemler arasındaki farklılık, t testi kullanılarak saptanmıştır. Sonuç olarak, ROE, finansal kaldıraç ve aktif devir hızı performans göstergelerinde endekse kayıtlı olma durumu öncesinde ve sonrasında anlamlı farklılıklar tespit edilmiştir.

Yüksel (2018) Türkiye ve Güney Afrika'daki katılım bankalarının entegre raporlama skorları arasındaki farklılıkları ve her iki ülkedeki söz konusu skorlar ile ROA, ROE, aktif devir hızları, firma büyüklükleri, net kar/satış, finansal kaldıraç, borç/özkaynak oranları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla bir çalışma yürütmüştür. Bu amaçla 2014-2016 döneminde her iki ülkedeki katılım bankalarının söz konusu raporlama skorları hesaplanmıştır. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre Türkiye ve Güney Afrika arasında entegre raporlama konusunda farklılıklar bulunmaktadır. 2015 ve 2016'da firmaların entegre raporlama skorları ile firma büyüklükleri arasında, 2016 yılında ise entegre raporlama skorları ile aktif devir hızları arasında olumlu bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Düzer ve Önce (2018), sürdürülebilirlik bilgi seviyesinin firmaların finansal performansı üzerinde bir etkisi olup olmadığını analiz etmişlerdir. Bunun için 2008-2014 döneminde GRI raporlama kriterleri doğrultusunda rapor hazırlayan, BİST'te işlem gören 30 şirket örneklem olarak seçilmiştir. Sürdürülebilirlik bilgi seviyesi çevresel, sosyal ve ekonomik faktör olarak analiz edilmiştir. Finansal performans göstergesi olarak ROA, ROE, fiyat / kazanç oranı ve PD/DD oranı seçilmiştir. Panel veri analizinin uygulandığı

araştırmanın sonucuna göre, çevresel performansa ilişkin açıklanan bilgi seviyesinin ROA ve ROE'yi, sosyal performansa ilişkin açıklanan bilgi seviyesinin de ROA'yı olumlu etkilediği saptanmıştır.

Yıldırım, Kocamış ve Kuzu (2018) sürdürülebilirlik raporlaması ile finansal performans ilişkisini inceleyerek finansal performansın sürdürülebilirlik raporlaması üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Bu amaçla Borsa İstanbul Endeksi'ne kote edilmiş işletmeler kullanılarak regresyon modeli kurulmuştur. Şirketler sürdürülebilirlik raporlaması hazırlayan ve hazırlamayan olarak ikiye ayrılmıştır. Finansal performansın ölçütleri olarak ROA ve ROE oranları seçilmiştir. Regresyon analizi sonuçlarına göre iki grup arasında anlamlı farklılıklar ortaya çıkmıştır.

Alper ve Aydoğan (2018) Türkiye'deki firmaların KSS seviyeleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu bağlamda 2007-2015 döneminde BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kaydolan firmalar örneklem olarak seçilmiştir. Bağımlı değişken olarak ROA ve Tobin's Q, bağımsız değişken olarak işletmelerin KSS notları, araç değişken olarak ise finansal kaldıraç ve firma büyüklüğü kullanılmıştır. Sistem Genelleştirilmiş Momentler Yönteminin kullanıldığı çalışmanın sonucunda işletmelerin KSS düzeyleri ile finansal performansları arasındaki ilişkinin anlamlı ve pozitif olduğu saptanmıştır.

Selçuk (2019), kurumsal sosyal sorumluluğun gelişmekte olan ülke olan Türkiye'deki firmaların finansal performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. Bu bağlamda 2014-2018 yılları arasında BİST 100'e kote edilmiş finansal olmayan işletmeler analiz edilmiştir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre KSS ile finansal performans arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Gülcan ve Dalgar (2019) firmaların sosyal sorumluluk faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bu amaçla 2007-2016 döneminde BİST 100'e kayıtlı 45 firma incelenmiştir. ISO 26000 Sosyal Sorumluluk Yönetim Sistemi

kategorileri sosyal sorumluluk ölçütü, Tobin's Q oranı, aktif karlılığı ve ekonomik katma değer ise finansal performans ölçütü olarak kullanılmıştır. Panel veri regresyon analizi kullanıldığı araştırmadan elde edilen bulgulara göre iş yerindeki uygulamalar, tüketici konuları, çevre ve toplumsal katılım ile gelişimle ilgili sosyal sorumluluk faaliyetleri, aktif karlılık oranını olumlu yönde etkilemiştir. Tobin's Q oranı ise sadece toplumsal katılım ve gelişimle ilgili sosyal sorumluluk faaliyetleri tarafından olumlu yönde etkilenmiş, ekonomik katma değer ise iş yerindeki uygulamalar haricindeki diğer tüm sosyal sorumluluk faaliyetleri tarafından olumlu yönde etkilenmiştir.

Menekşe (2019) işletmelerin finansal ve inovasyon performanslarının Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer almaları üzerindeki etkisini incelemek amacıyla araştırma yapmıştır. Bu bağlamda, 2017'de BİST'e kayıtlı işletmelerin verileri lojistik regresyon yöntemi kullanılarak bu etkinin nasıl ve ne yönde olduğu analiz edilmiştir. Piyasa değeri, aktif karlılık, toplam varlıklar ve Tobin's Q finansal performans göstergeleri; ticari marka, faydalı model, patent, endüstriyel tasarım, Ar-Ge yoğunluğu, tescil sayıları inovasyon göstergeleri olarak kullanılmıştır. Sektör değişkeni, firmaların finans sektöründe yer alıp almamasına göre ikiye ayrılmıştır. Yapılan lojistik regresyon analizi sonuçlarına göre, BİST'te işlem gören şirketlerin inovasyon ve finansal performanslarının, BİST SE'de kayıtlı olmaları üzerinde pozitif ve anlamlı bir etkisi olduğu, ancak sektör değişkeninin bu etki üzerinde anlamlı bir etkisi olmadığı gözlemlenmiştir.

Topal (2019) işletmelerin sürdürülebilirlikle ilgili faaliyetlerinin finansal performanslarını nasıl yansıttığını göstermek amacıyla bir çalışma yapmıştır. Bu çerçevede BİST SE'de kayıtlı 11 şirket ile BİST SE'de kayıtlı olmayan 27 şirketin finansal performansları oran analizi ile sürdürülebilirlik esasına göre karşılaştırılmıştır. Panel veri analizi yöntemini kullanıldığı araştırma sonuçlarına göre sürdürülebilirlik üzerine yapılan çalışmalar işletmelerin karlılığını anlamlı ve pozitif yönde etkilemiştir.

Önder (2019) firmaların sosyal performansı ile finansal performansı arasındaki çift taraflı ilişkiyi araştırmış, sosyal performans ile finansal performans arasındaki etkileşimin yönünü ve şirketlerin birbirini nasıl etkilediğini araştırmıştır. Çalışmada firmaların sosyal performansları, 2016 GRI sürdürülebilirlik raporlarının skorları kullanılarak hesaplanmıştır. ROE oranı finansal performansın göstergesi olarak kullanılmıştır. Bunun yanı sıra işletme büyüklüğünü temsilen aktif toplamı kontrol değişkeni olarak kullanılmıştır. Çoklu Doğrusal Regresyon Analizi sonuçlarına göre, KSS ve işletme performansının birbirini üzerinde etkisi olmadığı gözlemlenmiştir.

Dozen ve Başkan (2020), BİST SE'ye kote edilmiş şirketlerin kar dağıtım kararları üzerinde firma performansının etkisini Basit Lojistik Regresyon yöntemi kullanarak incelemişlerdir. Araştırmadan elde edilen bulgulara göre stok devir hızı, ROE ve özkaynak oranı değişkenleri ile kar dağıtımı arasında anlamlı bir ilişki olduğu saptanmıştır.

Sak ve Dalgar (2020) firmaların kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performansları üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Bu amaçla 2013-2016 döneminde BİST Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi'ne kote olan banka dışında faaliyet gösteren 35 firmanın 16 çeyreklik dönemdeki finansal verileri panel veri analizi kullanılarak incelenmiştir. Driscoll-Kraay dirençli tahmincisinin kullanıldığı araştırmanın sonucunda firmaların kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performansları üzerinde anlamlı ve pozitif etkisi olduğu ortaya çıkmıştır.

Aksoy (2020), marka performansı-kurumsal sürdürülebilirlik performansı ilişkisini incelemek amacıyla çalışma yürütmüştür. Kurumsal sürdürülebilirlik performansının kurumsal performans ölçüsü olarak kullanıldığı araştırmada kurumsal sürdürülebilirlik performansı ile marka performansı arasındaki ilişki analiz edilmiştir. Bunun için 2014-2018 döneminde BİST 100'de sürekli faaliyet gösteren, finansal kuruluşların dışındaki 63 firma incelenmiştir. Panel logit ve panel probit modellerinin kullanıldığı araştırma sonuçlarına göre işletmelerin finansal performansları,

sürdürülebilirlik performansları, yaşı, ölçekleri ve hizmet sektöründe yer almalarının, marka performansları üzerinde olumlu etkisi vardır. Ayrıca sürdürülebilirlik ve marka performansları yüksek olan işletmelerin finansal kaldıraçlarının da yüksek olduğu saptanmıştır.

Çokmutlu ve Kılıç (2020) şirketlerin sürdürülebilirlik-finansal performans ilişkisini araştırmışlardır. Bu çerçevede 2015-2017 yıllarında BİST Sınai Endeksinde işlem gören imalat şirketlerinin sürdürülebilirlik performansları ve finansal performansları, belirli performans ölçüm kriterlerine göre hesaplanmış ve şirketler için bir puan oluşturulmuştur. İçerik analizi ve entropi TOPSIS oran analizi yöntemlerinin kullanıldığı araştırmadan elde edilen bulgulara göre şirketlerin ESG ve toplam sürdürülebilirlik performanslarına ait başarıları finansal başarılarına tam olarak yansımamaktadır.

Dinçer ve Altınay (2020), sürdürülebilirlik raporlarında yapılan açıklamaların bankacılık sektöründeki finansal performansa etkisini analiz etmek amacıyla çalışma yürütmüşlerdir. Çalışma kapsamında 2010-2017 döneminde BİST SE'de en az bir defa yer alan yedi banka incelenmiştir. Sürdürülebilirlik kriterleri olarak insan kaynakları, çevre, toplum katılımı ve ürün sorumluluğu; finansal performans kriterleri olarak varlık getirisi, özsermaye getirisi ve net faiz marjı seçilmiştir. Panel veri analizi ve parametrik olmayan istatistik testlerinin kullanıldığı çalışmanın sonucunda sürdürülebilirlik raporlarının sadece ROA üzerinde önemli ölçüde etkisi olduğu, ROE ve net faiz marjı üzerinde ise önemli ölçüde etkisi olmadığı saptanmıştır. Ayrıca sürdürülebilirlik kriterleri ile varlık getirisi ilişkisi analizinde çevre ve insan kaynakları ile ilgili açıklamaların varlık getirisi üzerinde olumsuz etkileri olduğu gözlemlenmiştir.

Emir ve Kıymık (2021), sürdürülebilirlik düzeyinin finansal performans üzerinde etkisi olup olmadığını araştırmışlardır. Bu amaçla 2014-2018 döneminde Borsa İstanbul Metal Eşya, Makine Endeksi'ne kote edilmiş firmaların GRI standartlarına göre sürdürülebilirlik seviyeleri tespit edilmiştir. Panel Veri Regresyon Analizi kullanılarak bu

seviyelerin finansal performans üzerindeki etkisi incelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre sürdürülebilirlik performans göstergelerine ait bilgi seviyesiyle, firmaların ROE, ROA, VÖK ve kullanılan sermaye getirisi arasındaki ilişkinin anlamlı ve pozitif olduğu; buna karşılık toplam varlıklarda büyüme oranı arasındaki ilişkinin negatif olduğu gözlemlenmiştir.

Sevim (2021) şirketlerin çevresel yatırım harcamalarının finansal performansları üzerindeki etkisini incelemiştir. Araştırma kapsamında BİST SE'de yer alan şirketlerin yayınladıkları sürdürülebilirlik raporları ve finansal tablolarından derlenen veriler çoklu doğrusal regresyon analizi kullanılarak incelenmiştir. Araştırma sonuçlarına göre çevresel yatırım harcamalarının şirketlerin finansal performansları üzerinde negatif bir etkisi vardır.

Dinçer, Dinçer ve Keskin (2021) Borsa İstanbul verilerinden yararlanarak sürdürülebilirlik ile finansal performans arasındaki ilişkiyi analiz etmek amacıyla çalışma yapmışlardır. Bu amaçla 2016-2018 döneminde BİST100 ve BİST Sürdürülebilirlik endekslerinde yer alan 165 şirkete ait finansal ve piyasa verileri kullanılarak muhtemel ilişkiler analiz edilmiştir. Regresyon analizinin uygulandığı araştırmanın sonuçlarına göre sürdürülebilirliğin şirketlerin finansal performansını kaldıraç, büyüklük ve volatilite değişkenleri aracılığıyla pozitif yönde etkilediği gözlemlenmiştir.

Karadeniz, İskenderoğlu ve Uzpak (2021) Borsa İstanbul'a kote edilen konaklama işletmelerinin kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemek, ayrıca kurumsal sürdürülebilirlik performansı yüksek ve düşük olan işletmelerin finansal performansları arasında bir fark olup olmadığını anlamak amacıyla araştırma yapmışlardır. Bunun için 2017-2018 döneminde Borsa İstanbul'a kayıtlı 11 adet konaklama işletmesinin faaliyet raporları ESG faktörleri kapsamında analiz edilerek sürdürülebilirlik skorları hesaplanmıştır. Ayrıca 2018-2019 döneminde bu işletmelerin muhasebe ve piyasa verilerine dayalı finansal performansları belirlenmiştir. Araştırma sonuçlarına göre kurumsal sürdürülebilirlik performansı yüksek olan şirketlerin hisse

senedi getirisi, büyüme oranları, F/K oranı ve büyüklük değerlerinin daha yüksektir. Ayrıca kurumsal sürdürülebilirlik performansı yüksek ve düşük olan şirketler arasında farklılık olup olmadığını ölçmek amacıyla kullanılan Mann-Whitney U Testi sonuçlarına göre hisse senedi getirisi, büyüme oranları, F/K oranı ve büyüklük itibariyle istatistiksel açıdan anlamlı farklılık vardır.

Köse ve Ak Kuran (2021), BİST 30 Endeksi'nde işlem gören şirketlerin çevresel performansları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi incelemek amacıyla çalışma yapmışlardır. Araştırma kapsamında 2014-2018 döneminde BİST 30 Endeksi'ndeki 23 şirketin yayımladıkları sürdürülebilirlik raporları yer almaktadır. Atık ve emisyon ile su tüketimi verileri çevresel performans göstergesi; ROA, ROE ve özsermaye/aktifler oranı finansal performans göstergesi olarak seçilmiştir. Panel regresyon modelinin kullanılarak gerçekleştirilen araştırmanın sonuçlarına göre çevresel performansın finansal performans üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Ancak atık ve emisyon miktarı finansal performansı olumlu yönde etkilerken su tüketimi olumsuz yönde etkilemektedir.

Öcek, Ünlübulduk ve Karadeniz (2021) KSS performansı yüksek ve düşük olan konaklama şirketlerinin finansal risklerini analiz etmişlerdir. Bunun için 2014-2019 döneminde Borsa İstanbul'a kote edilmiş KSS performansı yüksek ve düşük firmalar konaklama şirketleri incelenmiştir. Bununla birlikte, Altman Z Skor modeli kullanılarak söz konusu işletmelerin 2015-2020 dönemine ilişkin finansal başarısızlık riskleri de hesaplanmıştır. Araştırma sonuçlarına göre KSS performansı yüksek olan şirketlerin finansal başarısızlık risklerinin daha düşük olduğu tespit edilmiştir.

Öcal ve Kamil (2021) sürdürülebilirlik (ESG) ve geniş tabanlı endekslerin VIX, CDS ve döviz oynaklık endeksi gibi risk göstergelerinden nasıl etkilendiğine dair ampirik bilgiler sağlamayı amaçlamışlardır. Almanya ESG-X, CDAX, Fransa ESG-X, CAC All, Endonezya SRİ-KEHATİ, IDX Kompozit, BİST (Borsa İstanbul) Sürdürülebilirlik ve BİST Tüm fiyat endeksleri incelenmiştir. 4 Kasım 2014 ile 5 Aralık 2019 tarihleri arasındaki günlük veriler kullanılmıştır. Analizde vektör otoregresyon (VAR), Granger

nedensellik ve dürtü yanıt testi kullanılmıştır. Çalışmanın sonuçları, Almanya ESG-X, Fransa ESG-X ve SRİ-Kehati'de yer alan şirketlerin, her ülkenin geniş tabanlı endekslerinde yer alan şirketlerden daha az şoklardan etkilendiğini ortaya koymuştur. Bu sonucun aksine, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne göre şoklardan BİST Tüm Endeksi daha fazla etkilenmiştir. Miktar, kalite ve güvenilirlik açısından daha yüksek ESG skorlarına sahip hisse senetleri daha düşük riske sahip olma eğilimindedir. Nedensellik testi sonuçları, VIX'in geniş tabanlı ve ESG endekslerine diğer risk göstergelerinden daha fazla neden olduğunu ortaya koymuştur.

Korga ve Aslanoğlu (2022), finansal performansın sürdürülebilirlik performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Bunun için 2018-2020 döneminde BİST SE'ye kote edilmiş imalat sanayi sektöründe faaliyet gösteren firmalar örneklem olarak seçilmiştir. Araştırmada bağımlı değişken olarak sürdürülebilirlik performansı, bağımsız değişken olarak finansal performans, kontrol değişkenleri olarak ise kaldıraç oranı, işletme büyüklüğü ve aktif devir hızı seçilmiştir. Sürdürülebilirlik performansı TOPSIS yöntemi kullanılarak hesaplanan sürdürülebilirlik skorları ile ölçülmüştür. Finansal performansın göstergesi olarak ROA ve F/K oranı seçilmiştir. Panel veri analizi yönteminin uygulandığı araştırma sonuçlarına göre sürdürülebilirlik performansı ile finansal performans arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Ancak sürdürülebilirlik performansı ile işletme büyüklüğü arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir.

Özevin (2022), sosyal, çevresel ve ekonomik faktörlerden oluşan kurumsal sürdürülebilirlik performanslarını ölçmek, yani hangi faktörlerin kurumsal sürdürülebilirlik performansı üzerinde ne derece başarılı olduğunu tespit etmek amacıyla çalışma yürütmüştür. Bunun için firmaların sürdürülebilirlik performanslarını ölçmek amacıyla dörder tane sosyal, çevresel ve finansal performans kriteri belirleyerek bu kriterleri bütünleşik Entropi – TOPSİS yöntemiyle incelenmiştir. Araştırma kapsamında 2017-2019 döneminde BİST SE'de yer alan 12 şirketin verileri analiz edilmiştir. Araştırma sonuçları çevresel kriterlerin %26, sosyal kriterlerin %32 ve finansal kriterlerin %42 oranla sürdürülebilirlik performansı üzerinde etkili olduğunu göstermektedir.

Kılıç, Gürler, Kaya ve Lee (2022) gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde sürdürülebilirlik performansının finansal performans üzerindeki etkisini incelemek ve firma büyüklüğünün moderatör etkisini belirlemek amacıyla çalışma yürütmüşlerdir. Sürdürülebilirlik performansı göstergesi olarak şirketlerin Türkiye için BİST Sürdürülebilirlik Endeksi ve Güney Kore için Dow Jones Sürdürülebilirlik Kore Endeksi'nde yer almaları olarak belirlenmiştir. Finansal performans göstergeleri olarak ROE, ROA, ROS ve PD/DD kullanılmıştır. Güney Kore için KOSPI 100 endeksi ve Türkiye için BİST 100 endeksinde yer alan şirketler örneklem olarak seçilmiştir. Panel veri regresyon analizi ve Genelleştirilmiş momentler yönteminin (GMM) kullanıldığı araştırma sonuçlarına göre sürdürülebilirlik performansının finansal performans üzerindeki etkisinin Güney Kore ile Türkiye arasında farklılık göstermektedir. Buna ek olarak, moderatör değişkenin sadece Türkiye için ROA (varlık getirisi) ve Güney Kore için ROE (özkaynak getirisi) ve ROS (satış getirisi) üzerinde önemli bir etkisi vardır. GMM analizinin sonuçları, geçmiş ROA ve ROE değerlerinin Güney Kore için mevcut değerleri istatistiksel ve pozitif yönde etkilediğini göstermektedir. Türkiye için geçmiş ROE, ROS ve OG/BV (Piyasa Değeri/Defter Değeri) mevcut değerleri olumlu yönde etkilemektedir.

Mukhtarov, Yüksel ve Dinçer (2022) ekonomik büyüme, finansal gelişme ve enerji fiyatlarının enerji kullanımı üzerinde etkisi olup olmadığını değerlendirmeyi amaçlamışlardır. Bu çerçevede Türkiye için 1980'den 2019'a kadar olan verilere VECM ve ARDL teknikleri uygulanmıştır. Analizden elde edilen bulgular, finansal gelişmenin yenilenebilir enerji tüketimi üzerinde anlamlı ve pozitif bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bulgulara göre finansal gelişmede yüzde birlik bir artış yenilenebilir enerji tüketiminde %0.21'lik bir artışa yol açmaktadır.

Tanç ve Teksoy (2022) Borsa İstanbul'a kote edilen ve sürdürülebilirlik raporları yayınlayan imalat sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin döngüsel ekonomi çerçevesinde sosyal sürdürülebilirlik-firma performans ilişkisini inceleyerek firma verimliliğinin araştırılması amacıyla çalışma yapmışlardır. Bu kapsamda 2016-2021

döneminde 36 işletme döngüsel ekonomi çerçevesinde sosyal sürdürülebilirlik-finansal performans ilişkisini incelemek amacıyla seçilmiştir. İçerik analizinin kullanıldığı çalışmada sosyal sürdürülebilirliğin kategorileriyle net karlılık oranı arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki tespit edilmiş, ancak ROA ile ROE oranları arasında anlamsız bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Dağtaş ve Seçme (2023) otomotiv sektörünün Kovid-19 pandemisi gibi olağan üstü dönemlerdeki finansal performansını ve ayrıca sürdürülebilirlik endeksinde yer almanın finansal performans üzerindeki etkisini incelemek amacıyla çalışma yapmışlardır. Bu çerçevede otomotiv sektöründe yer alan 23 firmanın 2018-2021 yılları arasındaki bilançoları ve finansal raporları analiz edilmiştir. Finansal performans göstergesi olarak Cari Oran, ROA, ROE, Finansal Kaldıraç, Net Kar Marjı seçilmiştir. Bağımsız gruplar t-testi ve Mann-Whitney U testinin uygulandığı çalışmada şirketlerin sürdürülebilirlik endeksinde yer almalarının finansal performanslarını pozitif yönde etkilediği sonucuna ulaşılmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ÇALIŞMALARININ FİNANSAL PERFORMANS ÜZERİNE ETKİSİ: BİST30 VE BİST SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSLERİNDE YER ALAN ŞİRKETLERİN KARŞILAŞTIRMALI ANALİZİ

4.1. Araştırmanın Kuramı, Amacı ve Önemi

Sürdürülebilirlik kavramı birçok farklı teori ile ilişkilendirilse de genel olarak paydaş teorisi ve hissedar teorisi sürdürülebilirliğin finansal performans üzerindeki etkisine iki farklı açıdan yaklaşmaktadır. Sürdürülebilirlik ile finansal performans arasında pozitif yönlü ilişki olduğu görüşünü destekleyen Paydaş Teorisinin temelleri 1963 yılında Standford Araştırma Üniversitesi tarafından tanımlanan "paydaş" kavramına dayanmaktadır (Parmar vd., 2010: 3). Freeman (1984) tarafından ortaya konulan bu teoriye göre sosyal sorumluluk anlayışını benimseyen işletmelerin yalnızca hissedarlarının menfaatlerini değil tüm paydaşlarının meşru menfaatlerini eşit düzeyde gözetmeleri gerekmektedir. Bu bakımdan işletmelerin başarısı paydaşlarıyla (müşteriler, tüketiciler, devlet, tedarikçiler vb.) olan ilişkilerini yönetme kabiliyeti ile ilişkilidir (Tüm, 2014: 62). Paydaş teorisi paydaşları stratejik olarak yönetmenin işletmelere rekabet üstünlüğü sağlayacağını ve uzun vadeli finansal performanslarını olumlu olarak etkileyeceğini öne sürmektedir (Hacıoğlu Kazak, 2023: 29).

Paydaş Teorisinin aksine sürdürülebilirlik ile finansal performans arasında negatif yönlü ilişki olduğu görüşünü destekleyen Milton Friedman tarafından kurumsal sürdürülebilirliğe artan ilgiyi eleştirmeye yönelik ileri sürülen Friedman Doktrini (1970) veya Hissedar Teorisi işletmelerin tek sosyal sorumluluğunun hissedarların karını maksimize etmek olduğunu savunmaktadır. Bu teoriye göre sürdürülebilirlik faaliyetleri yürüten işletmeler daha fazla maliyete katlanmak zorunda kalacaklardır. Bu durum

işletmelerin finansal performanslarında düşüşe neden olacaktır. Friedman doğrudan kar amacı gütmeyen herhangi bir faaliyetin hissedar değeri üzerinde bir vergi etkisine neden olacağını, bu durumun finansal performansı negatif yönde etkileyeceğini belirtmiştir (Düzer ve Önce, 2018: 98).

Bu bağlamda sürdürülebilirlik faaliyetlerinin işletmelerin finansal performansını arttıracağı görüşünü savunan Paydaş Teorisi ile sürdürülebilirlik faaliyetlerinin neden olacağı maliyetlerin işletmelerin finansal performansını olumsuz etkileyeceği görüşünü savunan Hissedar Teorisi bu araştırmanın kuramsal çerçevesini oluşturmaktadır.

Günümüzde sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri sermaye piyasalarıyla ilişkili tüm kurum ve kuruluşların dikkatini çekmektedir. Özellikle yatırımcılar işletmeleri finansal tablolarının yanı sıra sürdürülebilirlik alanında yaptıkları çalışmalar ile de değerlendirmeye başlamışlardır. Bu nedenle borsalar sürdürülebilirlik alanında daha fazla rol üstlenmektedir. Türkiye'de de Borsa İstanbul tarafından Sürdürülebilirlik Endeksi 2014 yılında hesaplanmaya başlamıştır. Bu bağlamda çalışmanın amacı; 2015Ç1-2022Ç4 dönemleri arasında BİST30 ve BİST Sürdürülebilirlik endekslerinde yer alan firmaların finansal performanslarını istatistiksel ve ekonometrik analizler ile incelemek, sürdürülebilir finansın önemine dikkat çekmek, Türkiye'nin sürdürülebilirlik uygulamalarına yönelik potansiyelini ve bu konudaki çabaların artmasındaki önemini vurgulamaktır. Ayrıca gelişmekte olan bir ülke olan Türkiye'de yürütülen sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkisi ile gelişmiş ülke olan ABD'de yürütülen sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performans üzerindeki etkisini karşılaştırmak da araştırmanın bir diğer amacıdır.

Literatürde yer alan çalışmaları incelediğimizde sürdürülebilirlik ve finansal performans ilişkisini ele alan çalışmalarda her ne kadar pozitif ilişkinin var olduğu ortaya konmuş olsa da ciddi miktarda çalışmada negatif ilişki tespit edilmiş, yine birçok çalışmada anlamlı bir ilişki bulunamamıştır. Bu durum ilişkinin yönü konusunda belirsizliğe neden olmakta, sürdürülebilirlik ile finansal performans arasında bir ilişkinin olup olmadığı sorusu gündemini korumaktadır. Ayrıca yapılan çalışmalar incelendiğinde

genel olarak işletmelerin sürdürülebilirlik performansları ile finansal performansları arasındaki ilişki işletmelerin sürdürülebilirlik endeksine dahil olmadan önceki ve sonraki dönemleri karşılaştırılarak analiz edilmiştir. Sürdürülebilirlik endeksi ile farklı endekslerde yer alan firmaların finansal performans analizinin yapıldığı çalışmalar oldukça sınırlıdır. Ülkemiz literatürüne bakıldığında BİST30 ve BİST Sürdürülebilirlik endekslerinde yer alan firmaların finansal performanslarının karşılaştırmalı analizine rastlanmamıştır. Bu bakımdan yatay kesit ve zaman boyutunu göz önüne alan panel veri analizi kullanılarak yapılan çalışma ile kesin sonuçlar elde edilerek literatüre katkı sağlamak planlanmaktadır. Ayrıca bu çalışmada literatürde rastlanmayan Türkiye ve Amerika'daki sürdürülebilirlik endekslerinde yer alan firmaların finansal performanslarının karşılaştırmalı analizine de yer verilmiştir.

4.2. Araştırmanın Veri Seti ve Örneklemi

Araştırma kapsamında 2015Ç1-2022Ç4 dönemleri arasında BİST30, BİST Sürdürülebilirlik ve Dow Jones Sürdürülebilirlik Kuzey Amerika Bileşik endekslerinde süreklilik arz eden banka dışı sırasıyla 13 şirket, 23 şirket ve 93 şirket ele alınmıştır. Bankalar farklı yapısal özelliklere sahip olmaları nedeniyle finansal tablo sunumları banka dışı işletmelerden farklıdır, bundan dolayı endekslerde yer alan bankalar analize dahil edilmemiştir. Araştırmada finansal performansın ölçütü olarak literatürde yer alan pek çok araştırmada kullanılan oranlardan olan aktif karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) seçilmiştir. Bağımsız değişkenler olarak hisse başına kazanç, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, cari oran, FAVÖK marjı ve aktif devir hızı kullanılmıştır. Bağımsız değişkenler finansal performans ölçütü olarak kullanılan oranlar ile anlamlı ilişkiye sahip olmaları ve araştırmanın yöntemi olan panel veri analizi için sonuçların açıklama düzeyini artırması nedeniyle seçilmiştir. Firmaların ESG skorları yıllık olarak hesaplandığından araştırmanın veri setine dahil edilmemiştir. BİST 30 ve BİST Sürdürülebilirlik endekslerine ait veriler Finnet2000 plus veri tabanı ve Kamuyu Aydınlatma Platformunun (KAP) web sitesinden, DJSI Kuzey Amerika

Endeksine ait veriler ise Thomson Reuters Eikon & Datastream veri tabanından elde edilmiştir. Araştırmanın istatistiksel ve ekonometrik analizleri Stata 15.0 ve Eviews 12 paket programları yardımıyla gerçekleştirilmiştir.

4.3. Araştırmanın Metodolojisi

Yapılan analizlerde genellikle kullanılan veri türleri zaman serisi verileri, yatay kesit verileri ve panel veri dediğimiz zaman serisi ile kesit serilerinin birleşiminden oluşan karma verilerdir (Guajarati 2018: 22). Zaman serisi verileri yıl, ay, hafta, gün vb. zaman ölçütlerine göre değişkenlerin aldığı değerlerin değişimini gösteren serilerdir. Yatay kesit verileri bir değişkenin belirli bir sabit zaman dilimi içinde farklı birimlere göre nasıl değiştiğini gösteren serilerdir. Karma veri de denilen panel veriler ise hem uzamsal hem zamansal boyutta bilgi içeren verilerdir. Yatay kesitte yer alan her bir birimin zaman içinde meydana gelen değişimini analiz etmek için panel veri analizi yönteminin kullanılması hem daha güvenilir hem de sağlıklı sonuçlar elde edilmesine katkı sağlamaktadır. (Sarıkovanlık ve diğerleri, 2020: 167).

Veri türlerine göre panel veriler farklı isimlerle adlandırılmaktadır. Her bir birimin bütün zamanlar boyunca gözlemlendiği panele dengeli panel, bazı birimler için bazı zamanlarda veri kaybının söz konusu olduğu panele dengesiz panel adı verilir. Panel veriler için bir diğer fark veri setinin yatay kesiti zaman boyutundan büyükse kısa panel, tersi söz konusu ise uzun panel olarak adlandırılır (Sarıkovanlık ve diğerleri, 2020: 167-168).

Panel veri kullanımının avantajları aşağıda özetlenmiştir (Baltagi, 2005:4):

- Bireysel farklılıkları tespit eder. Panel veriler ülkelerin, firmaların veya bireylerin heterojen olduklarını öne sürer.

- Panel verileri daha fazla değişkenlik, daha bilgilendirici veriler, değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorununun daha az olmasına, daha fazla verimliliğe ve daha fazla serbestlik derecesine imkan tanır.
- Ayarlama dinamiklerini daha iyi analiz edebilmek adına panel verileri kullanılır.
- Panel verileri, salt zaman serisi veya salt kesit verilerinde gözlemlenemeyen etkileri daha iyi ifade edebilir ve ölçebilir.
- Panel veri modelleri, bütünüyle zaman serisi veya yatay kesit verilerine kıyasla daha karmaşık davranış modelleri oluşturmayı ve analiz etmeyi mümkün kılar.
- Mikro panel verileri, bireyler, haneler ve firmalar üzerinde toplanan verileri, benzer makro düzeyde ölçülen değişkenlere göre daha doğru bir şekilde ölçebilir. Bu veriler, firmalar veya bireyler arasındaki kümelenmeye bağlı önyargıları azaltabilir veya tamamen ortadan kaldırabilir.
- Makro panel verilerinin ise daha uzun bir zaman serisi vardır ve bu veriler, zaman serisi analizi dahilindeki birim kök testleri sorununun tersine, birim kök testlerinin standart olmayan dağılımlarının olduğunu göstermektedir.

Genel anlamda bir panel veri denklemi (Sarıkovanlık ve diğerleri, 2020: 168);

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{it} + u_{it} \qquad i = 1,2,..., N;\ t = 1,2, ..., T$$

şeklinde ifade edilir. Burada Y bağımlı değişken, X_{it} bağımsız değişken(ler), β_0 sabit parametre, β_1 eğim parametresi, u_{it} hata terimidir. i alt indisi yatay kesit verilerini t alt indisi ise zaman verilerini ifade eder.

Panel veri seti zaman serisi değerlerini de kapsadığından panel veri analizine başlamadan önce serinin zaman içinde durağanlığı test edilmelidir. Eğer serilerin ortalaması ve varyansı zamanla değişmezken, kovaryansları zamanlar arası farka bağlı

olarak değişiyorsa, bu durumda seriler durağandır. Yani seriler birim kök içermemektedir. Eğer analizler durağan olmayan serilerle gerçekleştirilirse sahte regresyon problemi meydana gelir. Birim kök elde edilen sonuçların geçerliliğini ve güvenilirliğini azaltır. Panel veri birim kök testleri birinci kuşak panel birim kök testleri, ikinci kuşak panel birim kök testleri ve yapısal kırılmalı panel birim kök testleri olarak üçe ayrılmaktadır. Panel veri birim kök testlerinin gruplandırılmasında birimler arası korelasyon da denilen yatay kesit bağımlılığının varlığına bakılmaktadır. Yatay kesit bağımlılığının söz konusu olmadığı takdirde birinci kuşak panel veri birim kök testleri kullanılmaktadır. Bu testlerden bazıları, Breitung (2000), Levin, Lin, Chu (2002), Im, Pesaran ve Shin (1997), Hadri (2000) ve Fisher- ADF & Philips Perron testleridir. Yatay kesit bağımlılığının var olduğu durumlarda ise ikinci kuşak panel birim kök testlerinden yararlanılmaktadır. Bu testlerden bazıları; Pesaran (2004), Moon ve Perron, Bai ve Ng, Breitung and Das, Chang, Choi, Philips ve Sul birim kök testleridir (Sarıkovanlık ve diğerleri, 2020: 185-186).

Panel veri serilerinin durağanlığı test edildikten sonra hangi panel veri modelinin kullanılacağına karar verilmelidir. Panel veri analizi ile yapılan çalışmalarda genellikle havuzlanmış en küçük kareler (EKK) modeli, sabit etikler modeli ve tesadüfi etkiler modeli kullanılmaktadır. Havuzlanmış EKK modeli birim ve/veya zaman etkilerinin bulunmadığı ve sabit ve eğim parametrelerinin değişmediği varsayımıyla tahmin yapan bir modeldir (Yerdelen Tatoğlu, 2021: 41). Panel veri modellemesinde her bir birimde gözlemlenemeyen birim etkiler söz konusu olabilmektedir. Eğer bu etkiler hata terimi gibi tesadüfi değişken olarak kabul ediliyorsa tesadüfi etki söz konusudur. Söz konusu etkiler her bir yatay kesit gözlem için tahmin edilen parametre olarak kabul ediliyorsa sabit etki söz konusudur (Sarıkovanlık ve diğerleri, 2020: 170). Ayrıca tesadüfi etkiler modelinde birim etkiler ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyonun olmadığı varsayımı geçerli iken sabit etkiler modelinde söz konusu korelasyonun sıfırdan farklı olmasına izin verilmektedir (Yerdelen Tatoğlu 2021: 79).

Havuzlanmış en küçük kareler, sabit etki veya tesadüfi etki modellerinden hangisinin daha tutarlı sonuçlar verdiğini anlamak için birtakım testlerin uygulanması gerekmektedir. F Testi kurulan model için havuzlanmış EKK modeli ile sabit etkiler

modeli arasından hangisinin daha uygun olduğunu ortaya koyan testtir. H_0 hipotezi iki modelin hata kareleri toplamı bakımından farklılık olmadığını ifade ederken H_1 hipotezi tam tersini ifade eder. H_0 hipotezinin reddedilmesi sabit etkiler modelinin uygulanmasının daha uygun olacağını ifade eder (Güriş, 2018: 36).

Breusch Pagan (1980) testi, panel veri modelinde birim etkilerin varyansının sıfır olması durumunda model EKK yöntemi kullanılarak analiz edilebilir, aksi halde tesadüfi etkiler modeli kullanılmalıdır (Güriş, 2018: 71). H_0 hipotezinin kabul edilmesi model için havuzlanmış en küçük kareler modelinin uygulanmasını işaret ederken H_0 hipotezinin reddi modelde zaman, birim veya zaman ve birim etkilerin olduğuna, yani tesadüfi etkiler modelinin uygulanmasına işaret eder.

F Testi ve Breusch Pagan LM Testi sonucunda zaman ya da birim etkilerin varlığı ortaya çıkmışsa bu etkilerin rassal mı sabit mi olduğu test edilmelidir. Sabit etki ve tesadüfi etki yaklaşımlarından hangisinin model için uygun olduğunu anlamak için Hausman (1978) testi uygulanmaktadır. Sabit ve tesadüfi etki modelleri arasındaki bir önemli fark, birim etkiler ile bağımsız değişkenler arasında korelasyonun var olup olmamasıdır. Korelasyonun olmaması durumunda rassal etki modelini kullanmak daha uygundur. Hausman testinin boş hipotezi yani H_0 hipotezi rassal etkinin daha uygun olduğunu ifade ederken alternatif hipotez (H_1) sabit etkinin daha uygun olduğunu ifade eder (Sarıkovanlık ve diğerleri, 2020: 170).

Panel veri modellerinde hata teriminin birim içinde ve birimlere göre eşvaryanslı (homoskedastik) olduğu kabul edilmektedir. Bunun yanında hata terimlerinin dönemsel ve uzamsal korelasyonlu olmadığı, yani otokorelasyonsuz ve birimler arası korelasyonsuz oldukları da varsayılmaktadır. Bu varsayımların göz ardı edilerek analizlerin yapılması parametre varyanslarında dolayısıyla standart hatalarda sapmaya neden olacağından etkinliği bozmaktadır. Bu şekilde t istatistikleri ve güven aralıkları da doğruluğunu yitirmektedir. Bundan dolayı ilk olarak bu sorunların varlıkları test edilmeli, var olmaları durumunda uygun yöntemler kullanılarak analiz yapılmalıdır (Yerdelen Tatoğlu, 2021: 227, 229)

Klasik modelde heteroskedastisite sorununun olup olmadığı Breusch Pagan/Cook-Weisberg testi, White testi, Hall-Pagan testi ile sınanmaktadır. Otokorelasyon sorunu ise Wooldridge testi, Breusch Godfrey LM testi ve Durbin-Watson testi ile araştırılmaktadır. Sabit etkiler modelinde heteroskedastisite probleminin varlığı Değiştirilmiş Wald Testi ile sınanmaktadır. Otokorelasyon sorunu Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson testi, Sapması Düzeltilmiş LM testi ve Sapması Düzeltilmiş Q testi ile sınanmaktadır. Tesadüfi etkiler modelinde heteroskedastisite sorunu Levene, Brown ve Forsythe testi, Breusch Pagan Lagrange Çarpanı testi ile sınanmaktadır. Otokorelasyon sorunu ise Baltagi-Wu'nun Yerel En İyi Değişmez testi ve Bhargava, Franzini ve Narendranathan'ın Durbin-Watson testi ile sınanmaktadır (Yerdelen Tatoğlu, 2021).

Panel veri modellemesinde heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunundan en az bir tanesinin olması halinde hata teriminin varyans-kovaryans matrisi kalıntı varyansı ile birim matrisinin çarpımına eşit olmayacaktır. Bu durum t ve F istatistiklerinin, standart hataların, güven aralığının ve R^2'nin doğruluğunu etkilemektedir. Bu nedenle modelde bu sorunlardan en az birinin olması durumunda parametre tahminlerini değiştirmeden standart hatalar düzeltilmeli yani dirençli standart hatalar kullanılmalıdır (Yerdelen Tatoğlu, 2021: 327). Dirençli standart hatalardan bazıları, Huber, Eicker ve White Tahmincisi, Wooldridge Tahmincisi, Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi, Beck-Katz Tahmincisi, Newey-West Tahmincisi, AR(1) Kalıntılı Doğrusal Regresyon Modeli ve Driscoll-Kraay Tahmincisidir (Yerdelen Tatoğlu, 2021).

4.4. Araştırmanın Hipotezleri ve Modelleri

Araştırmanın hipotezleri araştırmanın amacı ve önemi doğrultusunda aşağıdaki gibi oluşturulmuştur;

H_1: BİST 30 endeksinde yer alan firmaların aktif karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_2: BİST 30 endeksinde yer alan firmaların özsermaye karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_3: BİST SE endeksinde yer alan firmaların aktif karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_4: BİST SE endeksinde yer alan firmaların özsermaye karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_5: DJSI NA endeksinde yer alan firmaların aktif karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.

H_6: DJSI NA endeksinde yer alan firmaların özsermaye karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.

Araştırma kapsamında oluşturulan hipotezlerin geçerliliğini test edebilmek için aşağıdaki iki model oluşturulmuştur:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HBK_{i,t} + \beta_2 FKO_{i,t} + \beta_3 PD/DD_{i,t} + \beta_4 KALDIRAC_{i,t} + \beta_5 LN_AKTIF_{i,t} + \beta_6 CARI_{i,t} + \beta_7 FAVOK_{i,t} + \beta_8 ADH_{i,t} + u_{it} \quad \textbf{(Model 1)}$$

$$ROE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 HBK_{i,t} + \beta_2 FKO_{i,t} + \beta_3 PD/DD_{i,t} + \beta_4 KALDIRAC_{i,t} + \beta_5 LN_AKTIF_{i,t} + \beta_6 CARI_{i,t} + \beta_7 FAVOK_{i,t} + \beta_8 ADH_{i,t} + u_{it} \quad \textbf{(Model 2)}$$

Denklemlerde bağımlı değişken olarak aktif karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) yer alırken, bağımsız değişkenler, hisse başına kazanç (HBK), fiyat/kazanç oranı (FKO), piyasa değeri/defter değeri (PD/DD), kaldıraç oranı (KALDIRAC), firma

büyüklüğü (LN_AKTIF), cari oran (CARI), FAVÖK marjı (FAVOK) ve aktif devir hızıdır (ADH). i alt indisi işletmeleri ifade ederken t alt indisi çeyrek yılları ifade eder.

Aşağıda yer alan Tablo 4'te Model 1 ve Model 2'de kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ait formüller gösterilmiştir.

Tablo 4: Model 1 ve Model 2'de Yer alan Değişkenlere Ait Bilgiler

Panel A: Bağımlı Değişken	**Formülü**
Aktif Karlılığı (ROA)	ROA= FAVÖK / Toplam Aktifler
Özsermaye Karlılığı (ROE)	ROE = Net Kar / Özsermaye
Panel B: Bağımsız Değişken	**Formülü**
Hisse Başına Kazanç	HBK= Net Kar / Toplam Hisse Senedi Sayısı
Fiyat/Kazanç Oranı	FKO= Hisse Senedi Fiyatı / Hisse Başına Kazanç
Piyasa Değeri /Defter Değeri Oranı	PD/DD= Piyasa Değeri / Özkaynak Defter Değeri
Kaldıraç Oranı	KALDIRAC= Toplam Borç / Toplam Aktif
Firma Büyüklüğü	LN_AKTIF=Toplam aktiflerin doğal logaritmaları
Cari Oran	CARI=Dönen Varlıklar / Kısa Vadeli Borçlar
FAVÖK Marjı	FAVOK= FAVÖK/Net Satışlar
Aktif devir hızı	ADH=Net satışlar/Toplam varlıklar

4.5. Bulgular

Araştırmada kurulan temel hipotezlerin test edilmesine başlamadan önce modele ilişkin tanımlayıcı istatistiklere ve korelasyon matrislerine yer verilmiştir. Daha sonra uygun panel veri modellerinin seçimi için testler yapılmıştır. Son olarak modele ilişkin panel veri analizi yöntemi kullanılarak elde edilen sonuçlar yorumlanmıştır.

4.5.1. BİST 30 Endeksi İçin Modelde Yer Alan Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Panel veri analizi kapsamında BİST30 Endeksi için modelde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 5'te gösterilmiştir.

Tablo 5: BİST 30 Endeksi İçin Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem Sayısı
ROA	0.0410151	0.0999102	-0.0646665	1.930749	416
ROE	0.1891536	0.2621696	-0.937	1.2287	416
HBK	1.731457	5.568819	-19.28	69.41	416
FKO	30.46762	1244.856	-13650	15500	416
PD/DD	3.048798	4.064138	0.29	42.99	416
KALDIRAC	0.5348604	0.2236984	0.0763069	0.9365325	416
LN_AKTIF	22.4967	1.155994	19.04201	25.28556	416
CARI	2.723245	3.431271	0.35	21.39	416
FAVOK	0.2590512	0.2271301	-0.4118	0.15329	416
ADH	0.8876202	0.9900553	0.0074005	8.82	416

Model 1 ve Model 2'de yer alan değişkenlere ait tanımlayıcı istatistikler Tablo 5'te gösterilmiştir. 416 gözlemden oluşan veri setinde kayıp gözlemler bulunmadığından bu veri seti dengeli panele uygun olmaktadır. 2015Ç1-2022Ç4 döneminde BİST 30 endeksinde yer alan şirketlere ait ortalama aktif karlılığı %4, özsermaye karlılığı ise %19 düzeyindedir. Örneklemdeki işletmelere ait ortalama kaldıraç oranı %53.4'tür. Bu oran

işletmelerin varlıklarının yarısından fazlasını borç ile finanse ettiğini göstermektedir. İşletmelere ait ortalama cari oran ise 2.7'dir. Önemli bir likidite göstergesi olan cari oranın 1'in üzerinde olması işletmelerin kısa vadeli borçlarını ödemede güçlük yaşamadığını gösterir. Değişkenlere ait standart sapma değerleri ve diğer istatistiki bulgular tabloda ayrıntılı şekilde gösterilmiştir. Hisse başına kazanç, piyasa değeri/defter değeri oranı, FAVÖK marjı ve aktif devir hızı gibi değişkenlere ait minimum ve maksimum değerleri arasındaki farkın büyük olması endekste yer alan işletmelerin farklı sektörlerde faaliyet göstermesinden kaynaklanmaktadır.

4.5.2. BİST30 Endeksi İçin Modellere İlişkin Korelasyon Analizleri

ROA ve ROE bağımlı değişkenleri ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin gücünü ve yönünü belirlemek için korelasyon testleri yapılmıştır. Sonuçlar Tablo 6 ve Tablo 7'de gösterilmiştir. Her iki tabloda görüldüğü gibi KALDIRAC ve CARI değişkenleri arasındaki korelasyon katsayısı -0.8398'dir. Gujarati ve Porter (2009)'ın önerdiği kritik değer olan 0.80'den yüksektir. Bu durum çoklu doğrusal bağlantı problemine işaret etmektedir. Çoklu doğrusal bağlantı problemi olup olmadığı panel veri analizi kapsamında etkinliği bozan varsayımlar ile birlikte test edilmiştir.

Tablo 6: Model 1 Korelasyon Matrisi (BİST 30)

	ROA	HBK	FKO	PDDD	KALDIRAC	LN_AKTIF	CARI	FAVOK	ADH
ROA	1.0000								
HBK	0.1433	1.0000							
FKO	-0.0106	-0.0039	1.0000						
PDDD	0.0172	0.0521	0.0839	1.0000					
KALDIRAC	-0.1653	-0.2508	0.0006	0.2924	1.0000				
LN_AKTIF	0.0181	0.1700	-0.0160	0.0863	0.0935	1.0000			
CARI	0.1244	0.2483	-0.0096	-0.1827	-0.8398	-0.0644	1.0000		
FAVOK	0.2060	0.2610	-0.0279	-0.1464	-0.6342	0.0291	0.5493	1.0000	
ADH	0.0264	0.0728	0.0050	0.3925	0.2652	0.0432	-0.2355	-0.3504	1.0000

Tablo 6 incelendiğinde aktif karlılığı ile hisse başına kazanç (0.1433), piyasa değeri/defter değeri (0.0172), aktif büyüklüğü (0.0181), cari oran (0.1244), favök marjı (0.2060) ve aktif devir hızı (0.0264) arasında zayıf ve pozitif yönlü, aktif karlılığı ile fiyat/kazanç oranı (-0.0106) ve kaldıraç oranı (-0.1653) arasında zayıf ve negatif yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir.

Tablo 7: Model 2 Korelasyon Matrisi (BİST 30)

	ROE	HBK	FKO	PDDD	KALDIRAC	LN_AKTIF	CARI	FAVOK	ADH
ROE	1.0000								
HBK	0.4524	1.0000							
FKO	-0.0022	-0.0039	1.0000						
PDDD	0.2461	0.0521	0.0839	1.0000					
KALDIRAC	-0.2382	-0.2508	0.0006	0.2924	1.0000				
LN_AKTIF	0.1672	0.1700	-0.0160	0.0863	0.0935	1.0000			
CARI	0.0899	0.2483	-0.0096	-0.1827	-0.8398	-0.0644	1.0000		
FAVOK	0.2465	0.2610	-0.0279	-0.1464	-0.6342	0.0291	0.5493	1.0000	
ADH	0.3048	0.0728	0.0050	0.3925	0.2652	0.0432	-0.2355	-0.3504	1.0000

Tablo 7 incelendiğinde özsermaye karlılığı ile hisse başına kazanç (0.4524) ve aktif devir hızı (0.3048) arasında orta derecede ve pozitif yönlü, özsermaye karlılığı ile fiyat/kazanç oranı (-0.0022), kaldıraç oranı (-0.2382) arasında zayıf ve negatif yönlü, özsermaye karlılığı ile piyasa değeri/defter değeri (0.2461), aktif karlılığı (0.1672), cari oran (0.0899) ve favök marjı (0.2465) arasında ise zayıf ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu görülmektedir.

4.5.3. BİST 30 Endeksi İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Panel veriler birim boyutunun yanı sıra zaman boyutuna da sahip olan verilerdir. Bu nedenle veriyi meydana getiren sürecin tespiti için serinin durağanlığının test edilmesi gerekmektedir. Panel birim kök testleri ile zaman serisi birim kök testleri arasındaki fark, panel verilerin hem yatay kesit hem de zaman boyutu sebebiyle asimptotik davranış sergileme ihtimalinin olmasıdır. Panel verilerde birimler arası korelasyonun varlığında

testlerin asimptotik özellikleri bundan etkilenecektir. Bundan dolayı yatay kesit bağımlılığının var olup olmamasına göre farklı birim kök testleri kullanılmaktadır. Yatay kesit bağımlılığının yokluğunda birinci kuşak birim kök testleri kullanılırken yatay kesit bağımlılığının varlığında ise ikinci kuşak birim kök testleri kullanılmaktadır (Güriş, 2018: 261-262). Bu nedenle analiz kapsamında öncelikle değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı olup olmadığı Breusch Pagan LM Testi kullanılarak araştırılmıştır.

H_0: $Cov(u_{it}, u_{jt}) = 0$ tüm t'ler için $i \neq j$, Yatay kesit bağımlılığı yoktur

H_1: $Cov(u_{it}, u_{jt}) \neq 0$ tüm t'ler için $i \neq j$, Yatay kesit bağımlılığı vardır.

Tablo 8: BİST 30 Endeksi İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişkenler	İstatistik	Olasılık (p)
ROA	169.1566	0.0000
ROE	384.6292	0.0000
HBK	891.8797	0.0000
FKO	96.95793	0.0718
PD/DD	591.8322	0.0000
KALDIRAC	537.0221	0.0000
LN_AKTIF	2237.004	0.0000
CARI	313.0468	0.0000
FAVOK	286.6688	0.0000
ADH	497.3479	0.0000

Çalışmanın zaman boyutunun yatay kesit boyutundan daha büyük olması nedeniyle (T=32>N=13) modelde yer alan değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığının

varlığı Breusch Pagan LM testi kullanılarak araştırılmıştır (Pesaran, 2004: 4). Tablo 8'de yer alan analiz sonuçlarına göre ROA, ROE, HBK, FKO, PD/DD, KALDIRAC, LN_AKTIF, CARI, FAVOK ve ADH değişkenlerinin olasılık değerleri kritik değerden (0.05) küçük olduğundan, H_0 hipotezi reddedilmektedir (0.0000<0.05). Yani bu değişkenler için yatay kesit bağımlılığı sorunu söz konusudur. Diğer taraftan FKO değişkenin olasılık değeri kritik değerden büyük olduğundan (0.0718>0.05) H_0 hipotezi reddedilememektedir, yani bu değişken için yatay kesit bağımlılığı sorunu bulunmamaktadır. Durağanlık analizi yapılırken yatay kesit bağımlılığı olan değişkenler için ikinci kuşak birim kök testi kullanılırken, yatay kesit bağımlılığı olmayan FKO değişkeni için birinci kuşak birim kök testi kullanılmıştır.

Seriler arasında yatay kesit bağımlılığı sorunu olduğundan durağanlık analizi literatürde yer alan ikinci kuşak birim kök testlerinden Pesaran (2003) testi uygulanmıştır. Birim kök testi için aşağıdaki gibi hipotezler kurulmuştur:

H_0: Birim kök vardır, seri durağan değildir.

H_1: Birim kök yoktur, seri durağandır.

Pesaran Birim Kök Testi sonuçları Tablo 9'da gösterilmiştir. ROA değişkeni haricinde diğer değişkenlerin olasılık değerleri kritik değerden (0.05) büyük olduğundan H_0 hipotezi reddedilememektedir. Yani ROE, HBK, PD/DD, KALDIRAC, LN_AKTIF, CARI, FAVOK ve ADH değişkenleri düzeyde durağan değildir.

Tablo 9: BİST 30 Endeksi İçin Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	İstatistik Z(t-bar)	Olasılık (p)
ROA	-3.612	0.000
ROE	-0.655	0.256
HBK	5.423	1.000
PD/DD	0.791	0.785
KALDIRAC	1.857	0.968
LN_AKTIF	1.396	0.919
CARI	-1.138	0.127
FAVOK	-0.565	0.286
ADH	-0.678	0.249

Düzeyde durağan olmayan değişkenlerin birinci farkları alındıktan sonra yeniden birim kök testi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 10'da gösterilmiştir.

Tablo 10: BİST 30 Endeksi İçin Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları (Birinci Farkları Alındığında)

Değişkenler	İstatistik Z(t-bar)	Olasılık (p)
dROE	-5.787	0.000
dHBK	-2.119	0.017
dPD/DD	-7.610	0.000
dKALDIRAC	-7.684	0.000
dLN_AKTIF	-5.929	0.000
dCARI	-9.438	0.000
dFAVOK	-8.616	0.000
dADH	-7.045	0.000

Tablo 10 incelendiğinde değişkenlerin birinci farkları alındığında olasılık değerlerinin kritik değerden (0.05) küçük olduğu görülmektedir. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilmektedir yani değişkenler birinci farkta durağan hale gelmiştir. Yatay kesit bağımlılığı sorunu olmayan FKO değişkeninin durağanlığı birinci kuşak birim kök testlerinden Im, Pesaran ve Shin Birim Kök Testi kullanılarak analiz edilmiştir.

Tablo 11: BİST 30 Endeksi İçin FKO Değişkeni Im, Pesaran ve Shin Birim Kök Testi Sonuçları

Değişken	İstatistik	Olasılık (p)
FKO	-6.11476	0.0000

Tablo 11 incelendiğinde FKO değişkeninin olasılık değeri kritik değerden küçüktür (0.000<0.05). Bu durumda H_0 hipotezi reddedilmektedir, yani FKO değişkeni düzeyde durağandır. Bütün değişkenlerin durağanlık analizi yapıldıktan sonra Model 1 için panel veri modellerinden havuzlanmış EKK, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin en uygun model olduğunu belirlemek için sırasıyla F testi, Breusch Pagan LM testi ve Hausman testi uygulanmıştır. Sabit Etkiler Modeli için birim, zaman veya hem birim hem zaman etkisinin bulunup bulunmadığını test etmek için F Testi kullanılırken, Tesadüfi Etkiler Modeli için birim, zaman veya hem birim hem zaman etkisinin bulunup bulunmadığını test etmek için Breusch Pagan LM Testi kullanılmaktadır. Hausman (1978: 1269) Spesifikasyon Testi, sabit ve tesadüfi etkiler modelleri arasından seçim yapılması gerektiğinde hangi modelin optimal olduğuna karar vermek için kullanılmaktadır. İlgili testlerin sonuçları Tablo 12'de gösterilmiştir.

Tablo 12: BİST 30 Endeksi için F Testi, Breush Pagan LM Testi ve Hausman Testi Sonuçları (Model 1)

Testler		**Test İstatistiği**	**Olasılık Değeri**
F Testi	Birim Etkisi	2.26	0.0088
	Zaman Etkisi	0.84	0.7156
Breush Pagan LM Testi	Birim Etkisi	7.30	0.0034
	Zaman Etkisi	0.00	1.0000
Hausman Spesifikasyon Testi		8.62	0.2808

Tablo 12'de yer alan F testi sonuçlarına göre, "tüm birim etkilerin sıfıra eşit" olduğu ve "tüm zaman etkilerin sıfıra eşit" olduğu hipotezleri altında (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 180-181) tek yönlü birim sabit etkiler modelinin geçerli olduğu görülmektedir (0.0088<0.05). Ayrıca, Breush Pagan LM testinde elde edilen sonuçlara göre, "birim etkilerin varyansının sıfıra eşit" olduğu ve "zaman etkilerin varyansının sıfıra eşit" olduğu hipotezleri altında (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 186, 190) tek yönlü birim tesadüfi etkiler modelinin geçerli olduğu saptanmıştır (0.0034<0.05). Sabit ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin optimal olduğuna karar vermek için uygulanan Hausman Spesifikasyon Testi sonucuna göre tesadüfi etkiler modelinin geçerliliğini savunan H_0 hipotezi, hesaplanan olasılık değeri kritik değerden büyük olduğundan (0.2808>0.05) reddedilememekte ve Model 1 için tek yönlü birim tesadüfi etkiler modelinin uygun bir tahminci olduğu sonucuna varılmaktadır.

ROA modeli için tek yönlü birim tesadüfi etkiler modelinin uygunluğunun tespit edilmesinden sonra modelin temel varsayımlarının test edilmesi gerekmektedir. Bunun için modelde etkinliği bozan heteroskedastisite (değişen varyans), otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı ve ayrıca çoklu doğrusal bağlantı problemlerinin var olup olmadığı test edilmiştir.

Model 1 için bağımsız değişkenler arasındaki doğrusal ilişkinin varlığı, varyans büyüme faktörü (VIF) kriteri kullanılarak test edilmiştir. Tablo 13'te yer alan sonuçlara bakıldığında Model 1'de yer alan tüm bağımsız değişkenlerin VIF değerleri 5'ten küçüktür. Bu durumda değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı problemi olmadığı söylenebilir.

Tablo 13: BİST 30 Endeksi İçin Model 1'de Yer Alan Değişkenlerin VIF Sonuçları

Değişkenler	**VIF**	**1/VIF**
dKALDIRAC	1.12	0.8897
dCARI	1.06	0.9421
dPDDD	1.05	0.9531
dLN_AKTIF	1.03	0.9705
dHBK	1.03	0.9755
dFAVOK	1.02	0.9835
FKO	1.01	0.9879
dADH	1.01	0.9944
Ortalama VIF Değeri	1.04	

Heteroskedastisite incelemesi Levene, Brown ve Forsythe testi, otokorelasyonun varlığı Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI testi, birimler arası korelasyon olup olmadığı ise Friedman testi yardımıyla yapılmış, analiz sonuçları Tablo 14'te gösterilmiştir.

Tablo 14: BİST 30 Endeksi İçin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları (Model 1)

Testler	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Levene, Brown ve Forsythe Testi	W0= 2.9659893	0.00056384
	W50= 1.0337074	0.41667451
	W10= 1.0545898	0.39779559
Durbin-Watson	2.001551	
Baltagi-Wu LBI	2.014436	
Friedman Testi	49.016	0.0000

Tablo 14'te yer alan Model 1 için Levene, Brown ve Forsythe testi sonuçlarına bakıldığında W0 test istatistiğinin olasılık değeri kritik değerden küçük olduğundan (0.00056384<0.05) "H_0: Birimlerin varyansları eşittir" hipotezi reddedilmektedir, dolayısıyla modelde heteroskedastisite vardır. Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI sonuçlarına bakıldığında her iki testte hesaplanan değerler kritik değer 2'den büyüktür, bu durumda Model 1 için birinci dereceden otokorelasyon problemi bulunmamaktadır. Friedman test sonucuna göre hesaplanan olasılık değeri kritik değerden küçük olduğundan (0.0000<0.05) H_0 hipotezi reddedilerek birimler arası korelasyonun var olduğu anlaşılmaktadır.

Çoklu doğrusal bağlantı, heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunlarının test edilmesinin ardından modelin tahmini için en uygun dirençli tahminci seçilmiştir. Kurulan modelde hem heteroskedastisite hem de yatay kesit bağımlılığı sorunları olduğundan tesadüfi etkiler modeli için kullanılabilen, büyük T ve N durumunda bile heteroskedastisite mevcudiyetinde tutarlı, dönemsel ve uzamsal korelasyonun genel formlarında dirençli standart hatalar üretebilen Driscoll-Kraay Tahmincisi kullanılmıştır (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 359). Elde edilen sonuçlar Tablo 15'te gösterilmiştir.

Tablo 15: BİST 30 Endeksi İçin Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (Model 1)

ROA	Katsayı	Standart Hata	T	P>|t|
dHBK	0.0017	0.0008	1.97	0.058 **
FKO	-0.0000	0.0000	-0.37	0.716
dPDDD	0.0012	0.0006	1.91	0.066 **
dKALDIRAC	-0.0015	0.0673	-0.02	0.982
dLN_AKTIF	0.1256	0.0391	3.21	0.003*
dCARI	0.0034	0.0033	1.02	0.314
dFAVOK	0.0326	0.0205	1.59	0.123
dADH	0.0015	0.0019	0.78	0.442
Sabit Terim	0.0304	0.0060	5.07	0.000
R^2	0.0226			
Wald İstatistiği	74.43			0.000
Gözlem Sayısı	403			

*** %1 anlamlılık düzeyini,**
**** %10 anlamlılık düzeyini ifade eder.**

Tablo 15'te yer alan ROA modelinin Wald istatistik değerine bakıldığında modelin olasılık değerinin 0.05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir (0.000<0.05). Bu durum modelde yer alan değişkenlerden en az bir tanesinin finansal performansta meydana gelen değişimi yeterli açıklama gücüne sahip olduğunu göstermektedir. Modelin R^2 değeri 0.0226'dır. Dolayısıyla R^2 değerinin modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin %2.26'sını açıklayabildiği görülmektedir.

Modelin sonuçları detaylı incelendiğinde aktif büyüklüğü değişkeninin 0.01 anlamlılık düzeyinde işletmelerin aktif karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü etkisi olduğu tespit edilmiştir. Hesaplanan katsayı değeri incelendiğinde aktif büyüklüğünde meydana gelecek bir birimlik artış aktif karlılığında 0.1256 birimlik bir artışa neden olacaktır. Ayrıca 0.10 anlamlılık düzeyinde aktif karlılığı ile hisse başına kazanç, piyasa değeri/defter değeri oranı arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu gözlemlenmektedir. Hesaplanan katsayı değerlerine bakıldığında hisse başına kazançta meydana gelecek bir birimlik artış, aktif karlılığında 0.0017 birimlik bir değişime yol açacaktır. Diğer yandan piyasa değeri/defter değeri oranında meydana gelecek bir birimlik artış, aktif karlılığında 0.0012 birimlik bir değişime neden olacaktır. Buna karşılık

fiyat/kazanç oranı, kaldıraç oranı, cari oran, favök marjı ve aktif devir hızı değişkenlerinin aktif karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir.

Model 2 için panel veri modellerinden havuzlanmış EKK modeli, sabit etkiler modeli ve tesadüfi etkiler modelinden hangisinin en uygun model olduğunu belirlemek için sırasıyla F testi, Breusch Pagan LM testi ve Hausman testi uygulanmıştır. İlgili testlerin sonuçları Tablo 16'da gösterilmiştir.

Tablo 16: BİST 30 Endeksi için F Testi, Breush Pagan LM Testi ve Hausman Testi Sonuçları (Model 2)

Testler		**Test İstatistiği**	**Olasılık Değeri**
F Testi	Birim Etkisi	0.24	0.9964
	Zaman Etkisi	2.20	0.0004
Breush Pagan LM Testi	Birim Etkisi	0.00	1.0000
	Zaman Etkisi	14.60	0.0001
Hausman Spesifikasyon Testi		4.54	0.7161

Tablo 16 incelendiğinde F testinde "tüm birim etkilerin sıfıra eşit" olduğu ve "tüm zaman etkilerin sıfıra eşit" olduğu hipotezleri altında tek yönlü zaman sabit etkiler modeli geçerlidir (0.0004<0.05). Breush Pagan LM testinde elde edilen sonuçlara göre, "birim etkilerin varyansının sıfıra eşit" olduğu ve "zaman etkilerin varyansının sıfıra eşit" olduğu hipotezleri altında tek yönlü zaman tesadüfi etkiler modeli geçerlidir (0.0001<0.05). Sabit ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin optimal olduğuna karar vermek için uygulanan Hausman Spesifikasyon Testi sonucuna göre tesadüfi etkiler modelinin geçerliliğini savunan H_0 hipotezi, hesaplanan olasılık değeri kritik değerden büyük olduğundan (0.7161>0.05) reddedilememekte ve Model 2 için tek yönlü zaman tesadüfi etkiler modelinin uygun bir tahminci olduğu sonucuna varılmaktadır.

ROE modeli için tek yönlü zaman tesadüfi etkiler modelinin uygunluğunun tespit edilmesinden sonra modelde etkinliği bozan heteroskedastisite (değişen varyans), otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı problemlerinin varlığı test edilmiştir. Bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin var olup olmadığı Model 1 için test edilmiş ve bu sorunun olmadığı gözlemlenmişti. Aynı bağımsız değişkenler Model 2 için de kullanıldığından tekrar test edilmemiştir.

Modelde heteroskedastisite problemi olup olmadığı Levene, Brown ve Forsythe testi, otokorelasyonun sorunu Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI testi, birimler arası korelasyon olup olmadığı ise Friedman testi yardımıyla yapılmış, analiz sonuçları Tablo 17'de gösterilmiştir.

Tablo 17: BİST 30 Endeksi İçin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları (Model 2)

Testler	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Levene, Brown ve Forsythe Testi	W0= 1.7941656	0.00737897
	W50= 1.0046333	0.46277257
	W10= 1.3475801	0.10880015
Durbin-Watson	1.9450194	
Baltagi-Wu LBI	2.021256	
Friedman Testi	44.064	0.0000

Tablo 17'de yer alan Model 2 için Levene, Brown ve Forsythe testi sonuçlarına bakıldığında W0 test istatistiğinin olasılık değeri kritik değerden düşük olduğundan (0. 0.00737897<0.05) "H_0: Birimlerin varyansları eşittir" hipotezi reddedilmektedir, dolayısıyla modelde heteroskedastisite vardır. Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI sonuçlarına bakıldığında, Durbin-Watson testi için hesaplanan değer kritik değer 2'den küçüktür, bu nedenle Model 2 için birinci dereceden otokorelasyon problemi söz

konusudur. Friedman test sonucuna göre hesaplanan olasılık değeri kritik değerden küçük olduğundan (0.0000<0.05) H_0 hipotezi reddedilerek birimler arası korelasyonun varlığı anlaşılmaktadır.

Heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunlarının test edilmesinin ardından modelin tahmini için en uygun dirençli tahminci seçilmiştir. Kurulan modelde heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunları olduğundan Driscoll-Kraay Tahmincisi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 18'de gösterilmiştir.

Tablo 18: BİST 30 Endeksi İçin Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (Model 2)

dROE	Katsayı	Standart Hata	T	P>|t|
dHBK	0.0097	0.0019	5.04	0.000 *
FKO	0.0000	0.0000	0.93	0.358
dPDDD	0.0008	0.0035	0.23	0.821
dKALDIRAC	-0.8587	0.2292	-3.75	0.001 *
dLN_AKTIF	0.1053	0.0542	1.94	0.062 ***
dCARI	-0.0061	0.0025	-2.39	0.023 **
dFAVOK	0.0943	0.0514	1.84	0.076 ***
dADH	0.0114	0.0065	1.75	0.090 ***
Sabit Terim	-0.0015	0.0089	-0.17	0.087
R^2	0.2082			
Wald İstatistiği	128.27			0.000
Gözlem Sayısı	403			

*** %1 anlamlılık düzeyini,**
**** %5 anlamlılık düzeyini,**
***** %10 anlamlılık düzeyini ifade eder.**

Tablo 18'de yer alan ROE modelinin Wald istatistik değerine bakıldığında modelin olasılık değerinin 0.05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir (0.0000<0.05). Bu durum modelde yer alan değişkenlerden en az bir tanesinin finansal performansta meydana gelen değişimi yeterli açıklama gücüne sahip olduğunu göstermektedir. Modelin R^2 değeri 0.2082'dir. Dolayısıyla R^2 değerinin modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin %20.82'sini açıklayabildiği görülmektedir.

Modelin sonuçları detaylı incelendiğinde hisse başına kazanç ve kaldıraç oranı değişkenlerinin 0.01 anlamlılık düzeyinde işletmelerin özsermaye karlılığı üzerinde

istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. Hesaplanan katsayı değerleri incelendiğinde hisse başına kazançta meydana gelecek bir birimlik artış özsermaye karlılığında 0.0097 birimlik artış, kaldıraç oranında meydana gelecek bir birimlik artış ise 0.8587 birimlik azalış meydana getirecektir. Ayrıca 0.05 anlamlılık düzeyinde özsermaye karlılığı ile cari oran değişkeni arasında anlamlı ve negatif yönlü, 0.10 anlamlılık düzeyinde ise özsermaye karlılığı ile aktif büyüklüğü, FAVÖK marjı ve aktif devir hızı değişkenleri arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişki tespit edilmiştir. Hesaplanan katsayı değerlerine bakıldığında cari oranda meydana gelecek bir birimlik artış özsermaye karlılığında 0.0061 birimlik azalışa neden olacakken, aktif büyüklüğü, FAVÖK marjı ve aktif devir hızında meydana gelecek bir birimlik artış özsermaye karlılığında sırayla 0.1053, 0.0943 ve 0.0114 birimlik artış meydana getirecektir.

Buna karşılık fiyat/kazanç oranı ve piyasa değeri/defter değeri oranı değişkenlerinin özsermaye karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir.

4.5.4. BİST SE Endeksi İçin Modelde Yer Alan Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Panel veri analizi kapsamında BİST SE Endeksi için modelde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 19'da gösterilmiştir.

Tablo 19: BİST SE Endeksi İçin Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem Sayısı
ROA	0.0291181	0.0292303	-0.0988701	0.3346067	736
ROE	0.2182027	0.3622178	-2.4042	2.5836	736
HBK	3.906675	9.566499	-11.46	149.11	736
FKO	5.135886	406.0338	-8741.176	5938.596	736
PD/DD	4.158111	19.34077	0.30	391.89	736
KALDIRAC	0.6754495	0.1600455	0.2856577	0.9989963	736
LN_AKTIF	23.91386	1.29787	20.93565	28.09009	736
CARI	1.397812	0.6367733	0.61	5.32	736
FAVOK	0.1917345	0.1621245	-0.0711	1.4254	736
ADH	0.922822	0.6801413	0.0093002	3.95	736

Tablo 19'da yer alan istatiksel sonuçlar incelendiğinde veri setinin 736 gözlemden oluştuğu görülmektedir. Veri setinde kayıp gözlemler bulunmadığından bu veri seti dengeli panele uygun olmaktadır. 2015Ç1-2022Ç4 döneminde BİST SE endeksinde yer alan şirketlere ait ortalama aktif karlılığı %3, özsermaye karlılığı ise %22 düzeyindedir. Analiz kapsamında incelenen işletmelere ait ortalama kaldıraç oranı %67.5'tir. Bu oran işletmelerin varlıklarının yarısından fazlasını borç ile finanse ettiğini göstermektedir. İşletmelere ait ortalama cari oran ise 1.39'dur, cari oranın 1'den büyük olması işletmelerin kısa vadeli borçlarını ödemede zorluk yaşamadığı şeklinde yorumlanabilir. Değişkenlere ait standart sapma değerleri ve diğer istatistiki bulgular tabloda ayrıntılı şekilde gösterilmiştir. Hisse başına kazanç, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, FAVÖK marjı ve aktif devir hızı gibi değişkenlere ait minimum ve maksimum değerleri

arasındaki farkın büyük olması endekste yer alan işletmelerin farklı sektörlerde faaliyet göstermesinden kaynaklanmaktadır.

4.5.5. BİST SE Endeksi İçin Modellere İlişkin Korelasyon Analizleri

Model 1 ve Model 2'de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin gücünü ve yönünü belirlemek için korelasyon testleri yapılmıştır. Sonuçlar Tablo 20 ve Tablo 21'de gösterilmiştir. Her iki tabloda da Gujarati ve Porter (2009)'ın önerdiği kritik değer olan 0.80'den daha yüksek korelasyon katsayısına rastlanılmamıştır. Bu durumda her iki model için de değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığı söylenebilir.

Tablo 20: Model 1 Korelasyon Matrisi (BİST SE)

	ROA	HBK	FKO	PDDD	KALDIRAC	LN_AKTIF	CARI	FAVOK	ADH
ROA	1.0000								
HBK	0.2915	1.0000							
FKO	0.0384	0.0048	1.0000						
PDDD	-0.0103	-0.0011	0.0040	1.0000					
KALDIRAC	-0.1567	0.0952	0.0151	0.2096	1.0000				
LN_AKTIF	-0.0653	0.1420	-0.0013	-0.0839	-0.0076	1.0000			
CARI	0.2319	-0.0534	-0.0215	-0.1007	-0.6568	-0.1652	1.0000		
FAVOK	0.1366	-0.0014	0.0125	-0.0813	-0.0044	0.4518	-0.0100	1.0000	
ADH	0.2450	0.3107	0.0097	0.1729	0.2357	-0.3304	-0.2017	-0.4400	1.0000

Tablo 20 incelendiğinde aktif karlılığı ile hisse başına kazanç (0.2915), fiyat/kazanç oranı (0.0384), cari oran (0.2319), FAVÖK marjı (0.1366) ve aktif devir hızı (0.2450) arasında zayıf ve pozitif yönlü, aktif karlılığı ile piyasa değeri/defter değeri (-0.0103), kaldıraç oranı (-0.1567) ve aktif büyüklüğü (-0.0653) arasında zayıf ve negatif yönlü ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Tablo 21: Model 2 Korelasyon Matrisi (BİST SE)

	ROE	HBK	FKO	PDDD	KALDIRAC	LN_AKTIF	CARI	FAVOK	ADH
ROE	1.0000								
HBK	0.4509	1.0000							
FKO	0.0176	0.0048	1.0000						
PDDD	-0.0241	-0.0011	0.0040	1.0000					
KALDIRAC	-0.0052	0.0952	0.0151	0.2096	1.0000				
LN_AKTIF	-0.0356	0.1420	-0.0013	-0.0839	-0.0076	1.0000			
CARI	0.0372	-0.0534	-0.0215	-0.1007	-0.6568	-0.1652	1.0000		
FAVOK	0.0631	-0.0014	0.0125	-0.0813	-0.0044	0.4518	-0.0100	1.0000	
ADH	0.2544	0.3107	0.0097	0.1729	0.2357	-0.3304	-0.2017	-0.4400	1.0000

Tablo 21 incelendiğinde özsermaye karlılığı ile hisse başına kazanç (0.2915) arasında orta derecede güçlü ve pozitif yönlü (0.4509), özsermaye karlılığı ile fiyat/kazanç oranı (0.0176), cari oran (0.0372), favök marjı (0.0631) ve aktif devir hızı (0.2544) arasında zayıf ve pozitif yönlü, aktif karlılığı ile piyasa değeri/defter değeri (-0.0241), kaldıraç oranı (-0.0052) ve aktif büyüklüğü (-0.0356) arasında zayıf ve negatif yönlü ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

4.5.6. BİST SE Endeksi İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Panel veri regresyon analizi kapsamında öncelikle BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde bulunan değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı olup olmadığı Breusch Pagan LM Testi kullanılarak araştırılmıştır.

H_0: $Cov(u_{it}, u_{jt}) = 0$ tüm t'ler için $i \neq j$, Yatay kesit bağımlılığı yoktur

H_1: $Cov(u_{it}, u_{jt}) \neq 0$ tüm t'ler için $i \neq j$, Yatay kesit bağımlılığı vardır

Tablo 22: BİST SE Endeksi İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişkenler	İstatistik	Olasılık (p)
ROA	819.0530	0.0000
ROE	1977.226	0.0000
HBK	3727.157	0.0000
FKO	754.5169	0.0000
PD/DD	1434.762	0.0000
KALDIRAC	1590.378	0.0000
LN_AKTIF	7543.765	0.0000
CARI	870.6932	0.0000
FAVOK	1548.181	0.0000
ADH	1296.374	0.0000

Çalışmanın zaman boyutunun yatay kesit boyutundan daha büyük olması nedeniyle (T=32>N=23) modelde yer alan değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığının varlığı Breusch Pagan LM testi kullanılarak araştırılmıştır (Pesaran, 2004: 4). Tablo 22'de yer alan analiz sonuçları incelendiğinde tüm değişkenler için kesitsel bağımsızlığı ifade eden H_0 hipotezinin reddedildiği görülmektedir (p-value: 0.000<0.05). Bu nedenle Model 1 ve Model 2'de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin düzeyde durağan olup olmadıklarının analizi için ikinci kuşak birim kök testlerinden Pesaran (2003) testi uygulanmıştır. Birim kök testi için aşağıdaki hipotezler kurulmuştur:

H_0: Birim kök vardır, seri durağan değildir

H_1: Birim kök yoktur, seri durağandır

Tablo 23'te yer alan birim kök analizi sonuçlarına göre ROA, FKO ve ADH değişkenleri haricindeki değişkenler düzeyde durağan değildir.

Tablo 23: BİST SE Endeksi İçin Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	**İstatistik Z(t-bar)**	**Olasılık (p)**
ROA	-7.110	0.000
ROE	1.708	0.956
HBK	5.852	1.000
FKO	-5.260	0.000
PD/DD	-0.687	0.246
KALDIRAC	0.663	0.746
LN_AKTIF	-0.634	0.263
CARI	-0.879	0.190
FAVOK	-1.311	0.095
ADH	-3.167	0.001

Düzeyde durağan olmayan değişkenlerin birinci farkları alındıktan sonra yeniden birim kök testi uygulanmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 24'te gösterilmiştir.

Tablo 24: BİST SE Endeksi İçin Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları (Birinci Farkları Alındığında)

Değişkenler	İstatistik Z(t-bar)	Olasılık (p)
dROE	-5.493	0.000
dHBK	-1.642	0.050
dPD/DD	-12.497	0.000
dKALDIRAC	-11.878	0.000
dLN_AKTIF	-9.641	0.000
dCARI	-13.287	0.000
dFAVOK	-10.509	0.000

Tablo 24 incelendiğinde değişkenlerin birinci farkları alındığında olasılık değerlerinin kritik değerden (0.05) küçük veya eşit olduğu görülmektedir. Bu durumda H_0 hipotezi reddedilmektedir yani değişkenler birinci farkta durağan hale gelmiştir. Bütün değişkenlerin birim kök analizi yapıldıktan sonra Model 1 için panel veri modellerinden havuzlanmış EKK, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin en uygun model olduğunu belirlemek için sırasıyla F testi, Breusch Pagan LM testi ve Hausman testi uygulanmıştır. İlgili testlerin sonuçları Tablo 25'te gösterilmiştir.

Tablo 25: BİST SE Endeksi için F Testi, Breush Pagan LM Testi ve Hausman Testi Sonuçları (Model 1)

Testler		**Test İstatistiği**	**Olasılık Değeri**
F Testi	Birim Etkisi	9.50	0.0000
	Zaman Etkisi	1.26	0.1625
Breush Pagan LM Testi	Birim Etkisi	453.12	0.0000
	Zaman Etkisi	0.00	1.0000
Hausman Spesifikasyon Testi		2.51	0.9264

Tablo 25'te yer alan F testi sonuçlarına göre, "tüm birim etkilerin sıfıra eşit" olduğu ve "tüm zaman etkilerin sıfıra eşit" olduğu hipotezleri altında (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 180-181) tek yönlü birim sabit etkiler modeli geçerlidir (0.0000<0.05). Ayrıca, Breush Pagan LM testinde elde edilen sonuçlara göre, "birim etkilerin varyansının sıfıra eşit" olduğu ve "zaman etkilerin varyansının sıfıra eşit" olduğu hipotezleri altında (Yerdelen Tatoğlu, 2018: 186, 190) tek yönlü birim tesadüfi etkiler modeli geçerlidir (0.0000<0.05). Sabit ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin optimal olduğuna karar vermek için uygulanan Hausman Spesifikasyon Testi sonucuna göre tesadüfi etkiler modelinin geçerliliğini savunan H_0 hipotezi, hesaplanan olasılık değeri kritik değerden büyük olduğundan (0.9264>0.05) reddedilememekte ve Model 1 için tek yönlü birim tesadüfi etkiler modelinin uygun bir tahminci olduğu sonucuna varılmaktadır.

ROA modeli için tek yönlü birim tesadüfi etkiler modelinin uygunluğunun tespit edilmesinden sonra modelin temel varsayımlarının test edilmesi gerekmektedir. Bunun için modelde etkinliği bozan heteroskedastisite (değişen varyans), otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı ve ayrıca çoklu doğrusal bağlantı problemlerinin var olup olmadığı test edilmiştir.

Model 1 için bağımsız değişkenler arasında doğrusal ilişkinin olup olmadığı varyans büyüme faktörü (VIF) kriteri kullanılarak test edilmiştir. Tablo 26'da yer alan

sonuçlara bakıldığında Model 1'de yer alan tüm bağımsız değişkenlerin VIF değerleri 5'ten küçüktür. Bu nedenle değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığı söylenebilir.

Tablo 26: BİST SE Endeksi İçin Model 1'de Yer Alan Değişkenlerin VIF Sonuçları

Değişkenler	**VIF**	**1/VIF**
dKALDIRAC	1.45	0.6888
dLN_AKTIF	1.18	0.8475
dHBK	1.17	0.8529
dCARI	1.17	0.8574
dFAVOK	1.10	0.9054
ADH	1.07	0.9319
FKO	1.00	0.9976
dPDDD	1.00	0.9979
Ortalama VIF Değeri	1.14	

Model 1 için heteroskedastisite analizi Levene, Brown ve Forsythe testi, otokorelasyonun varlığı Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI testi, birimler arası korelasyon olup olmadığı ise Friedman testi yardımıyla yapılmış, analiz sonuçları Tablo 27'de gösterilmiştir.

Tablo 27: BİST SE Endeksi İçin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları (Model 1)

Testler	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Levene, Brown ve Forsythe Testi	W0= 7.0734864	0.00000000
	W50= 5.7597529	0.00000000
	W10= 6.4060187	0.00000000
Durbin-Watson	1.6540306	
Baltagi-Wu LBI	1.7050342	
Friedman Testi	39.874	0.0112

Tablo 27'de yer alan Model 1 için Levene, Brown ve Forsythe testi sonuçlarına bakıldığında W0, W50 ve W10 test istatistiğinin olasılık değeri kritik değerden düşük olduğundan (0.00000000<0.05) "H_0: Birimlerin varyansları eşittir" hipotezi reddedilmektedir, dolayısıyla modelde heteroskedastisite vardır. Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI sonuçlarına bakıldığında her iki test için hesaplanan değerler kritik değer 2'den küçüktür, bu durumda Model 1 için birinci dereceden otokorelasyon problemi vardır. Friedman test sonucuna göre hesaplanan olasılık değeri kritik değerden küçük olduğundan (0.0112<0.05) H_0 hipotezi reddedilerek birimler arası korelasyonun var olduğu anlaşılmaktadır.

Çoklu doğrusal bağlantı, heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunlarının test edilmesinin ardından modelin tahmini için en uygun dirençli tahminci seçilmiştir. Kurulan modelde heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunları olduğundan tesadüfi etkiler modeli için kullanılabilen, Driscoll-Kraay Tahmincisi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 28'de gösterilmiştir.

Tablo 28: BİST SE Endeksi İçin Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (Model 1)

ROA	Katsayı	Standart Hata	T	P>|t|
dHBK	0.0010	0.0003	3.29	0.003 *
FKO	0.0000	0.0000	2.70	0.011 **
dPDDD	-0.0000	0.0000	-0.40	0.693
dKALDIRAC	-0.2351	0.0447	-5.26	0.000 *
dLN_AKTIF	0.0681	0.0116	5.88	0.000 *
dCARI	-0.0052	0.0076	-0.69	0.496
dFAVOK	0.1515	0.0420	3.60	0.001 *
ADH	0.0111	0.0044	2.50	0.018 **
Sabit Terim	0.0136	0.0037	3.69	0.001
R^2	0.3039			
Wald İstatistiği	0.0000			0.000
Gözlem Sayısı	713			

*** %1 anlamlılık düzeyini,**
**** %5 anlamlılık düzeyini ifade eder.**

Tablo 28'de yer alan ROA modelinin Wald istatistik değerine bakıldığında modelin olasılık değerinin 0.05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir (0.000<0.05). Bu durum modelde yer alan değişkenlerden en az bir tanesinin finansal performansta meydana gelen değişimi yeterli açıklama gücüne sahip olduğunu göstermektedir. Modelin R^2 değeri 0.3039'dur. Dolayısıyla R^2 değerinin modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin %30.39'unu açıklayabildiği görülmektedir.

Modelin sonuçları detaylı incelendiğinde hisse başına kazanç, aktif büyüklüğü ve favök marjı değişkenlerinin 0.01 anlamlılık düzeyinde işletmelerin aktif karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü, kaldıraç oranının ise negatif yönlü sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. Hesaplanan katsayı değerleri incelendiğinde hisse başına kazanç, aktif büyüklüğü, favök marjı ve kaldıraç oranında meydana gelecek bir birimlik artış aktif karlılığında sırasıyla 0.0010, 0.0681, 0.1515 birimlik artışa, 0.2351 birimlik azalışa neden olacaktır. Ayrıca 0.05 anlamlılık düzeyinde aktif karlılığı ile fiyat kazanç oranı ve aktif devir hızı değişkenleri arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Fiyat kazanç oranında meydana gelecek bir birimlik aktif karlılığında çok düşük birimlik artışa neden olurken aktif devir hızında meydana gelecek bir birimlik artış aktif karlılığında 0.0111 birimlik artış meydana getirecektir.

Model 2 için panel veri modellerinden havuzlanmış EKK, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin en uygun model olduğunu belirlemek için sırasıyla F testi, Breusch Pagan LM testi ve Hausman testi uygulanmıştır. İlgili testlerin sonuçları Tablo 29'da gösterilmiştir.

Tablo 29: BİST SE Endeksi için F Testi, Breush Pagan LM Testi ve Hausman Testi Sonuçları (Model 2)

Testler		**Test İstatistiği**	**Olasılık Değeri**
F Testi	Birim Etkisi	0.12	1.0000
	Zaman Etkisi	1.86	0.0037
Breush Pagan LM Testi	Birim Etkisi	0.00	1.0000
	Zaman Etkisi	5.82	0.0079
Hausman Spesifikasyon Testi		15.04	0.0354

Tablo 29 incelendiğinde F testinde "tüm birim etkilerin sıfıra eşit" olduğu hipotezi ve "tüm zaman etkilerin sıfıra eşit" olduğu hipotezi testi sonuçlarına göre tek yönlü zaman sabit etkiler modeli geçerlidir (0.0037<0.05 Breush Pagan LM testinde elde edilen sonuçlara göre, "birim etkilerin varyansının sıfıra eşit" olduğu ve "zaman etkilerin varyansının sıfıra eşit" olduğu hipotezleri altında tek yönlü zaman tesadüfi etkiler modeli geçerlidir (0.0079<0.05). Sabit ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin optimal olduğuna karar vermek için uygulanan Hausman Spesifikasyon Testi sonucuna göre tesadüfi etkiler modelinin geçerliliğini savunan H_0 hipotezi, hesaplanan olasılık değeri kritik değerden küçük olduğundan (0.0354<0.05) reddedilmekte ve Model 2 için tek yönlü zaman sabit etkiler modelinin uygun bir tahminci olduğu sonucuna varılmaktadır.

ROE modeli için tek yönlü zaman sabit etkiler modelinin uygunluğunun tespit edilmesinden sonra modelde etkinliği bozan heteroskedastisite (değişen varyans), otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı problemlerinin varlığı test edilmiştir. Bağımsız

değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olup olmadığı Model 1 için test edilmiş ve bu problemin olmadığı gözlemlenmişti. Aynı bağımsız değişkenler Model 2 için de kullanıldığından tekrar test edilmemiştir.

Modelde heteroskedastisite problemi olup olmadığı Değiştirilmiş Wald testi, otokorelasyonun sorunu Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI testi, birimler arası korelasyon olup olmadığı ise Breusch Pagan LM testi yardımıyla yapılmış, analiz sonuçları Tablo 30'da gösterilmiştir.

Tablo 30: BİST SE Endeksi İçin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları (Model 2)

Testler	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Değiştirilmiş Wald Testi	24469.22	0.0000
Durbin-Watson	2.1331788	
Baltagi-Wu LBI	2.16865	
Breusch Pagan LM Testi	657.696	0.0000

Tablo 30'da yer alan Model 2 için Değiştirilmiş Wald testi sonuçlarına bakıldığında olasılık değeri kritik değerden düşük olduğundan ($0.0000<0.05$) H_0 hipotezi reddedilmektedir, yani modelde heteroskedastisite vardır. Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI sonuçlarına bakıldığında her iki test için hesaplanan değerler kritik değer 2'den büyüktür, bu durumda Model 2 için birinci dereceden otokorelasyon problemi bulunmamaktadır. Breusch Pagan LM test sonucuna göre hesaplanan olasılık değeri kritik değerden küçük olduğundan ($0.0000<0.05$) H_0 hipotezi reddedilerek birimler arası korelasyonun var olduğu anlaşılmaktadır.

Model 2 için heteroskedastisite ve yatay kesit bağımlılığı sorunlarının test edilmesinin ardından modelin tahmini için en uygun dirençli tahminci seçilmiştir. Kurulan modelde heteroskedastisite ve yatay kesit bağımlılığı sorunları olduğundan sabit etkiler

modeli için kullanılabilen, Driscoll-Kraay Tahmincisi kullanılmıştır. Elde edilen bulgular Tablo 31'de yer almaktadır.

Tablo 31: BİST SE Endeksi İçin Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (Model 2)

dROE	Katsayı	Standart Hata	T	P>|t|
dHBK	0.0131	0.0061	2.13	0.042 *
FKO	0.0000	0.0000	1.55	0.132
dPDDD	0.0029	0.0021	1.41	0.168
dKALDIRAC	-0.4660	0.6110	-0.76	0.452
dLN_AKTIF	0.0280	0.1329	0.21	0.834
dCARI	-0.0084	0.0271	-0.31	0.758
dFAVOK	0.4048	0.1891	2.14	0.041 *
ADH	-0.0399	0.0615	-0.65	0.521
Sabit Terim	0.0360	0.0495	0.73	0.473
R^2	0.1011			
F İstatistiği	3.33			0.008
Gözlem Sayısı	713			

*** %5 anlamlılık düzeyini ifade eder.**

Tablo 31'de yer alan ROE modelinin F istatistik değerine bakıldığında modelin olasılık değerinin 0.05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir (0.008<0.05). Bu durum modelde yer alan değişkenlerden en az bir tanesinin finansal performansta meydana gelen değişimi yeterli açıklama gücüne sahip olduğunu göstermektedir. Modelin R^2 değeri 0.1011'dir. Dolayısıyla R^2 değerinin modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin %10.11'ini açıklayabildiği görülmektedir.

Modelin sonuçları detaylı incelendiğinde hisse başına kazanç ve FAVÖK marjı değişkenlerinin 0.05 anlamlılık düzeyinde işletmelerin özsermaye karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. Hesaplanan katsayı değerleri incelendiğinde hisse başına kazanç ve FAVÖK marjında meydana gelecek bir birimlik artış özsermaye karlılığında sırayla 0.0131 ve 0.4048 birimlik artış meydana getirecektir. Buna karşılık diğer altı değişkenin (fiyat/kazanç oranı, PD/DD oranı, kaldıraç oranı, aktif büyüklüğü, cari oran ve aktif devir hızı) özsermaye karlılığı üzerinde anlamlı bir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir.

4.5.7. DJSI NA Endeksi İçin Modelde Yer Alan Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Panel veri analizi kapsamında DJSI NA Endeksi için modelde kullanılan bağımlı ve bağımsız değişkenlere ilişkin tanımlayıcı istatistikler Tablo 32'de gösterilmiştir.

Tablo 32: DJSI NA Endeksi İçin Değişkenlere Ait Tanımlayıcı İstatistikler

Değişkenler	Ortalama	Standart Sapma	Minimum	Maksimum	Gözlem Sayısı
ROA	0.02217	0.0248927	-0.3133408	0.2028797	2976
ROE	-0.0004181	2.740454	-122.2	36.94118	2976
HBK	1.358444	1.412015	-7.82	10.26	2976
FKO	182.4476	1377.46	-3291.738	61956.83	2976
PD/DD	0.0555832	202.7508	-10782.29	1052.268	2976
KALDIRAC	0.65722	0.2309569	0.2241662	2.919128	2976
LN_AKTIF	23.79742	1.146794	19.61872	26.62272	2976
CARI	1.651681	1.143083	0.2096825	10.29112	2976
FAVOK	0.1655463	0.2816217	-12.14516	2.175732	2976
ADH	2.643499	2.583574	-4.6898	22.8582	2976

Tablo 32'de yer alan istatiksel sonuçlar incelendiğinde veri setinin 2976 gözlemden oluştuğu görülmektedir. Veri setinde kayıp gözlemler bulunmadığından bu veri seti dengeli panele uygun olmaktadır. 2015Ç1-2022Ç4 döneminde DJSI NA endeksinde yer alan şirketlere ait ortalama aktif karlılığı %2 düzeyindedir. Analiz kapsamında incelenen işletmelere ait ortalama kaldıraç oranı %65.7'tir. Bu oran işletmelerin varlıklarının yarısından fazlasını borç ile finanse ettiğini göstermektedir. İşletmelere ait

ortalama cari oran ise 1.65'tir, cari oranın 1'den büyük olması işletmelerin kısa vadeli borçlarını ödemede zorluk yaşamadığı şeklinde yorumlanabilir. Değişkenlere ait standart sapma değerleri ve diğer istatistiki bulgular tabloda detaylı şekilde gösterilmiştir. Hisse başına kazanç, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, favök marjı ve aktif devir hızı gibi değişkenlere ait minimum ve maksimum değerleri arasındaki farkın büyük olması endekste yer alan işletmelerin farklı sektörlerde faaliyet göstermesinden kaynaklanmaktadır.

4.5.8. DJSI NA Endeksi İçin Modellere İlişkin Korelasyon Analizleri

Model 1 ve Model 2'de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin gücünü ve yönünü belirlemek için korelasyon testleri yapılmıştır. Sonuçlar Tablo 33 ve Tablo 34'te gösterilmiştir. Her iki tabloda da Gujarati ve Porter (2009)'ın önerdiği kritik değer olan 0.80'den daha yüksek korelasyon katsayısına rastlanılmamıştır. Bu durumda her iki modelde de değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olmadığı söylenebilir.

Tablo 33: Model 1 Korelasyon Matrisi (DJSI NA)

	ROA	HBK	FKO	PDDD	KALDIRAC	LN_AKTIF	CARI	FAVOK	ADH
ROA	1.0000								
HBK	0.3257	1.0000							
FKO	-0.0532	-0.0393	1.0000						
PDDD	-0.0083	0.0134	0.0034	1.0000					
KALDIRAC	0.1264	0.0360	-0.0197	-0.0348	1.0000				
LN_AKTIF	-0.1575	0.1733	-0.0151	0.0006	0.0755	1.0000			
CARI	0.1415	-0.0695	-0.0125	0.0153	-0.3300	-0.3480	1.0000		
FAVOK	0.2669	0.1103	-0.0183	0.0006	0.0155	0.0110	0.0685	1.0000	
ADH	0.0591	0.0407	-0.0181	-0.0050	0.0964	0.0244	-0.0174	0.0020	1.0000

Tablo 33 incelendiğinde aktif karlılığı ile hisse başına kazanç (0.3257) arasında orta derecede güçlü ve pozitif yönlü, aktif karlılığı ile kaldıraç oranı (0.1264), cari oran (0.1415), FAVÖK marjı (0.2669) ve aktif devir hızı (0.0591) arasında zayıf ve pozitif yönlü, aktif karlılığı ile fiyat kazanç oranı (-0.0532), piyasa değeri/defter değeri (-0.0083), ve aktif büyüklüğü (-0.1575) arasında zayıf ve negatif yönlü ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

Tablo 34: Model 2 Korelasyon Matrisi (DJSI NA)

	ROE	HBK	FKO	PDDD	KALDIRAC	LN_AKTIF	CARI	FAVOK	ADH
ROE	1.0000								
HBK	0.0124	1.0000							
FKO	0.0012	-0.0393	1.0000						
PDDD	0.0246	0.0134	0.0034	1.0000					
KALDIRAC	-0.0289	0.0360	-0.0197	-0.0348	1.0000				
LN_AKTIF	0.0008	0.1733	-0.0151	0.0006	0.0755	1.0000			
CARI	0.0125	-0.0695	-0.0125	0.0153	-0.3300	-0.3480	1.0000		
FAVOK	0.0008	0.1103	-0.0183	0.0006	0.0155	0.0110	0.0685	1.0000	
ADH	-0.0006	0.0407	-0.0181	-0.0050	0.0964	0.0244	-0.0174	0.0020	1.0000

Tablo 34 incelendiğinde özsermaye karlılığı ile hisse başına kazanç (0.0124), fiyat kazanç oranı (0.0012), piyasa değeri defter değeri (0.0246), aktif büyüklüğü (0.0008), cari oran (0.0125) ve favök marjı (0.0008) arasında zayıf ve pozitif yönlü, aktif karlılığı ile kaldıraç oranı (-0.0289) ve aktif devir hızı (-0.0006) arasında zayıf ve negatif yönlü ilişki olduğu gözlemlenmiştir.

4.5.9. DJSI NA Endeksi İçin Panel Veri Analizi Sonuçları

Panel veri regresyon analizi kapsamında ilk olarak DJSI NA Endeksinde yer alan değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı olup olmadığı Pesaran (2004) CD Testi ile araştırılmıştır.

H_0: $p_{ij} = cor(u_{it}, u_{jt}) = 0$ tüm t'ler için $i \neq j$, Yatay kesit bağımlılığı yoktur

H_1: $p_{ij} = cor(u_{it}, u_{jt}) \neq 0$ tüm t'ler için $i \neq j$, Yatay kesit bağımlılığı vardır

Tablo 35: DJSI NA Endeksi İçin Yatay Kesit Bağımlılığı Test Sonuçları

Değişkenler	İstatistik	Olasılık (p)
ROA	7.582529	0.0000
ROE	2.408905	0.0160
HBK	119.9732	0.0000
FKO	2.504796	0.0123
PD/DD	43.23576	0.0000
KALDIRAC	12.60968	0.0000
LN_AKTIF	129.8986	0.0000
CARI	20.78033	0.0000
FAVOK	13.56768	0.0000
ADH	10.02946	0.0000

Çalışmanın yatay kesit boyutu zaman boyutundan daha büyük olduğundan (N=93>T=32) modelde yer alan değişkenler arasında yatay kesit bağımlılığı olup olmadığı Pesaran (2004) CD testi ile analiz edilmiştir (Pesaran, 2004: 5). Tablo 35'te yer alan analiz sonuçlarına göre tüm değişkenler için kesitsel bağımsızlığı ifade eden H_0 hipotezi reddedilmektedir. Bu nedenle Model 1 ve Model 2'de yer alan bağımlı ve bağımsız değişkenlerin düzeyde durağan olup olmadıklarının analizi için ikinci nesil birim kök testlerinden Pesaran (2003) testi uygulanmıştır. Birim kök testi için aşağıdaki gibi hipotezler kurulmuştur:

H_0: Birim kök vardır, seri durağan değildir

H_1: Birim kök yoktur, seri durağandır

Aşağıda yer alan Tablo 36'da yer alan birim kök analizi sonuçlarına göre bütün değişkenler düzeyde durağandır.

Tablo 36: DJSI NA Endeksi İçin Pesaran Birim Kök Testi Sonuçları

Değişkenler	İstatistik Z(t-bar)	Olasılık (p)
ROA	-13.846	0.000
ROE	-10.716	0.000
HBK	-12.093	0.000
FKO	-15.290	0.000
PD/DD	-2.769	0.003
KALDIRAC	-2.517	0.006
LN_AKTIF	-0.634	0.000
CARI	-6.847	0.000
FAVOK	-11.818	0.000
ADH	-8.281	0.000

Bütün değişkenlerin birim kök analizi yapıldıktan sonra Model 1 için panel veri modellerinden havuzlanmış EKK, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin en uygun model olduğunu belirlemek için sırasıyla F testi, Breusch Pagan LM testi ve Hausman testi uygulanmıştır. İlgili testlerin sonuçları Tablo 37'de gösterilmiştir.

Tablo 37: DJSI NA Endeksi için F Testi, Breush Pagan LM Testi ve Hausman Testi Sonuçları (Model 1)

Testler		**Test İstatistiği**	**Olasılık Değeri**
F Testi	Birim Etkisi	20.15	0.0000
	Zaman Etkisi	1.11	0.3050
Breush Pagan LM Testi	Birim Etkisi	4779.04	0.0000
	Zaman Etkisi	0.00	1.0000
Hausman Spesifikasyon Testi		96.99	0.0000

Tablo 37'de yer alan F testinde F testi sonuçlarına göre, "tüm birim etkilerin sıfıra eşit" olduğu ve "tüm zaman etkilerin sıfıra eşit" olduğu hipotezleri altında tek yönlü birim sabit etkiler modeli geçerlidir (0.0000<0.05). Ayrıca, Breush Pagan LM testinde elde edilen sonuçlara göre, "birim etkilerin varyansının sıfıra eşit" olduğu ve "zaman etkilerin varyansının sıfıra eşit" olduğu hipotezleri altında tek yönlü birim tesadüfi etkiler modeli geçerlidir (0.0000<0.05). Sabit ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin optimal olduğuna karar vermek için uygulanan Hausman Spesifikasyon Testi sonucuna göre tesadüfi etkiler modelinin geçerliliğini savunan H_0 hipotezi, hesaplanan olasılık değeri kritik değerden küçük olduğundan (0.0000<0.05) reddedilmekte ve Model 1 için tek yönlü birim sabit etkiler modelinin uygun bir tahminci olduğu sonucuna varılmaktadır.

ROA modeli için tek yönlü birim sabit etkiler modelinin uygunluğunun tespit edilmesinden sonra modelin temel varsayımlarının test edilmesi gerekmektedir. Bunun için modelde etkinliği bozan heteroskedastisite (değişen varyans), otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunlarının ve ayrıca çoklu doğrusal bağlantı probleminin var olup olmadığı test edilmiştir.

Model 1 için bağımsız değişkenler arasında doğrusal ilişkinin olup olmadığı varyans büyüme faktörü (VIF) kriteri kullanılarak test edilmiştir. Tablo 38'de yer alan sonuçlara bakıldığında Model 1'de yer alan tüm bağımsız değişkenlerin VIF değerleri

5’ten küçüktür. Bu nedenle değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin var olmadığı söylenebilir.

Tablo 38: DJSI NA Endeksi İçin Model 1’de Yer Alan Değişkenlerin VIF Sonuçları

Değişkenler	**VIF**	**1/VIF**
CARI	1.28	0.7791
LN_AKTIF	1.17	0.8538
KALDIRAC	1.14	0.8779
HBK	1.05	0.9551
FAVOK	1.02	0.9799
ADH	1.01	0.9885
FKO	1.00	0.9970
PDDD	1.00	0.9985
Ortalama VIF Değeri	1.08	

Modelde heteroskedastisite problemi olup olmadığı Değiştirilmiş Wald testi, otokorelasyonun sorunu Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI testi, birimler arası korelasyon olup olmadığı ise Pesaran’ın CD testi yardımıyla yapılmış, analiz sonuçları Tablo 39’da gösterilmiştir.

Tablo 39: DJSI NA Endeksi İçin Değişen Varyans, Otokorelasyon ve Birimler Arası Korelasyon Testi Sonuçları (Model 1)

Testler	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Değiştirilmiş Wald Testi	93891.92	0.0000
Durbin-Watson	1.5781365	
Baltagi-Wu LBI	1.6322713	
Pesaran'ın CD Testi	2.921	0.0035

Tablo 39'da yer alan Model 1 için Değiştirilmiş Wald testi sonuçları incelendiğinde olasılık değeri kritik değerden düşük olduğundan ($0.0000<0.05$) H_0 hipotezi reddedilmektedir, yani modelde heteroskedastisite vardır. Durbin-Watson ve Baltagi-Wu LBI sonuçlarına bakıldığında her iki test için hesaplanan değerler kritik değer 2'den küçüktür, bu durumda Model 1 için birinci dereceden otokorelasyon problemi söz konusudur. Pesaran'ın CD test sonucuna göre hesaplanan olasılık değeri kritik değerden küçük olduğundan ($0.0000<0.05$) H_0 hipotezi reddedilerek birimler arası korelasyonun var olduğu anlaşılmaktadır.

Model 1 için heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunlarının test edilmesinin ardından modelin tahmini için en uygun dirençli tahminci seçilmiştir. Kurulan modelde heteroskedastisite, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı sorunları olduğundan sabit etkiler modeli için kullanılabilen, Driscoll-Kraay Tahmincisi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 40'ta gösterilmiştir.

Tablo 40: DJSI NA Endeksi İçin Driscoll-Kraay Tahmincisi Sonuçları (Model 1)

ROA	Katsayı	Standart Hata	T	P>|t|
HBK	0.0107	0.0015	6.92	0.000 *
FKO	-0.0000	0.0000	-1.96	0.059 ***
PDDD	0.0000	0.0000	6.18	0.000 *
KALDIRAC	0.0060	0.0056	1.07	0.292
LN_AKTIF	-0.0158	0.0032	-4.99	0.000 *
CARI	0.0022	0.0011	1.94	0.061 ***
FAVOK	0.0086	0.0039	2.20	0.036 **
ADH	-0.0002	0.0005	-0.43	0.670
Sabit Terim	0.3764	0.0760	4.95	0.000
R^2	0.2322			
F İstatistiği	55.53			0.000
Gözlem Sayısı	2976			

*** %1 anlamlılık düzeyini,**
**** %5 anlamlılık düzeyini,**
***** %10 anlamlılık düzeyini ifade eder.**

Tablo 40'ta yer alan ROA modelinin Wald istatistik değerine bakıldığında modelin olasılık değerinin 0.05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir (0.000<0.05). Bu durum modelde yer alan değişkenlerden en az bir tanesinin finansal performansta meydana gelen değişimi yeterli açıklama gücüne sahip olduğunu göstermektedir. Modelin R^2 değeri 0.2322'dir. Dolayısıyla R^2 değerinin modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin %23.22'sini açıklayabildiği görülmektedir.

Modelin sonuçları detaylı incelendiğinde hisse başına kazanç, piyasa değeri/defter değeri oranı ve aktif büyüklüğü değişkenlerinin 0.01 anlamlılık düzeyinde, favök marjı değişkeninin 0.05 anlamlılık düzeyinde, fiyat/kazanç oranı ve cari oranın 0.10 anlamlılık düzeyinde işletmelerin aktif karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. Hesaplanan katsayı değerleri incelendiğinde hisse başına kazanç, cari oran, favök marjı, aktif büyüklüğü, fiyat/kazanç oranı ve pd/dd oranında meydana gelecek bir birimlik artış aktif karlılığında sırasıyla 0.0107, 0.0022, 0.0086 birimlik artışa, 0.0158 birimlik azalışa, çok küçük birimlik azalışa ve çok küçük birimlik artışa neden olacaktır.

Model 2 için panel veri modellerinden havuzlanmış EKK, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modellerinden hangisinin en uygun model olduğunu belirlemek için sırasıyla F

testi, Breusch Pagan LM testi uygulanmıştır. İlgili testlerin sonuçları Tablo 41'de gösterilmiştir.

Tablo 41: DJSI NA Endeksi için F Testi ve Breush Pagan LM Testi Sonuçları (Model 2)

Testler		**Test İstatistiği**	**Olasılık Değeri**
F Testi	Birim Etkisi	0.47	1.0000
	Zaman Etkisi	1.25	0.1606
Breush Pagan LM Testi	Birim Etkisi	0.00	1.0000
	Zaman Etkisi	0.00	1.0000

Tablo 41 incelendiğinde hem F testi hem de Breush Pagan LM testi sonuçlarına göre Model 2 için birim ve zaman etkisi söz konusu değildir. Bu nedenle Havuzlanmış En Küçük Kareler Modeli uygun model olarak seçilmiştir.

ROE modeli için havuzlanmış en küçük kareler modelinin uygunluğunun tespit edilmesinden sonra modelde etkinliği bozan heteroskedastisite (değişen varyans) ve otokorelasyon sorunlarının var olup olmadığı test edilmiştir. Bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı sorunu olup olmadığı Model 1 için test edilmiş ve çoklu doğrusal bağlantı problemi olmadığı gözlemlenmişti. Aynı bağımsız değişkenler Model 2 için de kullanıldığından tekrar test edilmemiştir.

Modelde heteroskedastisite sorunu olup olmadığı Breusch Pagan / Cook-Weisberg testi, otokorelasyonun sorunu ise Wooldridge testi yardımıyla analiz edilmiştir. İlgili testlerin sonuçları Tablo 42'de gösterilmiştir. Tablo 42'de yer alan testlerin sonuçlarına göre her iki testin olasılık değerleri 0.05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğundan H_0 hipotezleri reddedilmektedir, dolayısıyla Model 2 için hem heteroskedastisite hem de birinci mertebeden otokorelasyon sorunu söz konusudur.

Tablo 42: DJSI NA Endeksi İçin Değişen Varyans ve Otokorelasyon Testi Sonuçları (Model 2)

Testler	Test İstatistiği	Olasılık Değeri
Breusch Pagan / Cook-Weisberg	4861.26	0.0000
Wooldridge	3319.322	0.0000

Model 2 için heteroskedastisite ve otokorelasyon sorunlarının tespit edilmesinin ardından modelin tahmini için en uygun dirençli tahminci seçilmiştir. Kurulan klasik modelde heteroskedastisite ve otokorelasyonun varlığında kullanılabilen, Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar Tablo 43'te gösterilmiştir.

Tablo 43: DJSI NA Endeksi İçin Arellano, Froot ve Rogers Tahmincisi Sonuçları (Model 2)

ROE	Katsayı	Standart Hata	T	P>|t|
HBK	0.0253	0.0121	2.10	0.039 *
FKO	0.0000	0.0000	0.80	0.429
PDDD	0.0003	0.0002	1.69	0.095 **
KALDIRAC	-0.3234	0.2835	-1.14	0.257
LN_AKTIF	0.0054	0.0186	0.29	0.772
CARI	0.0118	0.0116	1.02	0.311
FAVOK	-0.0056	0.0445	-0.12	0.901
ADH	0.0017	0.0060	0.29	0.774
Sabit Terim	0.0250	0.3635	0.07	0.945
R^2	0.0016			
F İstatistiği	4.98			0.000
Gözlem Sayısı	2976			

*** %5 anlamlılık düzeyini,**
**** %10 anlamlılık düzeyini ifade eder.**

Tablo 43'te yer alan ROE modelinin F istatistik değerine bakıldığında modelin olasılık değerinin 0.05 anlamlılık düzeyinden küçük olduğu görülmektedir (0.000<0.05). Bu durum modelde yer alan değişkenlerden en az bir tanesinin finansal performansta meydana gelen değişimi yeterli açıklama gücüne sahip olduğunu göstermektedir. Modelin R^2 değeri 0.0016'dır. Dolayısıyla R^2 değerinin modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimlerin %0.16'sını açıklayabildiği görülmektedir.

Modelin sonuçları detaylı incelendiğinde hisse başına kazanç değişkeninin 0.05 anlamlılık düzeyinde özsermaye karlılığı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar verdiği tespit edilmiştir. Hesaplanan katsayı değeri incelendiğinde hisse başına kazançta meydana gelecek bir birimlik artış özsermaye karlılığında sırasıyla 0.0253 birimlik artış meydana getirecektir.

Her üç endeks için kurulan ROA ve ROE modellerine ilişkin yapılan hipotez testleri sonuçlarının özeti aşağıdaki Tablo 44'te yer almaktadır.

Tablo 44: Hipotez Testleri Sonuçları

Hipotez	Sonuç
H_1: BİST 30 endeksinde yer alan firmaların aktif karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.	**Red**
H_2: BİST 30 endeksinde yer alan firmaların özsermaye karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.	**Kabul**
H_3: BİST SE endeksinde yer alan firmaların aktif karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.	**Kabul**
H_4: BİST SE endeksinde yer alan firmaların özsermaye karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.	**Red**
H_5: DJSI NA endeksinde yer alan firmaların aktif karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.	**Kabul**
H_6: DJSI NA endeksinde yer alan firmaların özsermaye karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki vardır.	**Red**

SONUÇ

Artan dünya nüfusu ile birlikte sınırlı doğal kaynakların bilinçsiz şekilde tüketilmesi, sağlıksız kentleşme, çevreye verilen zararlar nedeniyle meydana gelen iklim değişiklikleri, küresel ısınma problemi, su kirliliği problemleri gibi sorunlar ortaya çıkmıştır. Doğa ve ekolojik yaşamı tehdit eden bu sorunlarla mücadele edebilmek için sürdürülebilirlik adı verilen yeni bir bakış açısı geliştirilmiştir. Hem toplumların hem de çevrenin küresel anlamda korunması için devletler ve otoriter kurumlar tarafından sürdürülebilirlik politikaları düzenlenmiştir. Özellikle 20. yy. sonlarından itibaren önem kazanan ve farklı disiplinler tarafından benimsenen sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir kalkınma anlayışı işletmelerin temel işlevlerinden biri olan finans fonksiyonunun da sürdürülebilir olmasını gerekli kılmıştır. Sürdürülebilir finans geleneksel finans anlayışının temelinde yatan kısa vadede kar maksimizasyonu sağlama, kısa vadeli sonuçlara odaklanma yerine işletmenin paydaşlarına ve gelecek nesillere saygılı, uzun vadede değer yaratmaya dayanmaktadır.

Sürdürülebilirlik kavramı ekonomik, sosyal ve çevresel unsurların nesiller arasındaki dengeli uyumunu ifade eden geleceğe yönelik bir kavramdır. Sermaye piyasaları ise uzun vadeli fon akışı sağlayan aracı kurumlardır. Bu bağlamda sermaye piyasalarının sürdürülebilirlik üzerinde bir etkisi olduğu söylenebilir. Sürdürülebilir ekonomik faaliyetler yüksek sürdürülebilirlik performansına sahip işletmelerle ilişkilendirilirken, bu işletmeler de sürdürülebilir finansal piyasalarla bağlantılıdır.

Sürdürülebilir finansal piyasalar sürdürülebilir borsalar aracılığı ile gerçekleştirilmektedir. Borsalar esas olarak şeffaf ve sürdürülebilir sermaye piyasası oluşturmayı hedeflemektedir. Bu hedefi gerçekleştirmek için gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki borsalar tarafından Birleşmiş Milletlere üye olan ülkelerin kabul ettiği 2030 Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleriyle uyumlu, sürdürülebilirlik politikalarını benimseyen işletmelerin yer aldığı sürdürülebilirlik endeksleri oluşturulmuştur. Ülkemizde Borsa İstanbul'a kote edilmiş ve üst düzey kurumsal sürdürülebilirlik performansına sahip şirketlerden oluşan bir endeks hazırlamak ve Türkiye'de ve Borsa İstanbul bünyesindeki

şirketler arasında sürdürülebilirlik bilinci, bilgi ve uygulamaları artırmak amacıyla 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi hesaplanmaya başlamıştır. Bunun yanı sıra 21 Kasım 2022 itibaren yüksek sürdürülebilirlik performansına sahip olan ve aynı zamanda büyük ve likit şirketleri kapsayan bir endeks oluşturmak amacıyla BİST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi hesaplanmaya başlamıştır.

İşletmelerin BİST Sürdürülebilirlik Endeksine dahil olması ulusal ve uluslararası piyasalardaki itibarını arttırırken diğer işletmelere kıyasla rekabet avantajına sahip olmaktadır. Endekste yer alan işletmeler her yıl değerlendirilerek endeks güncellenmekte bu da işletmeleri kendilerini geliştirmeye teşvik etmektedir. Bu sayede işletmeler fırsat ve risklerini verimli olarak yönetebilmektedirler.

Literatürde yer alan çalışmalarda genel olarak işletmelerin sürdürülebilirlik endeksine girmeden belirli dönem önceki finansal performansları ile endekse girdikten sonraki belirli dönemdeki performanslarının analizlerinin karşılaştırması yapılmıştır. Ayrıca sürdürülebilirlik raporları yayımlayan işletmelerin performansları ile benzer niteliğe sahip sürdürülebilirliği benimsememiş işletmelerin finansal performansları karşılaştırılmıştır. Sürdürülebilirlik endeksinde yer alan ve yer almayan şirketlerin finansal performanslarının karşılaştırıldığı çalışmalar oldukça sınırlı sayıdadır. Yapılan çalışmalarda genel olarak Regresyon Analizi, TOPSIS yöntemi, Olay Çalışması, Panel Veri Analizi gibi analiz yöntemleri kullanılmıştır. Bu çalışmada ise daha önce ulusal literatürde rastlanmayan Borsa İstanbul sürdürülebilirlik Endeksine dahil olan ve BİST 30 Endeksinde işlem gören şirketlerin aynı dönemdeki performanslarının karşılaştırmalı analizi yapılmıştır. Ayrıca çalışmada daha önce literatürde rastlanmayan Türkiye ve ABD'de sürdürülebilirlik endekslerinde yer alan şirketlerin performanslarının karşılaştırmalı analizine de yer verilmiştir.

Bu çalışmada şirketlerin sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performansları üzerinde bir etkisi olup olmadığını araştırmak amaçlanmıştır. Bu doğrultuda 2015Ç1-2022Ç4 dönemleri arasında BİST30, BİST Sürdürülebilirlik ve Dow Jones Sürdürülebilirlik Kuzey Amerika Bileşik endekslerinde süreklilik arz eden bankacılık

dışındaki sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin finansal performansları Panel Veri Regresyon Analizi yöntemi kullanılarak incelenmiştir. Bankaların farklı yapısal özelliklere sahip olmaları nedeniyle finansal tablo sunumlarının banka dışı işletmelerden farklıdır, bundan dolayı endekslerde yer alan bankalar analize dahil edilmemiştir. Finansal performans ölçütü olarak aktif karlılığı (ROA) ve özsermaye karlılığı (ROE) oranları kullanılırken bağımsız değişkenler olarak literatürde ROA ve ROE oranları ile anlamlı ilişkiye sahip olan hisse başına kazanç, fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, kaldıraç oranı, firma büyüklüğü, cari oran, FAVÖK marjı ve aktif devir hızı kullanılmıştır. Şirketlerin 2015Ç1-2022Ç4 dönemine ait verilerinin kullanılmasının nedeni BİST Sürdürülebilirlik Endekisinin 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren hesaplanmaya başlanmış olması ve sürdürülebilirlik endekslerinde yer alan ve yer almayan şirketlerin aynı dönemdeki performanslarının karşılaştırılmak istenmesidir.

Çalışmada BİST 30, BİST SE ve DJSI NA endeksleri için Panel Veri Regresyon analizleri yapılırken her bir kesit gözlem için aynı sayıda zaman gözlemi bulunduğundan dengeli panel veri analizi uygulanmıştır. Her bir endeks için kurulan ROA ve ROE modelleri için yapılan panel veri analizi sonuçlarını özetleyecek olursak;

- BİST 30 Endeksi için ROA modelinin panel veri analizi sonuçlarına göre aktif büyüklüğü, hisse başına kazanç ve PD/DD oranı değişkenlerinin aktif karlılığı üzerinde istatistiksel açıdan anlamlı ve pozitif etkisi olduğu tespit edilmiştir. Analizdeki diğer bağımsız değişkenlerle aktif karlılığı arasında anlamlı bir ilişkiye rastlanılmamıştır.
- BİST 30 Endeksi için ROE modelinin panel veri analizi sonuçlarına göre hisse başına kazanç, FAVÖK marjı ve aktif devir hızı değişkenleri ile özsermaye karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif, kaldıraç oranı ve cari oran değişkenleri ile özsermaye karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır.
- BİST SE Endeksi için ROA modelinin panel veri analizi sonuçlarına göre hisse başına kazanç, aktif büyüklüğü, FAVÖK marjı, fiyat/kazanç oranı ve aktif devir

hızı değişkenleri ile aktif karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif, kaldıraç oranı ile aktif karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu tespit edilmiştir.

- BİST SE Endeksi için ROE modelinin panel veri analizi sonuçlarına göre ise sadece hisse başına kazanç ve FAVÖK marjı değişkenleri ile özsermaye karlılığı değişkenleri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir.
- DJSI NA Endeksi için ROA modelinin panel veri analizi sonuçlarına göre hisse başına kazanç, PD/DD oranı, cari oran ve FAVÖK marjı değişkenleri ile aktif karlılığı arasında istatistiksel bakımdan anlamlı ve pozitif, aktif büyüklüğü ve fiyat/kazanç oranı değişkenleri ile aktif karlılığı arasında istatistiksel bakımdan anlamlı ve negatif yönlü bir ilişki olduğu saptanmıştır.
- DJSI NA için ROE modelinin panel veri analizi sonuçlarına göre ise sadece hisse başına kazanç ve PD/DD oranı değişkenleri ile özsermaye karlılığı arasında anlamlı ve pozitif yönlü ilişkiye rastlanmıştır.

Her üç endeks için elde edilen panel veri regresyon analizi bulgularından yola çıkılarak;

- Sürdürülebilirlik endeksine dahil olmayan BİST 30 endeksinde yer alan firmaların özsermaye karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olduğu,
- Sürdürülebilirlik endeksinde yer alan firmaların aktif karlılığı ile finansal performansı açıklama düzeyi yüksek olan bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olduğu,
- DJSI NA Endeksi için elde edilen bulguların BİST SE ile benzerlik gösterdiği tespit edilmiştir.

Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketlerin finansal performans ölçütü olarak seçilen aktif karlılığı ile bağımsız değişkenler arasında anlamlı

bir ilişki bulunması literatürde yer alan sürdürülebilirlik ve finansal performans ilişkisini araştıran Waddock ve Graves (1997), Ziegler (2012), Ameer ve Othman (2012), Bidhari, Salim ve Aisjah (2013), Marti, Rovira-Val ve Drescher (2015), Siueia, Wang ve Deladem (2019), Düzer ve Önce (2017), Soytaş vd. (2017), Alper ve Aydoğan (2018), Topal (2019), Sak ve Dalgar (2020), Emir ve Kıymık (2021) ve Kılıç vd. (2022) tarafından elde edilen sonuçlar ile benzerlik göstermektedir.

Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketlerin finansal performans ölçütü olarak seçilen özsermaye karlılığı ile bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki bulunamaması literatürde yer alan Marti, Rovira-Val ve Drescher (2015), Fettahoğlu (2013), Alparslan ve Aygün (2013), Topal (2019) ve Önder (2019) tarafından elde edilen sonuçlar ile benzerlik göstermektedir.

Aktif karlılığı şirketin kar elde edebilmek için elindeki varlıkları ne kadar etkin şekilde kullandığını gösterirken özsermaye karlılığı, hissedarların şirkete yaptıkları yatırımların ne kadar verimli kullanıldığını göstermektedir. Bu yönüyle yatırımcılar için en önemli karlılık göstergelerinden birisidir. Sürdürülebilirlik endeksinde yer alan firmaların aktif karlılığı ile bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişkinin olması sürdürülebilirlik faaliyetlerinin işletmelerin finansal performansını olumlu etkileyeceği görüşünü destekleyen Paydaş Teorisi ile benzerlik göstermektedir. Buna karşılık Sürdürülebilirlik endeksinde yer alan firmaların özsermaye karlılığı ile bağımsız değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olmaması, yatırımcıların işletmelerin sürdürülebilirlik endeksine dâhil olmak için gösterdikleri performansı yeteri kadar dikkate almadığı şeklinde yorumlanabilir. Buradan yola çıkılarak, bireysel yatırımcıların genel olarak çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim faktörleriyle ilgili uzun dönemli düşünceye sahip olmadıkları ve konuya ilişkin farkındalıklarının yeterli olmadığı söylenebilir. Ayrıca, yatırımcıların yatırım kararlarında sürdürülebilirlik haricindeki faktörleri, özellikle şirketin finansal durumu, sektör riski, ülke riski gibi diğer faktörleri daha fazla göz önünde bulundurdukları tahmin edilmektedir. Elde edilen sonuçlara göre sürdürülebilirlik endekslerinde yer alan şirketler bu endekslerde işlem görmenin iktisadi karşılığını henüz alamamaktadır.

Sürdürülebilirlik endekslerinde yer alan şirketler için yatırımcıların dikkatini çekebilmek adına birtakım önerilerde bulunulmuştur. Öncelikle şirketler şeffaflıklarını artırmalıdır. Yani şirketler, sürdürülebilirlik çalışmalarını net olarak paylaşmalı ve yatırımcılara bu konuda güven vermelidir. Ayrıca, sürdürülebilirlik konusundaki başarıları vurgulamak da etkili olabilmektedir. Bu şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetişim (ÇSY) alanlarındaki performanslarını vurgulayan raporlar yayımlamak, yatırımcılara değerli bilgiler sunabilir. Sosyal medya ve diğer iletişim kanalları aracılığıyla şirketin sürdürülebilirlik çabalarını aktif bir şekilde paylaşmak da önemlidir. Bu, yatırımcıların şirketin sürdürülebilirlik vizyonunu anlamalarına ve bu vizyonu desteklemelerine yardımcı olabilir. Sürdürülebilirlik endekslerine dayalı fonlar ve yatırım araçları geliştirmek, yatırımcıları bu şirketlere yönlendirebilir. ESG kriterlerine uyum gösteren bu şirketlerin fonlarına yatırım yapan bireysel yatırımcılar, karlılıklarını artırmanın yanı sıra daha istikrarlı bir portföy elde edebilirler. Yatırım yapmadan önce şirketlerin sürdürülebilirlik kriterlerini araştırmaları ve endeksleri takip etmeleri önemlidir. Ayrıca, şirketlerin finansal performanslarını değerlendirirken etik değerler ve sosyal sorumluluk projelerine olan bağlılıklarını göz önünde bulundurmalılar. Uzun vadeli bir bakış açısı benimsemek ve sürdürülebilirlik odaklı fonlar veya borsa yatırım fonları ile yatırım yapmak, riskleri azaltabilir. Yatırımcıların düzenli olarak şirket performansını izlemeleri, bilinçli ve etkili kararlar almalarını sağlar. Son olarak, sürdürülebilirlikle ilgili eğitim ve farkındalık kampanyaları düzenlemek yatırımcıları bilinçlendirebilir.

Bu çalışmanın gelecekte sürdürülebilirlik ve finansal performans ilişkisini araştıracak olan araştırmalara kaynak oluşturması hedeflenmektedir. Konu ile ilgili gelecekte yapılacak olan çalışmalarda daha uzun vadeli veri seti kullanılabilir, araştırmanın modellerin sayısı artırılabilir ve modelde kullanılan finansal performans göstergeleri ve bağımsız değişkenler farklılaştırılabilir. Ayrıca farklı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki sürdürülebilirlik endekslerinde yer alan ve yer almayan işletmelerin verileri kullanılarak araştırmanın örneklemi genişletilebilir. Diğer yandan dengesiz veya dinamik panel veri analizi modelleri seçilerek yapılan çalışmalarla da konuya ilişkin genel bir kanıya varılabilir.

KAYNAKÇA

Acar, Merve, Hüseyin Temiz:	"Sürdürülebilirlik Endeksinde İşlem Gören Firmaların Finansal Performansı: Olay Çalışması Örneği", **Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,** Sayı 3, 2018, s. 1971-1978
Adiloğlu, Burcu, Bengü Vuran:	"The Importance of EBIT- EBITDA Disclosure in Annual Reports: A Comparison from Turkey", **International Journal of Social Sciences and Education Research,** Cilt 3, Sayı 2, 2017, s. 397-405
Aggarwal, Priyanka:	"Impact of Sustainability Performance of Company on its Financial Performance: A Study of Listed Indian Companies", **Global Journal of Management and Business Research Finance,** Cilt 13, Sayı 11, 2013, s. 60–70
Akgül, Urungu:	"Sürdürülebilir Kalkınma: Uygulamalı Antropolojinin Eylem Alanı", **Ankara Üniversitesi Dil ve Tarih Coğrafya Fakültesi Antropoloji Dergisi,** Sayı 24, 2010, s. 133-164.
Aksoy, Mine:	"Relationship between Corporate Sustainability Performance and Brand Performance: Evidence From Borsa İstanbul", **Research Journal of Business and Management,** Cilt 7, Sayı 3, s. 139-148
Alparslan, Ajar, Mehmet Aygün:	"Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Firma Performansı", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Cilt 18, Sayı 1, 2013, s. 435-448
Alper, Değer, Ebru Aydoğan:	"Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Firma Performansına Etkisi: Türkiye Örneği", **Uludağ Üniversitesi Fen-Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi,** Cilt 19, Sayı 34, 2018, s.185-214
Altınay, Ayşenur, Barış Kaki, Ali Kestane, Mustafa Soba, Ömer Dinçer ve Eser Şık:	"Sürdürülebilirlik Endeksinin Bankacılık Sektörü Hisse Senedi Değerlerine Etkileri, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Üzerine Bir İnceleme", **Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi,** Cilt 17, Sayı 34, 2017, s. 264-284

Ameer, Rashid, Radiah Othman:	"Sustainability Practices and Corporate Financial Performance: A Study Based on the Top Global Corporations", **Journal Business Ethics, Cilt** 108, 2012, s. 61-79
Annisa, Sri Rizki, Hermanto, Siti Aisyah Hidayati:	"The Effect of Return on Equity (ROE) on Company Value with Dividend and Leverage as Moderating Variables**", International Journal of Science and Research (IJSR),** Cilt 8, Sayı 5, 2019, s. 2098-2107
Aras, Güler, Aslı Aybars ve Özlem Kutlu:	"The Interaction between Corporate Social Responsibility and Value Added Intellectual Capital: Empirical Evidence from Turkey", **Social Responsibility Journal,** Cilt 7, Sayı 4, 2011, s. 622-637
Arsoy, Aylin Poroy, Özer Arabacı ve Aydem Çiftçioğlu:	"Corporate Social Responsibility and Financial Performance Relationship: The Case of Turkey", **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Sayı 53, 2012, s. 159-176
Atmaca, Metin, Hakan Çelenk:	"Uluslararası Muhasebe ve Finansal Raporlama Standartlarının Finansal Analize Etkilerinin Regresyon Analizi Đle Ölçülmesine Yönelik Bir Araştırma", **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Sayı 49, 2011, s. 113-125
Aytekin, Mehmet, Ahmet Fidanoğlu:	**Kurumsal Sürdürülebilirlik ve İşletme Performansı,** Ankara, Gazi Kitapevi, 2022
Aytekin, Sinan, Abdullah Ferit Erol:	"Fınansal Performans Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansının Temel Belirleyicisi Midir? BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Aras Yöntemi İle Bir Uygulama", **UİİİD-IJEAS,** 17. UİK Özel Sayısı, 2018, s. 869-886
Ayvacık, Eda, Selçuk Yalçın:	"Sürdürülebilirlik: Ekonomik ve Sosyal Eğilimler", **Kurumsal Sürdürülebilirlik ve İşletmeler Açısından Önemi,** Ed. Enes Emre Başar, Alırıza Ağ ve Ünal Gülhan, Ankara, İmaj Yayınları, 2019, s. 162
Baltagi, Badi H.:	**Econometric Analysis of Panel Data,** Third Edition, England, John Wiley & Sons, 2005

Başar, Banu: "Kurumsal Sosyal Sorumluluk Raporlaması ve Finansal Performans Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Kimya-Petrol-Plastik Sektörü Şirketleri Üzerine Bir Araştırma", **Yönetim ve Ekonomi,** Cilt 21, Sayı 2, 2014, s. 59-72

Bayrakdaroğlu, Ali, Yusuf Tepeli: "Türkiye'de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları", **BİST Sürdürüleilirlik Endeksi Kapsamında Ekonometrik Bir Uygulama,** Ed. Aysel Gündoğdu, Ankara, Gazi Kitapevi, 2019, s. 300-301

Belu, Constantin: "Ranking Corporations Based on Sustainable and Socially Responsible Practices. A Data Envelopment Analysis (DEA) Approach", **Sustainable Development,** Cilt 17, 2009, s. 257-268

Bhunia, Amalendu, Somnath Mukhuti ve Gautam Roy: "Financial Performance Analysis-A Case Study", **Current Research Journal of Social Sciences,** Cilt 3, Sayı 3, 2011, s. 269-275

Bidhari, Sandhika Cipta, Ubud Salim ve Siti Aisjah: "Effect of Corporate Social Responsibility Information Disclosure on Financial Performance and Firm Value in Banking Industry Listed at Indonesia Stock Exchange", **European Journal of Business and Management,** Cilt 5, Sayı 18, 2013, s. 39-47

Bilgili, Muhammet Yunus: "Ekonomik, Ekolojik ve Sosyal Boyutlarıyla Sürdürülebilir Kalkınma", **The Journal of International Social Research,** Cilt 10, Sayı 49, 2017, s. 559-570.

Blasi, Silvia, Massimiliano Caporin ve Fulvio Fontini: "A Multidimensional Analysis of the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Firms' Economic Performance", **Ecological Economics,** Cilt 147, s. 218-229

Bolat, Bilge Acar: **"Firma Performansını Etkileyen Faktörlerin Yapısal Eşitlik Modeli ile İncelenmesi"**, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul, İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2009

Borsa İstanbul: (Çevrimiçi), www.borsaistanbul.com, 8 Ağustos 2023

Borsa İstanbul: "BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Temel Kuralları", Sayı 5, (Çevrimiçi), https://www.borsaistanbul.com/files/bist-surdurulebilirlik-endeksi-temel-kurallari-31122014.pdf, 8 Ağustos 2023

Borsa İstanbul: "Gelecekte Var Olmak: Şirketler İçin Sürdürülebilirlik Rehberi", 2020

Botika, Marianna: "The Use of Dupont Analysis in Abnormal Returns Evaluation: Empirical Study of Romanian Market", **Procedia-Social and Behavioral Sciences,** Cilt 62, 2012, s. 1179-1183.

Boubaker, Sabri, Alexis Cellier, Riadh Manita ve Asif Saeed: "Does Corporate Social Responsibility Reduce Financial Distress Risk?", **Economic Modelling,** Cilt 91, 2020, s. 835-851

Bowen, Howard R.: **Social Responsibilities of The Businessman,** University of Lowa Press, 2013

Bozlağan, Recep: "Sürdürülebilir Gelişme Düşüncesinin Tarihsel Arka Planı", **Journal of Social Policy Conferences,** Sayı 50, 2005, s. 1011-1028

Brealey, Richard A., Steward C. Myers ve Alan J. Marcus: : **Fundamentals of Corporate Finance,** Tenth Edition, McGraw Hill Education, 2019

Bülüç, Ferda; Okan Özkan ve İsmail Ağırbaş: "Oran Analizi Yöntemiyle Özel Hastane Finansal Performansının Değerlendirilmesi", **International Journal of Academic Value Studies (Javstudies),** Cilt 3, Sayı 11, 2017, s. 64-72

Burhan, Annisa Hayatun N., Wiwin Rahmanti: "The Impact of Sustainability Reporting on Company Performance", **Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura,** Cilt 5, Sayı 2, 2012, s. 257–272

Çamlıca, Zekiye, Gülşah Sezen Akar: "Lojistik Sektöründe Sürdürülebilirlik Uygulamaları", **Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Elektronik Dergisi,** Sayı 11, 2014, s. 100-119.

Çanakçıoğlu, Mustafa, Mahmut Demirbaş:	"Performans Ölçüm Yöntemleri ile Kurumsal Karne Yaklaşımı", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası,** Cilt 59, Sayı 2, 2009, s. 213-238
Canikli, Seda:	"Sürdürülebilir Finans Mekanizmaları, Araçları ve Sürdürülebilir Kalkınma İlişkisi", **Akdeniz İİBF Dergisi,** Cilt 22, Sayı 1, 2022, s. 26-39
Carmen Pilar Marti,M. Rosa Rovira-Val ve Lisa G. J. Dresche:	"Are Firms that Contribute to Sustainable Development Better Financially?", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management,** Cilt 22, 2015, s. 305–319
Çelik, İsmail, Semra Ayhan:	"Veri Zarflama Analizi ile İmalat Sanayi Sektörünün Finansal Performans Etkinliğinin Ölçülmesi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma", **Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi,** Cilt 8, Sayı 18, 2017, s. 56-74
Çelik, Sibel, Emin Zeytinoğlu ve Yasemin Deniz Akarım:	"Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Finansal Performans Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Üzerine Bir Uygulama", **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi,** Cilt 18, Özel Sayı 1, 2016, s. 439-453
Çetinel, Sedef:	**Pazarlama Planı El Kitabı,** Ankara, TUGİDEM Yayınları**,** 2005
Charlo, Maria J., Ismael Moya ve Ana M. Munoz:	"Sustainable Development in Spanish Listed Companies: A Strategic Approach", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management,** Cilt 24, 2017, s. 222–234
Cheung, Adrian Wai Kong:	"Do Stock Investors Value Corporate Sustainability? Evidence from an Event Study ", **Journal of Business Ethics,** Cilt 99, 2011, s. 145-165
Çimen, Ayşegül:	**Sürdürülebilir Finans.** Ankara, Ekin Yayınevi, 2019
Çıtak, Levent, Ersan Ersoy:	"Firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksine Alınmasına Yatırımcı Tepkisi: Olay Çalışması ve Ortalama Testleri ile Bir Analiz", **Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi,** Cilt 8, Sayı 1, 2016, s. 43-57

Çokmutlu, Meltem Ece, Metin Kılıç:	"Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alan İmalat Sanayii İşletmelerinin Sürdürülebilirlik Performansları ile Finansal Performanslarının Karşılaştırılması", **Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi,** Cilt 18, Sayı 3, 2020, s. 96-115
Çokmutlu, Meltem Ece:	**"Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alan İşletmelerin Sürdürülebilirlik Performansları ile Finansal Performanslarının Karşılaştırılması"**, Doktora Tezi, Karabük, Karabük Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2019
Collison, David J., George Cobb, David M. Power, D. M. ve Lorna A. Stevenson:	"The Financial Performance of the FTSE4Good Indices", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management,** Cilt 15, Sayı 1, 2008, s. 14-28
Comincioli, Nicola, Laura Poddi ve Sergio Vergalli:	"Does Corporate Social Responsibility Affect the Performance of Firms?", **FEEM Working Paper,** Sayı 53, 6 Ağustos 2012, s. 1-33
Corporate Finance Institute:	**Financial Ratios eBook,** Published May 21, 2019, Updated May 2, 2023, (Çevrimiçi) https://corporatefinanceinstitute.com/assets/CFI-Financial-Ratios-Cheat-Sheet-eBook.pdf , 17 Ağustos 2023
Cristu, Andreea-Alice:	"The Promotion of The Sustainable Development, Strategical Objective for The Whole Humanity", **North Economic Review,** Cilt 1, Sayı 1, 2017, s. 192-200.
Curran, M. Martin, Dominic Moran:	"Impact of The FTSE4Good Index on Firm Price: An Event Study", **Journal of Environmental Management**, Cilt 82, Sayı 4, 2007, s. 529-537
Dağtaş, Suzan, Oğuz Seçme:	"The Effect of Inclusion of Companies in The Sustainability Index on The Fınancial Performances in The Covıd Period: A Research on The Automotive Industry", **Press Academia,** 11th Istanbul Finance Congress, Cilt 16, 2022, s.39-43

Debusk, Gerald K., Robert M. Brown ve Larry N. Kıllough: "Components and Relative Weights in Utilization of Dashboard Measurement Systems Like the Balanced Scorecard" **The British Accounting Review,** Cilt 35, Sayı 3, 2003, s. 215-231.

Dilmen, Mustafa: **Yatırım Projelerinde Finansal Analiz Teknikleri (İnfraheat Endüstri İşletmesi Örneği),** 1. Baskı, Ankara, Gazi Kitapevi, 2022

Dinçer, Caner, Banu Dinçer ve Ayşe İrem Keskin: "Sürdürülebilirlik ve Finansal Performans Arasındaki İlişkinin BIST 100 ve BIST Sürdürülebilirlik Şirketleri Aracılığıyla İncelenmesi", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar,** Cilt 58, Sayı 658, 2021, s. 157-180

Dinçer, Ömer, Ayşenur Altınay: "The Effect of Declarations of Sustainability Reports on Financial Performances of Banks in Turkey", **Preprints,** 15 Haziran 2020, s. 1-15, (Çevrimiçi) www.preprints.org, 3 Mart 2023

DiSegni, Dafna M., Moshe Huly ve Sagi Akron: "Corporate Social Responsibility, Environmental Leadership and Financial Performance", **Social Responsibility Journal,** Cilt 11, Sayı 1, 2015, s. 131-148.

Doğan, Berna, Ahmet Şit ve Bilge Topal: "Faaliyet Oranlarının Firmaların Finansal Performansları Üzerine Etkisi: BİST Gıda Endeksi Üzerine Bir Uygulama", **Uluslararası İşletme, Ekonomi ve Yönetim Perspektifleri Dergisi,** Cilt 3, Sayı 1, 2019, s. 20-27

Dozen, Büşra, Tuba Derya Başkan: "Firma Performansının Kar Dağıtımına Etkisi: Sürdürülebilirlik Endeksine Tabi Firmalarda Değerlendirme", **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Sayı 85, 2020, s. 257-268

Duran, Cengiz, Ferit Karahan, Mürsel Güler ve Sezer Budak: "Kurumsal Sosyal Sorumluluk Başarısına Finansal Performansın Etkisi", **Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Cilt 6, Sayı 4, 2017, s. 87-95

Duran, Dan Cristian, Luminita Maria Gogan, Alin Artene ve Vasile Duran: "The Components of Sustainable Development - A Possible Approach", **Procedia Economics and Finance,** Cilt 26, 2015, s. 806-811.

Durrah, Omar, Abdul Aziz Abdul Rahman, Syed Ahsan Jamil ve Nour Aldeen Ghafeer:	"Exploring the Relationship between Liquidity Ratios and Indicators of Financial Performance: An Analytical Study on Food Industrial Companies Listed in Amman Bursa", **International Journal of Economics and Financial Issues,** Cilt 6, Sayı 2, 2016, s. 435-441.
Düzer, Murat, Saime Önce:	"Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlaması ve Finansal Performans: BİST'te İşlem Gören Şirketler İçin Karşılaştırmalı Bir Analiz", **Bilecik Şeyh Edebali Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,** Cilt 2, Sayı 2, 2017, s. 637-648
Düzer, Murat, Saime Önce:	"Sürdürülebilirlik Performans Göstergelerine İlişkin Açıklamaların Finansal Performans Üzerine Etkisi: Bist'te Bir Uygulama", **Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi,** Cilt 11, Sayı 1, 2018, s. 93-118
Ebaid, Ibrahim El-Sayed:	"Nexus between Sustainability Reporting and Corporate Financial Performance: Evidence from an Emerging Market", **International Journal of Law and Management,** Cilt 65, Sayı 2, 2023, s. 152-171
Elmghaamez, Ibrahim Khalifa,, Jesuleke I. Olarewaju:	"Corporate Social Responsibility and Financial Performanceof Product and Service-based Firms Listed on London Stock Exchange", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management,** Cilt 29, Sayı 5, 2022, s. 1370-1383
Emir, Süleyman, Hakkı Kıymık:	"Sürdürülebilirlik Düzeyinin Finansal Performans Üzerindeki Etkisinin Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul'da Bir Araştırma", **Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi,** Cilt 14, Sayı 1, 2021, s. 101-128
European Commission:	(Çevrimiçi), https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/overview-sustainable-finance_en , 7 Ağustos 2023
Farooq, Muhammad, Amna Noor:	"The Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Distress: Evidence from Developing Economy", **Pacific Accounting Review,** Cilt 33, Sayı 3, 2021, s. 376-396
Fatihudin, Didin, Jusni and Mochamad Mochklas:	"How Measuring Financial Performance", **International Journal of Civil Engineering and Technology (IJCIET)**, Cilt 9, Sayı 6, June 2018, s. 553–557,

Fernandes, Korir: **"Effect of Capital Intensity on Financial Performance of Manufacturing and Allied Firms Listed at The Nairobi Securities Exchange"**, Master Research Project, Nairobi, University of Nairobi, Science in Finance, 2021

Fettahoğlu, Sibel: "İşletmelerde Sosyal Sorumluluk ile Finansal Performans Arasındaki İlişki: İMKB'ye Yönelik Bir Uygulama", **Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi,** Cilt 5, Sayı 2, 2013, s. 515-524

Freeman, R. Edward: **Strategic Management: A Stakeholder Approach,** USA, Pitman Publishing Inc., 1984

Friedman, Milton: "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits", **New York Times Magazine,** Eylül 13, 1970, s. 122-126.

Geissdoerfer, Martin, Paulo Savaget, Nancy M.P. Bocken ve Erik Jan Hultink: "The Circular Economy - A New Sustainability Paradigm?" **Journal of Cleaner Production,** Cilt 143, 2017, s. 757-768.

Gladwin, Thomas N., James J. Kennelly ve Tara-Shelomith Krause: "Shifting Paradigms for Sustainable Development: Implications for Management Theory and Research", **Academy of Management,** Cilt 20, Sayı 4, October 1995, s. 874-907.

Gujarati, Damodar N., Dawn C. Porter: **Basic Econometrics,** Fifth Edition, New York, McGraw Hill, 2009

Gülcan, Nazlıgül, Hüseyin Dalgar: "İşletmelerin Sosyal Sorumluluk Faaliyetlerinin Finansal Performanslarına Etkisi", **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi,** Cilt 21, Sayı 3, 2019, s. 603-627

Gülcan, Nazlıgül: "Yeşil Yönetim-Finansal Performans İlişkisi: BIST 50 Endeksi'nde Yer Alan İşletmeler Üzerine Bir Uygulama", **Akademik Sosyal Araştırmalar Dergisi,** Sayı 56, Ekim 2017, s. 460-472

Gündüz, Çağdaş: "Sürdürülebilirlik Endeksi Kapsamına Alınmanın Hisse Senedi Değerine Etkisi: BIST Uygulaması", **Türkiye Bankalar Birliği,** 2018, s. 1-25

Güner, Utku: **Çevresel Sürdürülebilirlik,** Google Elektronik Kitaplar, 2020, (Çevrimiçi), 3 Ağustos 2023

Güriş, Selahattin: **Uygulamalı Panel Veri Ekonometrisi,** İstanbul, Der Yayınları, 2018

Gürkan, Nurdan, Serhan Gürkan: "Yenilikçilik Kavramının İşletmelerin Finansal Performansı Üzerindeki Etkisi", **Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi,** ICMEB17 Özel Sayısı, 2017, s. 213-226

Habitat Konferansları: (Çevrimiçi), https://habitat.csb.gov.tr/habitat-konferanslari-i-5746, 27 Temmuz, 2023

Hacıoğlu Kazak, Evrim: **Sürdürülebilirlik Temelli Firma Değeri Tahmin Modelinin Geliştirilmesinde Makine Öğrenmesi Tabanli Yaklaşim: OECD Ülkeleri Bankacılık Sektörü Uygulaması,** Doktora Tezi, İstanbul, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2023

Han, Jae-Joon, Hyun Jeong Kim ve Jeongmin Yu: "Empirical Study on Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Korea", **Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility,** Cilt 1, 2016, s. 61-76

Hasan, Iftekhar, Nada Kobeissi, Liuling Liu ve Haizhi Wang: "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance: The Mediating Role of Productivity", **Journal of Business Ethics,** Cilt 149, 2018, s. 671-688

Hausman, J. A.: "Specification Tests in Econometrics", **Econometrica,** Cilt 46, Sayı 6, 1978, s. 1251-1271

Hill, Hermann: "Die Neue Verwaltung Nachhaltige Entwickeln", **Die Öffentliche Verwaltung,** Heft 2, Januar, 1993, s. 56

Hirigoyen, Gerard, Thierry Poulain-Rehm: "Relationships between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: What is the Causality?", **Journal of Business & Management,** Cilt 4, Sayı 1, 2015, s. 18-43

Hockerts, Kai: "The SusTainAbility Radar: A Tool for The Innovation of Sustainable Products and Services", **Greener Management International,** Sayı 25, s. 29-49.

İge, Mustafa, Ayça Akarçay Öğüz: "EBIT&EBITDA'nın Tanımlanması ve Kullanımına İlişkin Öneriler", **İşletme Akademisi Dergisi,** Cilt 2, Sayı 3, 2021, s. 220-239

IUCN, UNEP ve WWF: **Caring for the Earth: A Strategy for Sustainable Living,** Gland, Switzerland, October 1991

Kahyaoğlu, Sezer Bozkuş: "Türkiye'de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları", **Sürdürülebilirlik ve Kurumsal Yönetim,** Ed. Aysel Gündoğdu, Ankara, Gazi Kitapevi, 2019, s. 148.

Kaplan, Ayşegül: "Küresel Çevre Sorunları ve Politikaları", **Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları Tezler Dizisi,** Nu. 18, 1997, Ankara.

Karaca, Samuray: **"BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alan İşletmelerin Finansal Risk ve Performanslarının Hisse Senedi Fiyatları Üzerine Etkisi",** Doktora Tezi, Afyon, Afyon Kocatepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2022

Karademir, Kağan, Merve Karacaer Ulusoy: **Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramının Hisse Senedi Getirisine Etkisi: BİST Sürdürebilirlik Endeksinin Sektörel Bazda İncelenmesi,** Ankara, Gazi Kitapevi, 2020

Karadeniz, Erdinç, Levent Koşan, Fatih Günay ve Selda Dalak: "Otel İşletmelerinde Karlılığı Etkileyen Değişkenlerin DuPont Analiz Tekniğiyle Ölçülmesi: Avrupa Borsalarında Ekonometrik Bir Analiz", **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Sayı 81, 2019, s. 21-36

Karadeniz, Erdinç, Ömer İskenderoğlu ve Buket Dilan Uzpak: "Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansı ve Finansal Performans: Borsa İstanbul Konaklama Şirketlerinde Bir Araştırma", **Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar,** Sayı 655, 2021, s. 135-159

Karagiorgos, Theofanis: "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: An Empirical Analysis on Greek Companies", **European Research Studies,** Cilt XIII, Sayı 4, 2010, s. 85-108

Karapınar, Aydın, Figen Ayıkoğlu Zaif: **Finansal Analiz,** Yenilenmiş 5. Baskı, Ankara, Gazi Kitapevi, 2018

Kaya, Niyazi, Mehmet Tamer Çobanoğlu ve Eyüp Artvinli: "Sürdürülebilir Kalkınma İçin Türkiye'de ve Dünyada Çevre Eğitimi Çalışmaları", **6. Ulusal Coğrafya Sempozyumu,** 2010, Turkey, s. 407-418

Kaya, Yunus: "Muhasebe ve Finans Alanlarında Seçme Konular-2", **Finansal Performans Ölçüm Yöntemleri,** Ed. Saadet Tulum ve Tuncer Yılmaz, Efe Akademi Yayınları, 2022, s. 67, 69-70, 75

Kaypak, Şafak: "Ekolojik Turizmin Sürdürülebilirliği", **Alanya İşletme Fakültesi Dergisi,** Cilt 2, Sayı 2, 2010, s. 93-114

Kaypak, Şafak: "Küreselleşme Sürecinde Sürdürülebilir Bir Kalkınma İçin Sürdürülebilir Bir Çevre", **KMÜ Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi,** Cilt 13, Sayı 20, 2011, s. 19-33.

Keffas, Grace, Omiete Victoria Olulu-Briggs: "Corporate Social Responsibility: How Does It Affect The Financial Performance of Banks? Empirical Evidence from US, UK and Japan", **Journal of Management and Corporate Governance,** Cilt 3, 2011, s. 8-26

Khantimirov, Denis: "Market Share as a Measure of Performance: Conceptual Issues and Financial Accountability for Marketing Activities within a Firm", **Journal of Research in Marketing,** Cilt 7, Sayı 3, 2005, s. 587-592

Kılıç, Meltem, Hasan Emin Gürler, Ahmet Kaya ve Chang Wong Lee: "The Impact of Sustainability Performance on Financial Performance: Does Firm Size Matter? Evidence from Turkey and South Korea", **Sustainability,** Cilt 14, 2022, s. 1-19

Kılıç, Selim: "Yeni Toplumsal ve Ekonomik Arayışlar Sürecinde Sürdürülebilir Kalkınma", **Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Cilt 8, Sayı 2, 2006, s. 81-101.

Kim, Kwang-Ho, MinChung Kim ve Cuili Qian: "Effects of Corporate Social Responsibility on Corporate Financial Performance: A Competitive-Action Perspective", **Journal of Management,** Cilt 44, Sayı 3, 2018, s. 1097–1118

Korga, Selda, Suphi Aslanoğlu:	"Sürdürülebilirlik Performansı İle Finansal Performans İlişkisi Üzerine Bir Araştırma", **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi,** Cilt 25, Sayı 2, 2022, s. 633-645
Köse Eda, Sabriye Ak Kuran:	"Çevresel ve Finansal Performans İlişkisi: BIST 30 Üzerine Bir Araştırma", **Banka ve Finans Hukuku Dergisi,** Cilt 10, Sayı 39, 2021, s. 705-728
Kuhlman, Tom, John Farrington:	"What is Sustainability?", **Sustainability,** Cilt 2, Sayı 11, 2010, s. 3436-3448.
Kuşat, Nurdan:	"Türkiye'de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları", **Sürdürülebilir Kalkınmanın Tarihçesi,** Ed. Aysel Gündoğdu, Ankara, Gazi Kitapevi, 2019, s. 12-13.
Laskar, Najul, Tapan Kumar Chakraborty ve Santi Gopal Maji:	"Corporate Sustainability Performance and Financial Performance: Empirical Evidence from Japan and India", **Management and Labour Studies,** Cilt 42, Sayı 2, 2017, s. 88-106
Li, Xiuping, Ye Yang:	"Does Green Finance Contribute to Corporate Technological Innovation? The Moderating Role of Corporate Social Responsibility", **Sustainability,** Cilt 14, Sayı 9, 2022, s. 1-17
Lo, Shih-Fang, Her-Jiun Sheu:	"Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?", **Corporate Governance: An International Review,** Cilt 15, Sayı 2, 2007, s. 345-358.
Lopez, M.Victoria., Arminda Garcia ve Lazaro Rodriguez :	"Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index", **Journal of Business Ethics,** Cilt 75, 2007, s. 285-300
Lourenço, Isabel C., Manuel Castelo Branco:	"Determinants of Corporate Sustainability Performance in Emerging Markets: The Brazilian Case", **Journal of Cleaner Production,** Cilt 57, 2013, s. 134-141
Lynn, Theodore Gerard:	"Encyclopaedia of Corporate Social Responsibility", **FTSE4Good Index,** Eds. Samuel O. Idowu, Nicholas Capaldi, Liangrong Zu ve Ananda Das Gupta, Springer, 2013, s. 1175-1176

Makni, Rim, Claude Francoeur ve François Bellavance:	"Causality between Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidence from Canadian Firms", **Journal of Business Ethics,** Cilt 89, 2009, s. 409-422
Maqbool, Shafat:	"Does Corporate Social Responsibility Lead to Superior Financial Performance? Evidence from BSE 100 Index", **Decision,** Cilt 46, Sayı 3, 2019, s.219-231
Markulev, Ana, Anthea Long:	**On Sustainability: An Economic Approach,** Staff Research Note, Productivity Commission, Canberra, 2013.
Marti, Carmen Pillar, M. Rosa Rovira-Val ve Lisa G. Drescher:	"Are Firms that Contribute to Sustainable Development Better Financially?", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management,** Cilt 22, 2015, s. 305-319
Masa'deh, Ra'ed (Moh'dTaisir), Mohammad Tayeh, Idries M. Al-Jarrah ve Ali Tarhini:	"Accounting vs. Market-based Measures of Firm Performance Related to Information Technology Investments", **International Review of Social Sciences and Humanities,** Cilt 9, Sayı 1, 2015, s. 129-145
McKenzie, Stephen:	"Social Sustainability: Towards Some Definitions", **Hawke Research Institute,** Working Paper Series, 27, 2004, s. 1-31
Menekşe, Talha:	**"Kurumsal Sürdürülebilirlik ile İnovasyon ve Finansal Performans İlişkisi: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirketler Üzerinde Bir Uygulama", Yayınlanmamış** Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, Yıldız Teknik Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2019, s. 77-94
Mohammadi, Shaban, Hadi Saeidi:	"Corporate Social Responsibility and Financial Accounting Concepts: Evidence from an Emerging Market", **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal,** Cilt 13, Sayı 3, 2022, s. 740-764
Morelli, John:	"Environmental Sustainability: A Definition for Environmental Professionals", **Journal of Environmental Sustainability,** Cilt 1, Sayı 1, 2011, s. 1-9.
Morgan Stanley Capital International:	"MSCI KLD 400 Social Index (USD)", 2018, (Çevrimiçi), msci.com, 8 Ağustos 2023

Mukhtarov, Shahriyar, Serhat Yüksel ve Hasan Dinçer: "The Impact of Financial Development on Renewable Energy Consumption: Evidence from Turkey", **Renewable Energy,** Cilt 187, 2022, s. 169-176

OECD: **Strategies for Sustainable Development: DAC Guidelines Series,** Paris, OECD Publishing, 2001

Oguna, Austine Aringo: "**Examining The Effect of Capital Structure on Financial Performance: A Study Of Firms Listed Under Manufacturing, Construction and Allied Sector at The Nairobi Securities Exchange",** Unpublished MBA, Nairobi, School Of Business, University of Nairobi, 2014

Okafor, Anthony, Bosede Ngozi Adeleye ve Michael Adusei: "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Evidence from U.S Tech Firms", **Journal of Cleaner Production,** Cilt 292, 2021, s. 1-11

Omağ, Aclan: "Du-Pont Analizi ve Örnek Bir Uygulama", **Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi,** Cilt 6, Sayı 1, Mart 2021, s. 51-57

Otluoğlu, Emir, Celal Şirin: "Ekonomik Büyüme ve Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları, Borsa İstanbul Şirketleri Üzerine Bir Araştırma", **Alanya Akademik Bakış Dergisi**, Cilt 5, Sayı 1, 2021, s. 127-142

Oxford Learner's Dictionaries: (Çevrimiçi), https://www.oxfordlearnersdictionaries.com/definition/english/sustainability, 19 Temmuz 2023

Öcal, Hüseyin, Anton Abdulbasah Kamil: "The Impact of Risk Indicators on Sustainability (ESG) and Broad-based Indices: An Empirical Analysis from Germany, France, Indonesia and Turkey", **International Journal of Sustainable Economy,** Cilt 13, Sayı 1, 2021, s. 18-54

Öcek, Cemile, Sema Nur Ünlübulduk ve Erdinç Karadeniz: "Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Finansal Başarısızlık Riski: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Konaklama İşletmelerinde Bir Araştırma", **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Sayı 92, 2021, s. 21-46

Önder, Şerife: "İşletmelerin Kurumsal Sosyal Sorumlulukları Ve Finansal Performansı Arasındaki İlişkinin Çift Yönlü İncelenmesi", **Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi,** Cilt 12, Sayı 2, 2019, s. 181-196

Özçelik, Funda, Burcu Avcı Öztürk ve Sevda Gürsakal: "Investigating The Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Turkey", **Atatürk Üniversitesi İİBF Dergisi,** Cilt 28, Sayı 3, 2014, s. 189-202

Özçelik, Hakan, Zühal Arslan: "Effect of Financial Structure Ratios on Profitability: Panel Data Analysis on Manufacturing Sector", **Journal of Business Research-Türk,** Cilt 11, Sayı 1, 2019, s. 504-516

Özdemir, Zehra, Fatma Pamukçu: "Kurumsal Sürdürülebilir Raporlama Sisteminin Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi Kapsamındaki İşletmelerde Analizi", **Mali Çözüm Dergisi,** Cilt 26, Sayı 134, 2016, s. 13-35

Özevin, Onur: "Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansının Entropi ve TOPSİS Yöntemleriyle Ölçülmesi: BIST Şirketleri Üzerine Bir Uygulama", **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Sayı 95, 2022, s. 75-98

Özkan, Azzem, Şükran Güngör Tan ve Bahşende Taşdemir: "Sürdürülebilirlik Açıklamaları Kapsamında Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Karlılık Üzerine Etkisi: BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Bir Araştırma", **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi,** Cilt 20, Sayı 3, 2018, s. 560-577

Özmehmet, Dr. Ecehan: "Dünyada ve Tükiye Sürdürülebilir Kalkınma Yaklaşımları", **Yaşar Üniversitesi E-Dergisi,** Cilt 3, Sayı 12, 2008 s. 1853-1876, (Çevrimiçi), https://dergipark.org.tr/tr/pub/jyasar/issue/19124/202943, 10 Ağustos 2023

Parmar, Bidhan L., Freeman, R. Edward, Jeffrey S. Harrison and et al.: "Stakeholder Theory: The State of the Art", Management Faculty Publications. 99, 2010

Pava, Moses L., Joshua Krausz:	"The Association between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost", **Journal of Business Ethics,** Cilt 15, Sayı 3, 1996, s. 321-357
Pesaran, M. Hashem:	"A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross Section Dependence", **Cambridge Working Papers in Economics,** 0346, Faculty of Economics, University of Cambridge, 2003
Pesaran, M. Hashem:	"General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels", **Cambridge Working Papers in Economics,** 0435, Faculty of Economics, University of Cambridge, 2004
Peşkircioğlu, Nurettin:	"2030 Sürdürülebilir Kalkinma Hedefleri: Küresel Verimlilik Hareketine Doğru", **Kalkınmada Anahtar Verimlilik,** Sayı 335, 2016, s. 4-9.
Peters, Richard, Michael R. Mullen:	"Some Evidence of the Cumulative Effects of Corporate Social Responsibility on Financial Performance", **The Journal of Global Business Issues,** Cilt 3, Sayı 1, 2009, s. 1-14
Platonova, Elena, Mehmet Asutay, Rob Dixon ve Sabri Mohammad:	"The Impact of Corporate Social Responsibility Disclosure on Financial Performance: Evidence from the GCC Islamic Banking Sector", **Journal of Business Ethics,** Cilt 151, 2018, s. 451-471
Preston, Lee L., Douglas P. O'Bannon:	"The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology Analysis", **Business and Society,** Cilt 36, Sayı 4, 1997, s. 419-429
Reddy, Krishna, Lucus W. Gordon:	"The Effect of Sustainability Reporting on Financial Performance: An Empirical Study Using Listed Companie" **, Journal of Asia Entrepreneurship and Sustainability,** Cilt 6, Sayı 2, 2010, s. 19–42
Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, and Bradford D. Jordan:	**Fundamentals of Corporate Finance,** Fifth Edition, Mc Graw Hill, 2000

Russo, Angeloantonio, Massimo Mariani:	"Drawbacks of a Delisting from a Sustainability Index: An Empirical Analysis", **International Journal of Business Administration,** Cilt 4, Sayı 6, 2013, s. 29-40
Rutkowska-Ziarko, Anna:	"The Influence of Profitability Ratios and Company Size on Profitability and Investment Risk in the Capital Market", **Folia Oeconomica Stetinensia,** Cilt 15, Sayı 1, 2015, s. 151-161
S&P Dow Jones Indices:	**Dow Jones Sustainability Indices Methodology,** McGraw Hill Financial, 2015
S&P Global:	(Çevrimiçi), https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/esg/core-esg/dow-jones-sustainability-indices/#indices, 8 Ağustos 2023
Saeidi, Sayedeh Parastoo, Saudah Sofian, Parvaneh Saeidi, Sayyedeh Parisa Saeidi ve Seyyed Alireza Saaeidi:	"How Does Corporate Social Responsibility Contribute to Firm Financial Performance? The Mediating Role of Competitive Advantage, Reputation, and Customer Satisfaction", **Journal of Business Research,** Cilt 68, Sayı 2, Şubat 2015, s. 341-350
Sak, Ahmet Furkan, Hüseyin Dalgar:	"Kurumsal Sürdürülebilirliğin Firmaların Finansal Performansına Etkisi: BIST Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir Araştırma", **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Sayı 85, 2020, s. 173-186
Sakarya, Şakir, Ayşe Yıldırım ve Sinan Aytekin:	"Kurumsal Sosyal Sorumluluk Açıklamalarının Finansal Performans Üzerine Etkisi: BIST-30'da Bir Uygulama", **AKÜ İİBF Dergisi,** Cilt XVI, Sayı 1, 2014, s. 1-15
Saleh, Mustaruddin, Norhayah Zulkifli ve Rusnah Muhamad:	"Looking for Evidence of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance in an Emerging Market", **Asia-Pacific Journal of Business Administration,** Cilt 3, Sayı 2, 2011, s. 165-190
Sarıkovanlık, Vedat, Ayben Koy, Murat Akkaya, Hasan Hüseyin Yıldırım ve Lokman Kantar:	**Finans Biliminde Ekonometri Uygulamaları: Kavram-Uygulama-Analiz,** Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2020

Say, Servet: **Kurumsal Yönetimin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Uygulama,** Yüksek Lisans Tezi, Konya, Selçuk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2019

Scoones, Ian: "Sustainability", **Development in Practice,** Cilt 17, Sayı 4-5, 2007, s. 589-596.

Selçuk, Elif Akben: "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: The Moderating Role of Ownership Concentration in Turkey", **Sustainability,** Cilt 11, Sayı 13, 2019, s. 1-10

Sermaye Piyasası Kurulu: "Yeşil Borçlanma Aracı, Sürdürülebilir Borçlanma Aracı, Yeşil Kira Sertifikası, Sürdürülebilir Kira Sertifikası Rehberi", Sermaye Piyasası Kurulu, 2021, s. 1-22 (Çevrimiçi), https://spk.gov.tr/data/6231ce881b41c612808a3a1c/b2d06c64099c9e7e8877743afc7d2484.pdf, 10 Ağustos 2023

Sevim, Uğur: "İşletmelerin Çevresel Yatırım Harcamalarının Finansal Performans Üzerine Etkisi: BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Üzerine Bir Araştırma", **Gazi İktisat ve İşletme Dergisi,** Cilt 7, Sayı 1, 2021, s. 55-67

Siueia, Tito Tomas, Jianling Wang ve Tamakloe Geoffrey Deladem: "Corporate Social Responsibility and Financial Performance: A Comparative Study in the Sub-Saharan Africa Banking Sector", **Journal of Cleaner Production,** Cilt 226, 2019, s. 658-668

Skare, Marinko, Tea Golja: "Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance- Is There a Link?", **Economic Research,** Cilt 25, Sayı 1, 2012, s. 15-242

Soytaş, Mehmet Ali , Meltem Denizel, Damla Durak Uşar ve İris Ersoy: "Sürdürülebilirlik Yatırımlarının Finansal Performansa Etkisi: Türkiye Örneği", Y**önetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi,** Cilt 15, Sayı 2, 2017, s. 140-162

Strezov, Vladimir, Annette Evans ve Tim J. Evans:	"Assessment of the Economic, Social and Environmental Dimensions of the Indicators for Sustainable Development", **Sustainable Development,** Cilt 25, 2017, s. 242-253.
Strouhal, Jiří, Petra Štamfestová, Aleksandr Ključnikov ve Zuzana Vincúrová:	"Different Approaches to the EBIT Construction and Their Impact on Corporate Financial Performance Based on The Return on Assets: Some Evidence From Czech Top100 Companies", **Journal of Competitiveness**, Cilt 10, Sayı 1, 2018, s.144-154
Sustainable Governance Indicators:	SGI Data (Çevrimiçi) https://www.sgi-network.org/2022/
Sustainable Stock Exchange Initiative:	2018 Report on Progress: A paper prepared for the Sustainable Stock Exchanges 2018 Global Dialogue, 2018
Şahin, Kader, Çiğdem Şahin Başfırıncı ve Aygün Özsalih:	"The Impact of Board Composition on Corporate Financial and Social Responsibility Performance: Evidence from Public-listed Companies in Turkey", **African Journal of Business Management,** Cilt 5, Sayı 7, 2011, s. 2959-2978
Şamiloğlu, Famil, Ali Osman Öztop ve Yunus Emre Kahraman:	"The Determinants of Firm Financial Performance: Evidence from Istanbul Stock Exchange (BIST)", **IOSR Journal of Economics and Finance,** Cilt 8, Sayı, 6, 2017, s. 62-67
Şen, Hüseyin, Ayşe Kaya ve Barış Alpaslan:	"Sürdürülebilirlik Üzerine Tarihsel ve Güncel Bir Perspektif", **Ekonomik Yaklaşım,** Cilt 29, Sayı 107, 2018, s. 1-47.
Şenocak, Burak, Yeliz Mohan Bursalı:	"İşletmelerde Çevresel Sürdürülebilirlik Bilinci ve Yeşil İşletmecilik Uygulamaları ile İşletme Başarısı Arasındaki İlişki", **Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Cilt 23, Sayı 1, 2018, s. 161-183.
Şişman, Bilal, Mesut Doğan ve Veysel Ağca:	"Tedarik Zinciri Yönetimi Boyutuyla Kurumsal Sürdürülebilirlik ve Finansal Performans İlişkisi: BİST Sürdürülebilir Endeksinde Yer Alan Firmalarda Bir Araştırma", **AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,** Cilt 16, Sayı 1, 2016, s. 75-96

Tamer, Gülay: "Kurumsal Sosyal Sorumluluk", **International Social Science Studies Journal,** Cilt 5, Sayı 31, 2019, s. 1115-1129.

Tanç, Şükran Güngör, Damla Teksoy: "Döngüsel Ekonomi Kapsamında Sosyal Sürdürülebilirlik ve Finansal Performans İlişkisi: BIST Sürdürülebililik Endeksinde Yer Alan Şirketler Üzerine Bir Araştırma", **Mali Çözüm,** Cilt 32, Sayı 174, 2022, s. 13-38

Taşkırmaz, Mehmet, Canan Gamze Bal: "Kurumsal Yönetim, Kurumsal Sürdürülebilirlik ve Kurumsal İtibar Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul", **Yönetim ve Ekonomi,** Cilt 24, Sayı 2, 2017, s. 469-483

Tharavanij, Piyapas: "ESG Rating and Financial Performance: A Review Article", December 30, 2019, (Çevrimiçi), https://ssrn.com/abstract=3959368, 22 Ağustos 2023

Tıraş, H. Hüseyin: "Sürdürülebilir Kalkınma ve Çevre: Teorik Bir İnceleme", **Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Cilt 2, Sayı 2, 2012, s. 57-73

Tokgöz, Nuray, Saime Önce: "Şirket Sürdürülebilirliği: Geleneksel Yönetim Anlayışına Alternatif", **Afyon Kocatepe Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi,** Cilt XI, Sayı I, 2009, s. 249-275.

Topal, Gizem: **"Sürdürülebilirlik Çalışmalarının İşletmelerin Finansal Performanslarına Etkisi",** Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, İstanbul Ticaret Üniversitesi, Finans Enstitüsü, 2019, s. 57-71

Tüm, Kayahan: "Kurumsal Sürdürülebilirlik ve Muhasebeye Yansımaları: Sürdürülebilirlik Muhasebesi", **Akademik Yaklaşımlar Dergisi,** Cilt 5, Sayı 1, 2014, s. 58-81

Tüyen, Zeki: "İşletmelerde Sürdürülebilirlik Kavramı ve Sürdülebilirliği Etkileyen Etmenler", **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi,** Sayı 37, 2020, s. 91-117

Uddin, Muhammad Salah, Md. Faisal-E-Alam, Sheikh Abdul Kader, Md. Ali Imran "Financial Performance Evaluation Through Ratio Analysis: A Study on Rural Power Company Ltd.", **International Journal of Business and Management Future,** Cilt 8, Sayı 1, 2022, s. 9-18

ve Tahrima Haque Beg, T. H.

Ulusoy, Tolga: "Türkiye'de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları", **Sürdürülebilir Finans ve Dünya Uygulamaları,** Ed. Aysel Gündoğdu, Ankara, Gazi Kitapevi, 2019, s. 12-13

United Nations Development Programme: (Çevrimiçi), https://www.undp.org/tr/turkiye/projects/surdurulebilir-kalkinma-amaclari-yatirim-inisiyatifi, 3 Ağustos 2023

United Nations: "Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future", 1987, s. 1-247

United Nations: "The Documents of the United Nations Conference on Human Environment-1972: Declaration on the Human Environment, Declaration of Principles, Recommendations for Action", Stockholm, 1972

United Nations: (Çevrimiçi), https://www.un.org/en/conferences/environment/rio1992, 25 Temmuz 2023

United Nations: (Çevrimiçi), https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/Agenda21.pdf, 26 Temmuz, 2023).

United Nations: (Çevrimiçi), http://www.surdurulebilirkalkinma.gov.tr/wp-content/uploads/2016/06/Future_We_Want.pdf, 28 Temmuz 2023

United Nations: "UN Global Compact-Accenture CEO Study on Sustainability", (Çevrimiçi), https://d306pr3pise04h.cloudfront.net/docs/news_events%2F8.1%2FUNGC_Accenture_CEO_Study_2013.pdf, 28 Temmuz 2023

Uygurtürk, Hasan, Turhan Korkmaz: "Finansal Performansın TOPSIS Çok Kriterli Karar Verme Yöntemi İle Belirlenmesi: Ana Metal Sanayi İşletmeleri Üzerine Bir Uygulama", **Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi,** Cilt 7, Sayı 2, 2012, s. 95-115.

Vijaya, P., Dr. P. Sreenivas Reddy: "A Study on Stock Exchanges & Sustainable Development", **International Journal of Management,** Cilt 8, Sayı 2, 2017, s. 112–122

Waddock, Sandra A., Samuel B. Graves: "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link", **Strategic Management Journal,** Cilt 18, Sayı 4, 1997, s. 303-319

Wang, Zhihong, Joseph Sarkis: "Corporate Social Responsibility Governance, Outcomes, and Financial Performance", **Journal of Cleaner Production,** Cilt 162, 2017, s. 1607-1616

Weil, S. H. ve F. A. Noi: **Introductory Accounting Skills: For Financial and Management Accounting Students,** Juta and Company Ltd., 2001, (Çevrimiçi), books.google.com.tr, 15 Ağustos 2023

Wilson, Mel: "Corporate Sustainability: What Is It and Where Does It Come from?", **Ivey Business Journal Online,** 2003, s. 1-5, (Çevrimiçi), https://iveybusinessjournal.com/publication/corporate-sustainability-what-is-it-and-where-does-it-come-from/, 4 Ağustos 2023

World Federation of Exchanges: (Çevrimiçi), https://www.world-exchanges.org/about, 7 Ağustos 2023

Wu, Meng-Wen, Chung-Hua Shen: "Corporate Social Responsibility in the Banking Industry: Motives and Financial Performance", **Journal of Banking & Finance,** Cilt 37, Sayı 9, 2013, s. 3529-3547

Yavuz, V. Alpagut: "Sürdürülebilirlik Kavramı ve İşletmeler Açısından Sürdürülebilir Üretim Stratejileri", **Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi,** Cilt 7, Sayı 14, 2010, s. 63-86.

Yelkikalan, Nazan, Erdal Aydın: "Aile İşletmelerinin Yaşamlarını Sürdürebilmesinde Sonraki Kuşakların Duygusal Sahiplik Algılamasının Rolü ve Önemi: Türkiye'deki Kıdemli İşletmeler Üzerine Bir Araştırma", **Yönetim Bilimleri Dergisi,** Cilt 8, Sayı 2, 2010, s. 81-120.

Yerdelen Tatoğlu, Ferda: **Panel Veri Ekonometrisi- Stata Uygulamalı,** İstanbul, Beta Yayıncılık, 2021

Yıldırım, Gülçin, Tuğçe Uzun Kocamış ve Özlem Tuncer Tokur: "Sürdürülebilirlik ve Firma Performansı: BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Şirketleri Üzerine Bir Çalışma", **Akademi Sosyal Bilimler Dergisi,** Cilt 5, Sayı 15, 2018 s. 90-96

Yıldırım, Gülçin, Tuğçe Uzun Kocamış ve Serdar Kuzu: "Finansal Performansın Sürdürülebilirlik Raporlaması Üzerine Etkisi: BİST100 Şirketleri Üzerinde Bir İnceleme", **Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi,** 10. Yıl Özel Sayısı, 2018, s. 625-635

Yıldırım, Murat, İnci Merve Altan ve Rafet Gemici: "Kurumsal Yönetim ile Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Entropi Ağırlıklandırmalı Topsis Yöntemi ile Değerlendirilmesi: BİST'te İşlem Gören Gıda ve İçecek Şirketlerinde Bir Araştırma", **Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi,** Cilt 11, Sayı 2, 2018, s.130-152

Yıldırım, Oğuz, Fatme İsmail Nuri: "Sustainable Development under the Historical Development Process", **EconWorld2018@Lisbon,** Lisbon, Portugal, 23-25 January, 2018

Yükçü, Süleyman, Gülşah Atağan: "TOPSIS Yöntemine Göre Performans Değerleme". **Muhasebe ve Finansman Dergisi,** Sayı 45, 2010, s. 28-35

Yüksel, Filiz: "Entegre Raporlama ve Finansal Performans İlişkisi: Türkiye ve Güney Afrika Katılım Bankaları Üzerinde Bir Araştırma", **Kırklareli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi,** Cilt 7, Sayı 2, 2018, s. 1-17

Ziegler, Andreas: "Is it Beneficial to be Included in a Sustainability Stock Index? A Panel Data Study for European Firms, Environmental and Resource Economics", **European Association of Environmental and Resource Economists,** Cilt 52, Sayı 3, 2012, s. 301-325

EKLER

Ek-1. Araştırmaya Dahil Edilen BİST 30 İşletmeleri

1	AKSEN	Aksa Enerji Üretim A.Ş.
2	ALARK	Alarko Holding A.Ş.
3	BIMAS	Bim Birleşik Mağazalar A.Ş.
4	EKGYO	Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakliği A.Ş.
5	GUBRF	Gübre Fabrikalari T.A.Ş.
6	HEKTS	Hektaş Ticaret T.A.Ş.
7	KRDMD	Kardemir Karabük Demir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
8	KOZAL	Koza Altin İşletmeleri A.Ş.
9	KOZAA	Koza Anadolu Metal Madencilik İşletmeleri A.Ş.
10	ODAS	Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.
11	PGSUS	Pegasus Hava Taşimaciliği A.Ş.
12	PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
13	SASA	Sasa Polyester Sanayi A.Ş.

Ek-2 Araştırmaya Dahil Edilen BİST SE İşletmeleri

1	AEFES	Anadolu Efes
2	ARCLK	Arçelik
3	ASELS	Aselsan
4	BRISA	Brisa
5	CCOLA	Coca Cola İçecek
6	DOAS	Doğuş Otomotiv
7	DOHOL	Doğan Holding
8	EREGL	Ereğli Demir Çelik
9	FROTO	Ford Otosan
10	KCHOL	Koç Holding
11	MGROS	Migros Ticaret
12	OTKAR	Otokar
13	SAHOL	Sabanci Holding
14	SISE	Şişe Cam
15	TAVHL	Tav Havalimanlari
16	TCELL	Turkcell
17	TKFEN	Tekfen Holding
18	TOASO	Tofaş Oto. Fab.
19	TTKOM	Türk Telekom
20	TUPRS	Tüpraş
21	THYAO	Türk Hava Yollari
22	VESTL	Vestel
23	ULKER	Ülker Bisküvi

Ek-3 Araştırmaya Dahil Edilen DSJI NA İşletmeleri

1	APTV.N	Aptiv PLC
2	GM.N	General Motors Co
3	CAT.N	Caterpillar Inc
4	CMI.N	Cummins Inc
5	LMT.N	Lockheed Martin Corp
6	NOC.N	Northrop Grumman Corp
7	OC.N	Owens Corning
8	ROK.N	Rockwell Automation Inc
9	SWK.N	Stanley Black & Decker Inc
10	TT.N	Trane Technologies PLC
11	GWW.N	WW Grainger Inc
12	RSG.N	Republic Services Inc
13	WHR.N	Whirlpool Corp
14	HLT.N	Hilton Worldwide Holdings Inc
15	J.N	Jacobs Solutions Inc
16	MAN.N	ManpowerGroup Inc
17	GIL.TO	Gildan Activewear Inc
18	LVS.N	Las Vegas Sands Corp
19	YUM.N	Yum! Brands Inc
20	COP.N	Conocophillips
21	HES.N	Hess Corp
22	SU.TO	Suncor Energy Inc
23	WMB.N	Williams Companies Inc
24	WBA.OQ	Walgreens Boots Alliance Inc
25	GIS.N	General Mills Inc
26	MDLZ.OQ	Mondelez International Inc
27	HSY.N	Hershey Co
28	ABT.N	Abbott Laboratories
29	BAX.N	Baxter International Inc
30	BDX.N	Becton Dickinson and Co
31	BSX.N	Boston Scientific Corp

Ek-3 Araştırmaya Dahil Edilen DSJI NA İşletmeleri (devam)

32	CVS.N	CVS Health Corp
33	EW.N	Edwards Lifesciences Corp
34	ELV.N	Elevance Health Inc
35	HOLX.OQ	Hologic Inc
36	MDT.N	Medtronic PLC
37	UNH.N	UnitedHealth Group Inc
38	CL.N	Colgate-Palmolive Co
39	EL.N	Estee Lauder Companies Inc
40	PG.N	Procter & Gamble Co
41	BALL.N	Ball Corp
42	ECL.N	Ecolab Inc
43	IFF.N	International Flavors & Fragrances Inc
44	LIN.N	Linde PLC
45	NEM.N	Newmont Corporation
46	ABBV.N	Abbvie Inc
47	A.N	Agilent Technologies Inc
48	BIIB.OQ	Biogen Inc
49	ILMN.OQ	Illumina Inc
50	WAT.N	Waters Corp
51	BXP.N	Boston Properties Inc
52	CBRE.N	CBRE Group Inc
53	PEAK.N	Healthpeak Properties Inc
54	JLL.N	Jones Lang LaSalle Inc
55	KIM.N	Kimco Realty Corp
56	BBY.N	Best Buy Co Inc
57	CTCa.TO	Canadian Tire Corporation Ltd
58	EBAY.OQ	eBay Inc
59	ETSY.OQ	ETSY Inc
60	WSM.N	Williams-Sonoma Inc
61	NVDA.OQ	NVIDIA Corp
62	ON.OQ	ON Semiconductor Corp
63	ACN.N	Accenture PLC

Ek-3 Araştırmaya Dahil Edilen DSJI NA İşletmeleri (devam)

64	AKAM.OQ	Akamai Technologies Inc
65	DOX.OQ	Amdocs Ltd
66	GIBa.TO	CGI Inc
67	FTNT.OQ	Fortinet Inc
68	GEN.OQ	Gen Digital Inc
69	IBM.N	International Business Machines Corp
70	MA.N	Mastercard Inc
71	MSFT.OQ	Microsoft Corp
72	OTEX.TO	Open Text Corp
73	CRM.N	Salesforce Inc
74	TDC.N	Teradata Corp
75	TYL.N	Tyler Technologies Inc
76	VMW.N	VMware Inc
77	CSCO.OQ	Cisco Systems Inc
78	HPQ.N	HP Inc
79	KEYS.N	Keysight Technologies Inc
80	TEL.N	TE Connectivity Ltd
81	T.TO	Telus Corp
82	AAL.OQ	American Airlines Group Inc
83	CNR.TO	Canadian National Railway Co
84	CP.TO	Canadian Pacific Kansas City Limited
85	CSX.OQ	CSX Corp
86	UNP.N	Union Pacific Corp
87	DUK.N	Duke Energy Corp
88	ETR.N	Entergy Corp
89	EXC.OQ	Exelon Corp
90	NI.N	NiSource Inc
91	PEG.N	Public Service Enterprise Group Inc
92	SRE.N	Sempra Energy
93	AES.N	AES Corp

ÖZGEÇMİŞ

Ezgi AYDOĞAN, ilk, orta ve lise eğitimini İstanbul'da tamamlamıştır. Lisans eğitimini 2014 yılında İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İngilizce İşletme Bölümü'nde yüksek onur öğrencisi olarak tamamlamıştır. 2018 yılında İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Tezli Yüksek Lisans Programı'nda başladığı yüksek lisans eğitimini 2020 yılında savunduğu "Türkiye'de Finansal Okuryazarlık Oranlarının İncelenmesi ve Finansal Okuryazarlığın Bütçeleme Davranışı Üzerine Etkileri: İstanbul İli Uygulaması" başlıklı tez çalışması ile tamamlamasının ardından aynı yıl doktora eğitimine İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans Doktora Programı'nda başlamış ve 2024 yılında mezun olmuştur.

Ezgi AYDOĞAN, 2020 yılında Araştırma Görevlisi olarak başladığı akademik kariyerine halen devam etmektedir.