

T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

SÜRDÜRÜLEBİLİR BÜYÜME VE KALİTE YÖNETİMİ BİLİM DALI

**FİNANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK
GÖSTERGELERİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ:
BORSA İSTANBUL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK
ENDEKSİ ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR
ARAŞTIRMA**

Yüksek Lisans Tezi

İBRAHİM CAN

İstanbul, 2019

T.C.

MARMARA ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İŞLETME ANABİLİM DALI

SÜRDÜRÜLEBİLİR BÜYÜME VE KALİTE YÖNETİMİ BİLİM DALI

**FİNANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK
GÖSTERGELERİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ:
BORSA İSTANBUL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK
ENDEKSİ ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR
ARAŞTIRMA**

Yüksek Lisans Tezi

İBRAHİM CAN

TEZ DANIŞMANI: PROF. DR. REFİKA BAKOĞLU

İstanbul, 2019



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜ

TEZ ONAY BELGESİ

İŞLETME Anabilim Dalı SÜRDÜRÜLEBİLİR BÜYÜME VE KALİTE YÖNETİMİ
Bilim Dalı TEZLİ YÜKSEK LİSANS öğrencisi İBRAHİM CAN'ın FINANSAL
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK GÖSTERGELERİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ: BORSA
İSTANBUL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR
ARAŞTIRMA adlı tez çalışması, Enstitümüz Yönetim Kurulunun 25.07.2019 tarih ve 2019-
23/13 sayılı kararıyla oluşturulan jüri tarafından oy birliği / ~~oy çokluğu~~ ile Yüksek Lisans Tezi
olarak kabul edilmiştir.

Tez Savunma Tarihi 22.08.2019

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

İmzası

Öğretim Üyesi Adı Soyadı	İmzası
1. Tez Danışmanı Prof. Dr. REFİKA BAKOĞLU	
2. Jüri Üyesi Prof. Dr. HAKAN YILDIRIM	
3. Jüri Üyesi Doç. Dr. ŞAFAK GÜNDÜZ	

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyisim: İbrahim Can

Anabilim Dalı: İşletme

Program: Sürdürülebilir Büyüme ve Kalite Yönetimi

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Refika Bakoğlu

Tez Türü ve Tarihi: Yüksek Lisans - 2019

Anahtar Kelimeler: Sürdürülebilirlik, İşletme, Finans, Finansal Sürdürülebilirlik

ÖZET

FİNANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK GÖSTERGELERİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ: BORSA İSTANBUL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Amaç – İşletmelerin tüm paydaşlarına değer yaratmada kullandığı finansal kaynaklarından daha fazlasını geri kazanma öz yeterliliği sağlayan uzun vadeli finansal performans ve bunu tehdit eden finansal sıkıntıların önlenme güvencesi için uygun finansal performans göstergelerinin belirlenmesi, sınırlı ve görelî finansal performans ölçümü ve buna bağlı güvence alanının belirlenmesi amaçlanmaktadır.

Yöntem/Yaklaşım/Tasarım – Araştırmada öncelikle finansal sürdürülebilirlik ile ilgili kavramlar; sürdürülebilirlik, kurumsal sürdürülebilirlik, ekonomik sermaye, finansal sürdürülebilirlik incelenmiştir. Hem literatüre hem de bu tezin amacına uygun yeni bir finansal sürdürülebilirlik kavramı oluşturulmuştur. Finansal sürdürülebilirliğe ilişkin temel yaklaşımlar, finansal performans ve finansal sıkıntılar ile birlikte incelenmiştir. Literatürde finansal sürdürülebilirlik ölçümüne uygun göstergeler öneren veya kullanan önceki araştırmalar incelenmiştir.

Literatürde sürdürülebilirliğin sosyal ve çevresel boyutlarındaki işletme uygulamaları finansal performans ile özdeş görülen özkaynak kârlılığı ile ilişkili olarak

değerlendirilmiştir. Ayrıca finansal sürdürülebilirliğin şirketler için bir performans göstergesi olduğu görülmüştür. Bu bağlamda, finansal sürdürülebilirlik ile finansal performans ilişkili ve özdeş değerlendirilmiştir. Finansal performansın ve finansal sürdürülebilirliğin şirketin rekabetçi pozisyonunun değerlendirilmesi, paydaşlar için en uygun değer ölçümleri ve yeni gelir ve nakit akış kaynakları; etkili risk yönetimi, gelişmiş paydaş ilişkileri için finansal yönetim aracı olduğu görülmüştür.

BIST SE kurulduğundan günümüze endekste işlem gören ve Ocak/2019'da BIST piyasa değerinde yüksek şirket değerine (%41,9) sahip olanlardan seçilen 5 şirketin 2008-2017 dönemine ilişkin sınırlı ve göreceli finansal performansını ölçmek üzere kullanılacak göstergeler olarak kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri kullanılmıştır.

Araştırma için seçilen 5 şirketin 2008-2017 dönemine ilişkin finansal verileri resmi kaynak olan Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) üzerinden alınmıştır. Finansal performans göstergeleri; kârlılık (net kâr/ödenmiş sermaye), nakit yaratımı (nakit akış tablosundaki yaratılan nakit) ve şirket değeri (pay fiyatı x pay sayısı) tanımlamaları ile belirtilen hesaplama yapılmıştır. Hesaplanan bu değerlerin 2008 yılına göre değişimi bulgular bölümünde (bkz Tablo: 10) ve ekte sunulan tabloda gösterilmiştir. Bu tabloda yer alan en yüksek ve en düşük değerler her üç gösterge için ayrı bir tabloda (bkz Tablo: 11) ve grafikte (bkz Grafik: 7) bulgular bölümünde gösterilmiştir.

Bulgular – Araştırma için seçilen şirketlerin 2008-2017 yıllarına ilişkin finansal verileri ile sınırlı ve göreceli finansal sürdürülebilirlik güvence alanı MS Excel yardımı ile grafik üzerinde her üç göstergenin ağırlıklı ortalamasından oluşturulmuştur. Buna göre, zaman serisi başlangıcı olan 2008 yılı “1” olarak temel alındığında 2017 yılına kadar devam eden yıllardaki değişimin üst limitleri finansal performans ile ilişkilendirilmiş ve sırasıyla; 1 – 2,1 – 2,7 – 1,3 – 2,3 – 3,0 – 3,3 – 3,5 – 6,1 – 7,5 olarak gözlenmiştir. Finansal sıkıntılar ile ilişkilendirmiş alt limitler 1'den büyük gözlenmiş veya en düşük 1 olarak belirlenmiştir.

Araştırma için seçilen şirketlerin 2008-2017 yıllarına ilişkin sınırlı ve göreceli finansal sürdürülebilirlik güvenceleri derecelendirilmiştir. Buna göre; KCHOL: 79,45 puan ile ileri düzey, SAHOL: 67,75 puan, THYAO: 61,47 puan ile güçlü düzey, ISCTR:

40,57 puan ve TCELL: 34,20 puan ile sınırlı düzeyde finansal sürdürülebilirlik güvencesi sunmuşlardır.



GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname: İbrahim Can

Field: Business Administration

Programme: Sustainable Growth and Quality Management

Supervisor: Prof. Dr. Refika Bakoğlu

Degree Awarded and Date: Master - 2019

Keywords: Sustainability, Business, Finance, Financial Sustainability

ABSTRACT

FINANCIAL SUSTAINABILITY INDICATORS AND ITS EVALUATION: A RESEARCH ON ISTANBUL STOCK EXCHANGE SUSTAINABILITY INDEX LISTED COMPANIES

***Purpose** – It is aimed to identify appropriate financial performance indicators, limited and relative financial performance measurement and the related assurance area to ensure long-term financial performance which provides the self-efficacy of recovering more of the financial resources used by businesses to create value for all its stakeholders and to assure the prevention of financial distress which is threatening the financial performance mentioned.*

***Methodology/Approach/Design** – In the research, firstly, the concepts related to financial sustainability are examined such as sustainability, corporate sustainability, economic capital and financial sustainability. A new concept of financial sustainability has been developed in accordance with both the literature and the purpose of this thesis. The main approaches to financial sustainability have been examined along with financial performance and financial distress. The previous studies, which propose or use indicators that are appropriate for the measurement of financial sustainability are examined.*

In the literature, business practices in the social and environmental dimensions of sustainability have been evaluated in relation to equity profitability, which is identical to financial performance. In addition, financial sustainability is a performance indicator for companies. In this context, financial sustainability is related and considered identical to financial performance which is also considered as a financial management tool in terms of evaluating the competitive position of the company, optimal value measurements for stakeholders, new sources of income and cash flow; effective risk management and enhanced stakeholder relations.

Profitability, cash generation, enterprise value are indicators used to measure the limited and relative financial performance of the five companies selected from of which has high enterprise value (41.9%) in BIST market value in January/2019 and has been continuously listed in the BIST SI since it was established.

The financial data of the five companies selected for the research for the period 2008-2017 were obtained through officially by Public Disclosure Platform whereupon the calculations are made with definitions of financial performance indicators; namely profitability (net profit / paid-in capital), cash generation (cash generated in the cash flow statement) and company value (share price x number of shares). The change of these calculated values according to 2008 is shown in the table. The highest and lowest values in this table are shown in a separate table and graph for all three indicators.

Findings – *Financial sustainability assurance area of the companies selected for the research is calculated within limited and relative to the companies and their financial data in 2008-2017 by the weighted average of all three indicators on the chart with the help of MS Excel. Accordingly, based on the time series beginning of 2008 as “1” which is considered base, the upper limits of the change in the years up to 2017 were associated with financial performance and trend goes as 1 - 2,1 - 2,7 - 1,3 - 2,3 - 3,0 - 3,3 - 3,5 - 6,1 - 7,5 were observed. The lower limits associated with the financial distress were observed to be greater than 1 or identified the lowest 1.*

The limited and relative financial sustainability assurance of the companies selected for the research within their financial data regarding to 2008-2017 were rated.

According to this; KCHOL: 79.45 points and ranked advanced, SAHOL: 67.75 points, THYAO: 61.47 points and both ranked strong, ISCTR: 40.57 points and TCELL: 34.20 points and both ranked limited for financial sustainability assurance.



TEŞEKKÜRLER

İlk olarak lisans öğrencisi olduğum, mezuniyet sonrasında da uzun yıllar boyunca kendisinden öğrenmeye devam ettiğim, küresel ölçekte edindiği bilgi ve birikimlerini çağın ilerisinde öğretim yöntemleri ile sunduğu, kurucusu ve başkanı olduğu yüksek lisans programında yeniden öğrencisi olma şansı yakaladığım tez danışmanım, kıymetli hocam ve aile büyüğüm addettiğim Prof. Dr. Refika Bakoğlu'na çok teşekkür ederim.

Ve biricik anneme...



İÇİNDEKİLER

GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM: KAVRAMLAR	3
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK, KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK, EKONOMİK SERMAYE VE FİNANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KAVRAMLARI	3
1.1. Sürdürülebilirlik Kavramı	3
1.2. Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramı	9
1.3. Ekonomik Sermaye Kavramı	12
1.4. Finansal Sürdürülebilirlik Kavramı	14
İKİNCİ BÖLÜM: TEORİK ALTYAPI	19
FİNANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK GÖSTERGELERİ	19
2.1. Finansal Sürdürülebilirlik Araştırma Eğilimleri	19
2.2. Sürdürülebilirlik Raporlaması ve GRI Standartları	23
2.3. Finansal Sürdürülebilirliğe İlişkin Temel Yaklaşımlar.....	27
2.4. Finansal Sürdürülebilirlik ve Finansal Performans – Finansal Sıkıntı Yaklaşımları İlişkisi.....	33
2.4.1. Finansal Performans Yaklaşımları.....	33
2.4.2. Finansal Sıkıntı Yaklaşımları	36
2.5. Finansal Sürdürülebilirlik Göstergeleri.....	39
2.5.1. Kârlılık.....	46
2.5.2. Nakit Yaratımı	49

2.5.3. Şirket Değeri.....	53
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ARAŞTIRMA.....	59
3.1. Araştırmanın Amacı.....	59
3.2. Araştırmanın Önemi.....	59
3.3. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları.....	60
3.4. Araştırma Değişkenleri ve Tanımlamaları.....	61
3.5. Araştırma Modeli.....	62
3.6. Araştırmanın Örnekleme ve Örnek Sayısı.....	66
3.7. Bulgular ve Değerlendirme.....	68
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	73
KAYNAKLAR.....	76
EK 1. ŞİRKETLERİN FİNANSAL VERİLERİ VE ANALİZ TABLOLARI.....	101
EK 2. FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜMÜ ÖRNEK HESAPLAMA.....	105
EK 3. FİNANSAL PERFORMANS GÖSTERGELERİ META ANALİZİ.....	107

TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Sürdürülebilirlik ve Sürdürülebilir Büyüme Tanım ve Yaklaşımları.....	5
Tablo 2: Kurumsal Sürdürülebilirlik Tanımları.....	10
Tablo 3: Finansal Sürdürülebilirliğin Temel Yaklaşımları.....	27
Tablo 4 Finansal Sürdürülebilirlik - Finansal Performans Yaklaşımı İçin Seçilmiş Araştırmalar	36
Tablo 5 Finansal Sürdürülebilirlik - Finansal Sıkıntı Yaklaşımı İçin Seçilmiş Araştırmalar	39
Tablo 6 Finansal Performans Göstergeleri Araştırmaları	43
Tablo 7: Referans Değişkenlerin İlgili Serbest Nakit Akışa Çevrilmesi	51
Tablo 8: Analitik Çerçeve ve Uluslararası Standartlara Uyarlama.....	65
Tablo 9: Araştırmanın Örneklemine Bulunan Şirketler.....	66
Tablo 10: Şirketlerin Finansal Verilerinin 2008 Yılına Göre Değişimi	69
Tablo 11: Finansal Verilerin Değişiminde En Yüksek ve En Düşük Seviyeler	70
Tablo 12: Veri Seti Üst Limit Log Değerleri.....	71
Tablo 13: Şirketlerin Sınırlı ve Göreli Finansal Performans Derecelendirmesi	71

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1 Yunan Mitolojisinde Geçen Tanrı Atlas'ın Dünyayı Kaldırdığı Heykeli	4
Şekil 2: Avrupa'daki Kurumsal Yönetişim Modellerinin Tarihsel Gelişimi	9
Şekil 3: Finansal Sürdürülebilirliğin Üç Tanımlaması	15
Şekil 4: GRI Standartları Genel Yapısı.....	25
Şekil 5: GRI G4 Ekonomik Performans Sınıflandırması.....	26
Şekil 6: Sosyal, Çevresel ve Ekonomik Boyutlarda Sürdürülebilirlik İlişkisi ve Performans	30
Şekil 7: Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri.....	31
Şekil 8: Sürdürülebilirlik Şirketlerde Değer Yaratımını Nasıl Etkiler	43
Şekil 9: Finansal Sürdürülebilirlik Modeli	46
Şekil 10: Şirket ve Özkaynak Değerlemesi İçin Referans Değişkenler.....	55
Şekil 11: Şirket Değeri Bileşenleri	56
Şekil 12: Sermaye, Teori, Pay, Gereksinimler ve Göstergeler Arasındaki İlişki	57
Şekil 13 Araştırma Modeli.....	63

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1: Araştırma Konusu Anahtar Kelimelerin Araştırılma Eğilimi	19
Grafik 2: Finansal Sürdürülebilirlik Kitap Yayını Eğilimi ve Anahtar Kelimelerle Kıyaslaması	21
Grafik 3: Akademik Dergilerde Finansal Sürdürülebilirlik Yayınları Eğilimi	22
Grafik 4 Finansal Sürdürülebilirlik Yayınlarının Alt Konuları	22
Grafik 5: SDGs İçin Aktif Rol Alanların Finansal İlişkileri, Sektörel Dağılımları	32
Grafik 6: Şirketlerin Finansal Performans Eğilimleri	70
Grafik 7 Sınırlı ve Göreli Finansal Sürdürülebilirlik Güvence Alanı	72

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
A. Ő.	: Anonim Şirketi
ATO	: Ankara Ticaret Odası
BIST SE	: Borsa İstanbul Anonim Şirketi (A.Ő.) Sürdürülebilirlik Endeksi
BIST	: Borsa İstanbul A.Ő.
BM	: Birleşmiş Milletler (UN)
CEO	: İcra Kurulu Başkanı (<i>Chief Executive Officer</i>)
CFO	: Faaliyetlerden Olan Nakit Akış (<i>Cash Flow from Operating Act.</i>)
DJSI	: Dow Jones Borsası Sürdürülebilirlik Endeksi (<i>Dow Jones Stock Exchange Sustainability Index</i>)
EIRIS	: Etik Yatırım Araştırma Hizmetleri Limited Şirketi (<i>Ethical Investment Research Services Limited</i>)
EVA	: Ekonomik Katma Değer (<i>Economic Value Added</i>)
GRI	: Küresel Raporlama Girişimi (<i>Global Reporting Initiative</i>)
ILO	: Uluslararası Çalışma Örgütü (<i>International Labour Organization</i>)
ISCTR	: Türkiye İş Bankası A.Ő.
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KCHOL	: Koç Holding A.Ő.
KGK	: Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu
MVA	: Piyasa Katma Değer (<i>Market Value Added</i>)
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (<i>Organization for Economic Cooperation and Development</i>)
ROA	: Varlık Getirisi (<i>Return on Assets</i>)
ROE	: Özkaynak Getirisi (<i>Return on Equity</i>)
ROI	: Yatırımın Getirisi (<i>Return on Investment</i>)

ROS	: Satışların Getirisi (<i>Return on Sales</i>)
SAHOL	: H. Ö. Sabancı Holding A.Ş.
SDG's	: Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri (<i>Sustainable Development Goals</i>)
SDI's	: Sürdürülebilir Kalkınma Göstergeleri (<i>S. Development Indicators</i>)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
STK	: Sivil Toplum Kuruluşu
TBL	: Üçlü Kâr Hanesi, Elkington (<i>Triple Bottom Line</i>)
TCELL	: Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.
THYAO	: Türk Hava Yolları A.O.
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UNEP	: Birleşmiş Milletler Çevre Programı (<i>United Nations Environment Programme</i>)
USD	: Amerikan Doları
ZEW	: Avrupa Ekonomik Araştırma Merkezi

GİRİŞ

Türkiye ve ABD’de gerçekleştirilen çeşitli araştırmaların sunduğu istatistik verileri birbirini destekler sonuçlarla 10 yıldan uzun süre ayakta kalabilen şirketleri ABD’de %4’den az (Gerber 1996), Türkiye’de ise %10’dan az ömürlü değerlendirilmekte ve ortalama ömrü 25 yıl olarak belirlenmektedir (Altunyalız 2013). Türkiye’de kurulan şirketlerin %95’i aile şirketi ve dördüncü kuşağa devir oranı yalnızca %3’dür (TÜİK, İTO). Cumhuriyet öncesinden günümüze ulaşabilen işletme sayısı ise yalnızca 93’tür (ATO).

Sürdürülebilirlik, ekonomik sistemin çarklarından olan finans piyasası ve onun bağlı olduğu büyük, halka açık şirketler ilişkisinde kurumsal sürdürülebilirlik ile birlikte anılmaktadır. Ancak bu işletmelerin ekonomik sermayesinin büyük ve güçlü oluşu ya da işletmelerin sürekliliği onları finansal sürdürülebilirlik ile birlikte anmaya yeterli gelmemektedir.

Finansal sürdürülebilirlik, sürdürülebilirliğin yalnız ekonomik boyutuyla sınırlı finansal performansı değil aynı zamanda sosyal, çevresel ve kurumsal yönetim boyutlarıyla finansal olmayan performansı da içine alan çok disiplinli bir yaklaşım gerektiren dinamik bir yapıdır.

Literatürde bütünsel bir yaklaşım ile ele alınan ve finansal sürdürülebilirlik üzerine finansal performans göstergeleri, ölçümü ve derecelendirmesi ile sınırlı ve göreceli güvence alanının araştırıldığı çalışma kıtlığı bu çalışmanın ihtiyaç ve önemini ortaya koymuştur.

Bu bakış açısıyla araştırmanın ilk bölümünde finansal sürdürülebilirlik kavramına alternatif bir tanım geliştirme ve ilgili diğer kavramları araştırma, ikinci bölümünde finansal sürdürülebilirlik yaklaşımları ve literatürde ilişkili finansal sıkıntı ve finansal performans yaklaşımları üzerinden finansal performans göstergeleri yer alacaktır. Son

olarak araştırma bölümünde ise araştırmanın amacı, önemi, kapsamı ve sınırlılıkları, değişkenleri ve tanımlamaları, modeli, örnekleme ve örnek sayısı yer alacaktır. Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'nde listelenen beş şirketin 2008-2017 yıllarına ilişkin finansal verileri ile finansal sürdürülebilirlik göstergeleri kullanılarak ölçüm ve derecelendirme ile sınırlı ve göreceli güvence alanı araştırılarak çalışma tamamlanacaktır.



BİRİNCİ BÖLÜM: KAVRAMLAR

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK, KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK, EKONOMİK SERMAYE VE FİNANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KAVRAMLARI

Çalışmanın bu bölümünde sürdürülebilirlik, kurumsal sürdürülebilirlik, ekonomik sermaye ve asıl araştırma konusu olan finansal sürdürülebilirlik kavramları incelenecektir.

Bu kavramların araştırma konusu olan finansal sürdürülebilirlik ile ilişkilendirilmesi ise şöyle açıklanabilir:

Sürdürülebilirlik kavramı sosyal, çevresel ve ekonomik olmak üzere üç boyutludur. Bu üç boyut her ne kadar birbiri ile etkileşim içinde olsa da araştırma “finansal sürdürülebilirlik” hakkında olduğundan ekonomik boyuta odaklanılacaktır.

Sürdürülebilirlik ve sürdürülebilirliğin ekonomik boyutu işletmeler üzerinden değerlendirileceği için kurumsal sürdürülebilirlik ve işletmelerin ekonomik sermayeleri incelenecektir.

Sürdürülebilir büyümeyi hedefleyen işletmelerin kurumsal sürdürülebilirlik uygulamaları sürdürülebilirliğin üç boyutunu kapsayan şekilde, dar anlamda ekonomik sermayelerinin yönetimi ve geniş anlamda finansal sürdürülebilirlik kavramını gündeme getirecektir.

1.1. Sürdürülebilirlik Kavramı

Sürdürülebilirlik (sustainability) kelimesinin etimolojik kökeni Latince “sus tenere” korumak, kaldırmak (hold up) veya dayanmak, sürdürmek (maintain) anlamına gelmektedir. Yunan mitolojisinde dayanıklılık, güç ve astronominin Titan tanrısı olduğuna inanılan Atlas’ın cennetleri kaldırdığını söylediği ve sırtında gökleri taşıdığı M.Ö. 6.yy’a ait sanat eseri heykelin bu anlamda kavramsal tasarıma etkisi olduğu düşünülmektedir (Jacques, 2014:19).



Şekil 1 Yunan Mitolojisinde Geçen Tanrı Atlas'ın Dünyayı Kaldırdığı Heykeli

Kaynak: Pinterest

Sürdürülebilirlik, küresel çerçevede kalkınma tartışmalarını temel olarak insan ihtiyaçlarının sürekli olarak tatmin edilmesi olarak nihai hedefini tayin eder (Brundtland, WCED 1987).

Sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir büyüme kavramlarına ilişkin çeşitli tanımlara ve yaklaşımlara Tablo 1'de yer verilmiştir.

Tablo 1: Sürdürülebilirlik ve Sürdürülebilir Büyüme Tanım ve Yaklaşımları

Kurum/Yazar/Yıl	Tanım/Yaklaşım
Coomer, 1979	Sürdürülebilir toplum: çevrenin kendi kendini sürdürebilen sınırları dâhilinde yaşayan toplumdur. Böyle bir toplum hiç büyümeyen bir toplum değildir. Bu toplum, daha çok, ekonomik büyümenin sınırlarının farkına varan bir toplumdur.
Allen, 1980	İnsan ihtiyaçlarının sürekli bir biçimde karşılanabilmesi ve insan yaşamının kalitesinin artırılmasını başarabilen kalkınmadır.
Birleşmiş Milletler Çevre Programı (UNEP), Brundtland Raporu, 1987	Bugünün gereksinimlerini, gelecek kuşakların gereksinimlerini karşılama yeteneğinden ödün vermeden karşılamadır. Dünyanın yaşam destek sistemlerinin kapasiteni aşmayacak şekilde insanların yaşam kalitesini arttıran kalkınmadır.
Barbier, 1987	Sürdürülebilir kalkınma: biyolojik sistem amaçları (genetik çeşitlilik, dayanıklılık, biyolojik verimlilik), ekonomik sistem amaçları (temel ihtiyaçların tatmin edilmesi, varlıkların artırılması, yararlı ürün ve hizmetlerin artırılması) ve sosyal sistem amaçlarının (kültürel çeşitlilik, kurumsal sürdürülebilirlik, sosyal adalet ve katılım) eşzamanlı olarak maksimize edilmesidir.
Bartelmus, 1987	Gelir yaratırken kullanılan üretim sermayesini ve doğal sermayeyi korumak suretiyle belirli bir gelir düzeyinin devamlılığını sağlayan kalkınmadır.
Redclift, 1987	Ekolojiden alınan derslerin ekonomik süreçlere uygulanmasını gerektirmektedir.
Meadows, Meadows ve Randers, 1992	Sürdürülebilir toplum kuşaklar boyunca var olan, fiziksel ve sosyal destek sistemlerine zarar vermemek için yeterince ileriye gören, esnek ve mantıklı bir toplumdur.
Hawken, 1993	İnsanlar ve iş dünyasının çevre ile ilgili taleplerinin gelecek nesillerin ihtiyacı olan çevre kapasitesini düşürmeden ulaşabileceği bir ekonomik durumdur. Bunun diğer bir ifadesi “dünyayı bulduğundan daha iyi bırak, ihtiyacından fazlasını alma, yaşama ve çevreye zarar verme, eğer zarar verirsen telafi et.”
Elkington, 1994	Üçlü Kâr Hanesi: “Çatal Kullanan Yamyamlar: 21. Yüzyıl İş Dünyasının Üçlü Kâr Hanesi” kitabında (1997) geliştirildiği üzere İnsan (People), Evren (Planet) ve Kâr (Profit) olmak üzere üç boyutun sürdürülebilir büyümenin çevresel, sosyal ve ekonomik boyutlarını mikro düzeyde işletme bakış açısıyla temsil eden bir yaklaşımdır.
Sürdürülebilir Büyüme İçin Dünya İş Konseyi, 1995 (WBCSD)	Sürdürülebilir ekonomik zenginlik, çevre kalitesi ve sosyal adalet amaçlarının bir araya gelmesiyle oluşur. Sürdürülebilirliği hedefleyen şirketler, bu unsurları bir arada gerçekleştirmelidir.

Kurum/Yazar/Yıl	Tanım/Yaklaşım
Gladwin, Kennelly ve Krause, 1995	İnsani gelişmeyi kapsayıcı (hem şimdi hem de gelecekte hem insani hem de çevresel duyarlılığı içermesi), bağlantılı (üç boyutun etkileşimi), eşitlikçi (kuşaklar arası, kuşaklar üstü ve türler arası adalet ve tarafsızlık), sağduyulu (teknolojik, bilimsel ve politik olarak özen ve önlem alma görevi) ve güvenilir (kronik tehlikelere ve her türlü zararlı bozulmalara karşı koruma) bir şekilde gerçekleştirme sürecidir.
BM, Sürdürülebilir Kalkınma Dünya Zirvesi, 2002	Küresel ajandada sürdürülebilir kalkınmanın yönetimi konusunu gündeme getirmiştir.
Dylick ve Hockerts, 2002	Gelecek kuşaklar için doğal çevrenin ve kültürel kazanımların korunacağı, daha eşitlikçi ve varlıklı bir dünya için sosyal evrimin taahhüdüdür.
Dunphy, Griffiths ve Benn, 2003	Sürdürülebilir şirket, faaliyetlerini yürütürken çevresel ve sosyal sürdürülebilirliğe önem veren, aynı zamanda bu prensiplerin toplumun geri kalan kısmı tarafında da benimsenmesi için çaba harcayan şirkettir.
Bansal, 2005	Makalesi ile kurumsal sürdürülebilir büyümenin üç temel boyutunu (çevresel bütünlük, sosyal eşitlik ve ekonomik refah) ölçülebilir hale getirmesi, 1986-1995 yılları arasında Kanada'da gerçekleştirdiği araştırmasıyla sürdürülebilir büyümenin kurumsallaşmasına etki eden faktörleri ortaya çıkarması ile literatüre katkı sağlamıştır.
Gladwin, Krause ve Kennelly, 2006	Doğa ile uyum olmaksızın hem zengin hem de fakir insanlar için yaşam kalitesi azalacaktır, sosyal olarak eşit derecede olmayan çevresel kısıtlılar artacaktır ve sosyal bozukluk ve şiddete sebep olacaktır.
Collin ve Collin, 2010	Eşitlik, gelecek, çevre ve halkın katılımı unsurlarından oluşan sürdürülebilirlik; çevrenin korunması sürdürülebilir kalkınmanın ön saflarında yer almaktadır ve bu yalnızca işbirlikçi kararlar, arttırılmış yönetmelikler ve her birinin bireyin kişisel ve küresel bir ortamda çevreyi korumaya alınmasıyla sağlanabilecek bir olgudur.
Drexhage ve Murphy, 2010	Çevre, ekonomi ve toplum arasındaki varolan karmaşık bağlantıları anlamayı, bütünleştirmeyi ve birlikte hareket ettirmenin somutlaştırılmasını içerir.
Peter S. Brandon ve Patricia Lombardi, 2011	Sürdürülebilir büyümenin bir tizi temel ve genel yaklaşımlarla desteklenen amaçlar; doğal adım, sosyal sermaye yaklaşımı, ekolojik ayak izi, finansal sermaye yaklaşımı, itici güç-durum yanıtı modeli, konu veya tema temelli çerçeveler, muhasebe çerçeveleri ve değerlendirme metodu araç kitlerinin çerçevelerini içeren bütünsel şekilde tanımlanmıştır.

Kurum/Yazar/Yıl	Tanım/Yaklaşım
Kossovsky, 2012	Gelecek nesillerin kendi ihtiyaçlarını karşılayabilme kabiliyetinden ödün vermeden, mevcut ihtiyaçları karşılayan ürün ve hizmetlerin üretilmesi, kullanılması, satılması veya satılmaya sunulması.
Özçelik, 2013	Sosyal çevreyi, ekonomiyi ve doğal kaynakları tehlikeye atmayacak şekilde yaşamaya çalışmaktır.
Basu, Misra ve Puppala, 2015	Bir sistemin sürdürülebilirliği, zaman içinde hayatta kalma ve işlevselliğini sürdürme yeteneğidir. Çok basit bir ifadeyle, sürdürülebilirlik bir sistemdeki arzlar (kapasiteler) ve talepler (yükler) ile ilgilidir ve arz talebin üzerinde olduğu sürece, sistem sürdürülebilirdir. Zaman, sürdürülebilirliğin doğasında var olan bir unsurdur ve sürdürülebilirlikle ilgili sorular, zaman içinde değişen arz ve talepler göz önüne alınarak ele alınmalıdır.

Kaynak: 2006 yılına kadar Bakoğlu'ndan (2010:260) yararlanılarak geliştirilmiştir.

Sürdürülebilir büyümeyi “gelişimi daha sürdürülebilir hale getirmek için; disiplinler arası, bütünleştirici, dengeli, sezgisel ve pratik bir meta-çerçeve” olarak tanımlayan Munasinghe’e (2001) göre bu süreç; ekonomik, sosyal ve çevresel unsurlardan oluşmaktadır. Aşağıda bu boyutlara değinilmektedir:

Sosyal Boyut: Sürdürülebilirliğin sosyal boyutu veya sosyal sürdürülebilirlik işletmelerin bir şekilde etkileşim dâhilinde bulunduğu tüm paydaşlarına karşı sorumluluk olarak değer yaratması gerekliliği olarak vurgulanmıştır (Dylick ve Hockerts, 2002). Tüm paydaşlar refah içinde sağlıklı ve yüksek kalitede bir hayat yaşama hakkına sahiptir (Gladwin vd., 1995). Sivil toplum kuruluşları (STK) gibi sosyal girişimler başta olmak üzere işletmelerin entelektüel (beşerî) sermayesi sürdürülebilirliğin sosyal boyutunun bir parçasıdır (Mertins ve Orth, 2011). Hatta bu yönüyle, sosyal girişimler için entelektüel sermaye boyutu finansal başarıdan daha önemli görülebilir (Sillanpaa vd., 2010).

Küresel Raporlama Girişimi (GRI) temel sosyal standartları; insan kaynağı uygulamaları, insana yakışır iş, insan hakları, toplum ve ürün sorumluluğu ana başlıklarından oluşur.

Çevresel Boyut: Sanayileşmedeki artış, bilişim alanındaki hızlı gelişmeler, artan çevresel bozulmalar, küresel ısınma, sera gazları, kimyasal atıklardaki artışlar, su ve toprak kirliliği, orman arazilerinin azalmasına ve çölleşmeye sebebiyet vermektedir (Shristava, 1995).

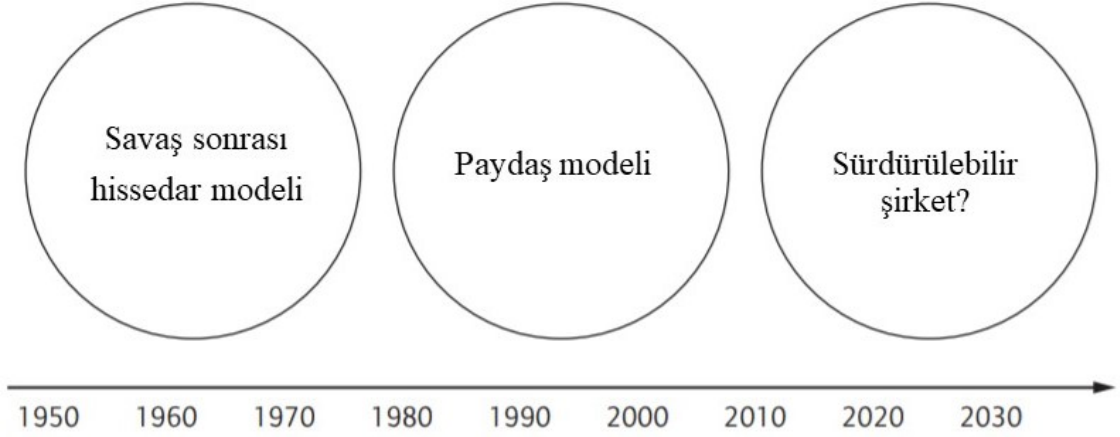
GRI temel çevresel standartları; malzeme, enerji, su, biyoçeşitlilik, emisyon, atık su ve katı atık, ürün ve hizmet, uyumluluk, ulaştırma ve genel alt başlıklarıyla sıralamıştır.

Ekonomik Boyut: Ekonomik sermaye çeşitlerinden maddi ve maddi olmayan varlıkların etkin ve verimli yönetimiyle topluma fayda sağlayan ürün ve hizmet üretimiyle (Bansal, 2005) ekonomik anlamda kârlılık ve aynı zamanda paydaşlar için de uzun vadeli değer yaratma ekonomik sürdürülebilirliği ifade etmektedir (Dyllick ve Hockerts, 2002).

GRI temel ekonomik standartları için bkz Bölüm 2.2.

Çevresel felakete bağlı protestoların patlak verdiği 1970’lerde ilk defa sürdürülebilir büyüme kavramı BM tarafından 1972 yılında düzenlenen Stockholm Konferansı’nda ortaya atılmıştır (Blackburn, 2007). 1992 yılına gelindiğinde, Rio Konferansında sürdürülebilir büyüme yaklaşımının benimsenmesi için hükümetler ve diğer paydaşlar büyüme destek olmaya davet edilerek konuya dikkat çekilmiştir. Ayrıca ekonomik anlamda büyüme ve gelişme sağlayan fakat sosyal ve çevresel anlamda sürdürülebilirlik ilkelerine bağlı kalmayan ülkelerin ekonomik büyümeleri bir yerden sonra tıkanacağı ileri sürülmüştür. 1993 yılında ise Rio Konferansı ile kabul edilen ilkelerin uygulanışını izlemek adına “Sürdürülebilir Büyüme Komisyonu” oluşturulmuştur (Dyllick ve Hockerts, 2002).

Küresel boyutta sürdürülebilirlik çalışmalarının başladığı ilk yıllardan günümüze kadar Avrupa’da etkili olan süreç Sigurt’a (2013) göre, sürdürülebilirliğin ilk döneminde hissedar modeli, ardından paydaş modeli ve sonrasında ise sürdürülebilir şirket yaklaşımlarının tarihi gelişimi Şekil 2’de gösterilmiştir;



Şekil 2: Avrupa'daki Kurumsal Yönetişim Modellerinin Tarihsel Gelişimi

Kaynak: Sigurt (2013)

Bansal'a göre (2005), sürdürülebilirliğin ekonomik boyutu ile bireylerin ve toplumların yaşam kalitesinin artırılması yoluyla ekonomik anlamda büyüme amaçlanmaktadır. Ekonomik boyut, sürdürülebilirliğin diğer iki boyutu olan sosyal ve çevresel boyutlarla tamamen iç içedir.

1.2. Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramı

Rubenstein tarafından 1992'de ileri sürülen işletme ve paydaşları arasında yeni bir sözleşme kurulması gereği ile kurumsal sürdürülebilirlik kavramının temeli oluşturulmuştur (Aras ve Crowther, 2008).

Kurumsal sürdürülebilirlik finansal kaynaklara erişime bağlı olduğundan finansal sürdürülebilirlik ile bir bütünü oluşturmaktadır. Kurumsal sürdürülebilirlik uygulamaları hem ulusların (Boulouta ve Pitelis, 2013) hem de geleceğin başarılı şirketlerinin (Hunt, 2011) temel özelliği olarak, topluma ve çevreye duyarlı kamuoyu paylaşımlarına da yansıyan stratejik amaç ve hedeflerinin merkezinde yer almaktadır (Adams, 2015:7-8).

Kurumsal sürdürülebilirlik gerek iş dünyası gerekse akademi tarafında önemi daha çok anlaşılan bir kavram gelmiştir (Linnenluecke ve Griffiths, 2010:357; Wilson, 2003:1; White, 2009; Baradihi, 2012). Sürdürülebilirlik uzmanları, kurumsal sürdürülebilirliğin önemini geleneksel yöntemlerle iş yapmaya devam eden şirketlerin

uzun vadede zarara uğrayacağı ve rekabet sahnesinden çekilmeye zorlanacakları iddiasını ileri sürmektedir (Dylick ve Hockerts, 2002; Blackburn, 2007).

Linnenluecke ve Griffiths'e (2010) göre, kurumsal sürdürülebilirlik ile ilgili evrensel bir tanımdan bahsetmek mümkün olmasa da literatürde geçen çeşitli tanımlara Tablo 2'de yer verilmiştir.

Tablo 2: Kurumsal Sürdürülebilirlik Tanımları

Yazar/Yıl	Tanım
Gladwin vd., 1995	Sürdürülebilir büyümenin işletme düzeyinde ele alınmasıdır. İşletmelerin sürdürülebilirliğinin sağlanması sektörel ve dolayısıyla da ülke ve dünya sürdürülebilirliğinin sağlanması mümkün olacaktır.
Dylick ve Hockerts, 2002	Bruntland Raporu'nda yer alan sürdürülebilir büyüme tanımının işletme düzeyine indirgenmesiyle; "şirketin doğrudan ve dolaylı paydaşlarının ihtiyaçları karşılanırken şirketin, gelecekteki paydaşların ihtiyaçlarını karşılama imkânından da ödün vermediği işletme durumu" olarak tanımlanmıştır. Şirketlerin uzun vadeli bakış açısıyla ekonomik, sosyal ve çevresel performansı bakımından faaliyetlerinin sürdürülebilir olmasını sağlaması gerekmektedir.
Wilson, 2003	İşletmenin büyümesinin ve kârlılığının önemli olduğunu ileri sürerken aynı zamanda işletmenin doğayı koruma, ekonomik kalkınma ve sosyal adaleti sağlaması gerekliliğini de vurgulamaktadır.
Dunphy, Griffiths ve Benn, 2003	Sürdürülebilir kurum, insan ve ekolojik sürdürülebilirlik prensiplerini tamamen kendi hedeflerine dahil eden ve sürdürülebilirlik ilkelerinin toplumun her yerine uygulanmasını desteklemek için aktif olarak çalışan bir kuruluştur.
Nemli, 2004	Fırsatları benimseyerek ve ekonomik, sosyal ve çevresel gelişmelerden kaynaklanan riskleri yöneterek uzun vadeli hissedar değeri yaratan bir iş yaklaşımıdır.
Bansal, 2005	Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri üzerinden sosyal adalet, ekonomik kalkınma sağlamanın yanı sıra çevresel yönetim üzerinden de doğanın korunmasını sağlayarak gerçekleşmektedir.
Benn, Dunphy ve Griffith, 2006	Uzun vadeli bir bakış açısıyla tüm paydaşlarla etkileşim içinde olarak kârı artırmanın yanı sıra çevresel kirliliği önlemeye yönelik yetenek ve kapasitelerin geliştirilmesi ile gerçekleşmektedir.
Lo ve Sheu, 2007	Gönüllülük esası ile gerçekleştirilen işletme faaliyetleridir. Ekonomik unsurlar ile birlikte sosyal ve çevresel unsurları da içermektedir. Paydaşlarla etkileşimde olmayı gerektirmektedir.

Yazar/Yıl	Tanım
Bauer, 2007	İşletmenin ekonomik başarısıyla yani sabit kıymetlerle (bina, demirbaş, makine vb.) ilişkili olduğu kadar, çalışanlar ve tüketiciler gibi soyut varlıklarıyla da ilişkilidir. Kurumsal sürdürülebilirlik ancak çalışanların işletme ortağı olarak görülmeye başlandığı zaman gerçekleşebilmektedir.
Tokgöz ve Önce, 2009	Uzun dönemli bakış açısıyla ekonomik unsurların yanında sosyal ve çevresel unsurları da içermektedir.
Baradihi, 2012	İşletmenin gelecek yüz yıllarda da hayatta kalmasını sağlamaktadır. Şirketlerin maliyetlerini azaltarak, insana ve çevreye saygı duyarak ve küresel sorunlara çözüm bulan inovatif ürünler üreterek dünyaya değer katmayı amaçlamaktadır.
Bansal ve Song 2017	Kurumsal bakış açısıyla, sistemsel şekilde sürdürülebilirlik arayışında doğal sistem içinde işletme merkezli faaliyetlere yoğunlaşılmasıdır.
Rego vd., 2017	Yaygın olarak kabul edildiği şekilde, kendilerince yönlendirmesine rağmen, işletmelerin (toplum ve çevreyi kapsayan) çeşitli düzenlemelerle uyumlu olmasıdır. Bu düzenlemeler ekonomik olduğu kadar çevresel ve sosyal yatırım ihtiyaçlarını da gerektirir.
Aytekin ve Erol, 2018	Şirketlerde uzun dönemli değer yaratmak için ekonomik, çevresel ve sosyal faktörlerin kurumsal yönetim ilkeleriyle beraber şirket faaliyetlerine ve karar süreçlerine uyarlanarak olası risklerin yönetilmesidir.

Bansal'a göre (2005), kurumsal sürdürülebilir büyüme için üç temel boyut özetle şöyle belirlenmiştir; (1) *sosyal eşitlik ilkesi*, toplumun tüm üyelerinin kaynaklara ve fırsatlara eşit erişime sahip olmasını sağlar, (2) *çevresel bütünlük ilkesi*, insan faaliyetlerinin dünyanın topraklarını, hava ve su kaynaklarını aşındırmamasını sağlar, (3) *ekonomik refah ilkesi*, toplumdaki örgütlerin ve bireylerin üretken kapasiteleri ile makul bir yaşam kalitesi sağlar (Holliday, Schmidheiny ve Watts 2002).

Bansal'a göre (2005), kurumsal sürdürülebilirlikten bahsedebilmek için işletmelerin ürünleri, politikaları ve uygulamaları ile şu ilkeleri bütünleştirmeleri gerekmektedir; (1) kurumsal sosyal sorumluluk yoluyla sosyal eşitlik, (2) kurumsal çevre yönetimi yoluyla çevresel bütünlük, (3) değer yaratma yoluyla ekonomik refah.

Kuşat'a (2019) göre, işletmelerin borç ödeme yeteneğinin, gelir ve giderlerinin bağlı olduğu ekonomik sermayesinin olası riskler karşısında sürdürülebilir kılınması; kurumsal sürdürülebilirliğin tesis ve devamlılığında özel bir öneme sahip olan finansal sürdürülebilirlik ile sağlanabilir.

Bu çalışmada benimsenen kavramlara göre; kurumsal sürdürülebilirlik, sosyal ve çevresel boyutların yanı sıra ekonomik rehaf için kârlılık (Bansal, 2005), uzun vadeli hissedar değeri (Nemli, 2004) ile pay fiyatı üzerinden şirket değeri ve nakit yaratımını artırarak değer yaratan ve bu değerlerin paylaşımı hakkında paydaşları arasında yeni bir sözleşme kurarak (Rubenstein 1992) gelecek yüzyıllarda da ayakta kalan bir işletme (Baradihi, 2012) üzerinedir.

1.3. Ekonomik Sermaye Kavramı

Ekonomik sermaye kavramı antik Fenikelilere (M.Ö. 1200) kadar uzanmaktadır. Hastalıklar yüzünden çiftçilerin tarıma dayalı verimliliklerde düşüş beklentileri ile başlayan bir ekonomik modellemeden bahsedilmektedir. Bu hesaplamaların en ileri seviyesi günümüzde doğum oranlarında değişiklikler, politik riskler, iklim değişikliği şeklinde olmaktadır (Oka ve Kusimba 2008).

Dyllick ve Hockerts'a (2002) göre, sermaye kavramının normalde kullanıldığından daha geniş bir yorumuyla ekonomistler veya ekolojistler tarafından değerlendirilmesiyle kurumsal sürdürülebilirlik anlam kazanır. Buna göre üç farklı sermaye türü -ekonomik, doğal ve sosyal- farklı özelliklere sahiptir ve bu nedenle farklı yaklaşımlar gerektirir. Ayrıca, üç ana sermaye türü içinde, birkaç alt tür de mevcuttur. Ekonomik sermayenin altında finansal sermaye öz kaynak, borçlar vb. yer almaktadır.

Dünya Bankası'nın yaklaşımına göre dört çeşit sermaye vardır (Bakoğlu, 2010:273).

Sosyal Sermaye: Birbirine ortak değerlerle bağlı, güven ilişkisi çerçevesinde oluşan, sosyal kurumlar, değerler ve dernekler.

İnsani Sermaye: Yetenek, eğitim ve sağlığına bağlı olarak oluşan kişisel üretim yetenekleri.

Fiziksel Sermaye: Sahip olunan makine, fabrika, bina ve altyapı sistemi.

Doğal Sermaye: Toprak, bitki, su gibi doğal kaynaklar.

Elkington'a (1998) göre, sürdürülebilir bir şirketin çevresel boyutta sürdürülebilir olup olmadığının anlaşılması doğal sermayenin ne olduğunun anlaşılmasına bağlıdır. Ayrıca bir ekonominin düzgün çalışması için dört tür sermayeye ihtiyaç duyulur:

İnsani Sermaye: İş gücü ve bilgi, kültür ve organizasyon formundadır.

Finansal Sermaye: Nakitten oluşan, yatırımlar ve parasal araçlardır.

Üretilen Sermaye: Altyapı, makine, alet, fabrikalardan oluşur.

Doğal Sermaye: Kaynaklar, yaşam sistemleri ve ekosistem hizmetlerinden oluşur.

Ekins'e (1992) göre, ekolojik ekonomistler, sermaye kavramını dört çeşide ayırarak kavram genişletmişlerdi. Spangenberg'e (2001) göre, sermaye kavramının söz konusu tüm çeşitleri kurumsal boyut da dâhil olmak üzere sürdürülebilirlik ile ilişkili dört boyuta bağlanmaktadır:

Üretilmiş Sermaye: Geçmiş malzeme üretiminin sonucu (sürekli tüketimden fazla üretim)

İnsani Sermaye: İnsan, beceri ve bilgi

Sosyal ve Örgütsel Sermaye: Sosyal ağlar ve organizasyon

Doğal Sermaye: Üretim ve tüketim için kaynak sağlayan, atıkları emen ve doğal güzellik gibi donanım olanakları sağlayan doğanın tüm özellikleri.

Günümüzde ise ekonomik sermaye risk sermayesi miktarı olarak öngörülmüştür. Bu yaklaşıma göre; ekonomik sermaye, bir firmanın piyasa riski, kredi riski ve operasyonel risk gibi devam eden bir endişe kaynağı olarak işlettiği ya da topladığı riskleri kapsamasını gerektiren, gerçekçi bir şekilde değerlendirilen risk sermayesi miktarıdır.

Merton ve Perold'a (1993) göre, ekonomik sermaye, şirketlerin net varlıklarının riskten arındırılmış yatırım alternatifine göre değer kaybına uğramaması için

yatırılabilir en küçük miktardır. Aziz ve Rosen'a (2004) göre, ekonomik sermaye, bir şirketin faaliyetlerini yürütmek ve arzuladığı hedefe ulaşmak için ihtiyaç duyduğu tahmini sermaye seviyesini ödeme gücüdür. Grégoire, Lai ve Soumaré'ye (2009) göre, ekonomik sermaye, net pozitif varlık değerini garanti eden bir sigorta sözleşmesinin piyasa değerine eşittir. Başka bir anlatımla, ekonomik sermaye, bir şirketin yönettiği risklerle ilişkili zararlara karşı bir tampon olarak ayırması gereken en uygun sermaye miktarıdır. En uygun ekonomik sermaye seviyesi ise iflas maliyeti ile sermaye maliyeti arasındaki uyuma ile mümkündür.

Bansal'a (2005:201) göre, işletmelerin sermaye yönetimi yetenekleri, kurumsal sürdürülebilir büyüme ile pozitif olarak ilişkilendirilebilmektedir. Zira ekonomik sermaye yönetiminde başarılı işletmeler değişen çevresel ve sosyal düzenlemelerle ilişkili yüksek sermaye kayıplarını önlemek için en iyi uygulamaları ve üstün teknolojileri benimsemeye çalışmaktadır.

Bu çalışmada Bansal (2005) ve IFoA (2011) tarafından ileri sürülen sermaye kavramları çerçeve kabul edilerek Elkington (1998) ve Dünya Bankası yaklaşımları da ilişkilendirilerek klasik anlamda ekonomik sermaye; finansal, üretilen ve fiziksel sermayeler kurumsal sürdürülebilir büyüme için finansal performans göstergelerine, sosyal ve çevresel boyutlarda ifade edilen insani, sosyal ve doğal sermayeler ise finansal olmayan performans göstergelerine entegre raporlama yoluyla sunulan açıklamalara konu edilerek bütünsel ve çok boyutlu incelenecektir.

1.4. Finansal Sürdürülebilirlik Kavramı

Hák vd.,'ye (2007:113) göre, kalkınma uygulamalarında enstitü ve işletmelerin ortak algısıyla kalkınma politikalarının uzun bir geleneği takip etmesi sonucu finansal sürdürülebilirlik kavramı doğmuştur. Finansal sürdürülebilirlik kavramından anlaşılan, işletmelerin sürdürülebilirlik üzerine odak noktasının yönetimin etkin ve fonların uzun vadeli uygulanabilir ve yeterli olması yani sürdürülebilir işletme kapasitesidir.

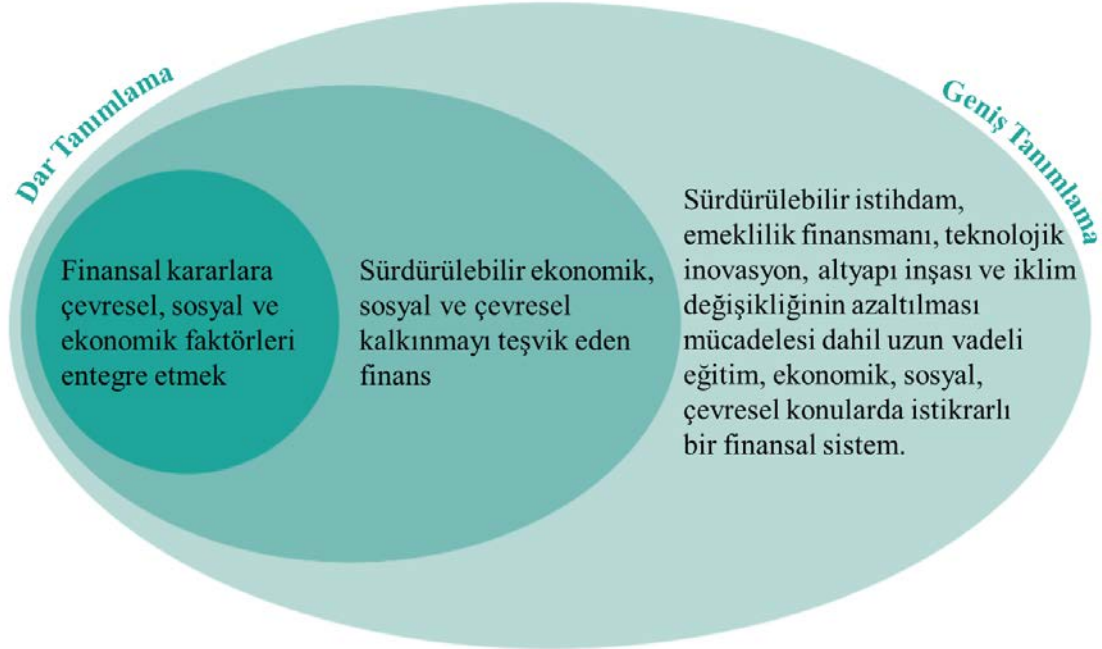
Finansal sürdürülebilirlik, Giovannoni ve Fabietti'ye (2014) göre, bir şirketin hem kârlılık, verimlilik ve finansal performans açısından hem de sermayesini oluşturan çevresel ve sosyal varlıkları yönetme bakımından zamana dayanabilme kabiliyetidir.

Lebas'a (1995:28) göre ise, geleneksel finansal bakış açısıyla finansal değişkenlerin sabit büyüme derecesi olarak sınırlandırılarak ve aynı zamanda bir şirketin büyüme derecesinin finansal politikalar değiştirilmeden kârlılığını koruması olarak tanımlanmıştır.

Finansal sürdürülebilirlik, Doane ve MacGillivray'a (2001) göre, bir şirketin işliyor kalabilmesi, Iezza'ya (2010) göre bir şirketin herhangi bir dış destek olmaksızın kendi kendine yeterli olması, Bowman'a (2011) göre, zaman içinde finansal kapasitenin korunması şeklinde tanımlanmıştır.

Dyllick ve Hockers'a (2002:132) göre, finansal sürdürülebilirlik bir yanda işletmelerin hissedarlarının ortalamasının üzerinde kazanç sağlamasını hem de işletmelerin hiç likidite sıkıntısı yaşamayacak şekilde nakit akışı sağlamasını temin ederek diğer yanda kurumsal sürdürülebilirliğin gerçekleşmesine destek olur.

Avrupa Komisyonu (2017) tarafından finansal sürdürülebilirliğin dar tanımlardan geniş tanımlamaya üç farklı kavramsal yaklaşımı Şekil 3'te ile gösterilmiştir.



Şekil 3: Finansal Sürdürülebilirliğin Üç Tanımlaması

Kaynak: Avrupa Komisyonu (2017)

Sürdürülebilirlik Muhasebesi Standartları Kurulu (SASB, 2018) finansal sürdürülebilirliği şirketin uzun vadede değer yaratma kabiliyetini koruyan veya geliştiren kurumsal faaliyetler olarak tanımlamıştır. SASB en az sayıda standart seti ile endüstri veya coğrafi konumdan bağımsız olarak sıradan bir şirketin operasyonel performansı veya finansal koşulları için etki yaratması muhtemel konuların belirlenmesinin önemine işaret etmiştir.

Ulusoy'a (2019:51) göre sürdürülebilir finans; finans piyasalarının para ve sermaye unsurları başta olmak üzere iş ve yatırım kararlarına toplumun uzun vadeli faydası için sosyal, çevresel ve yönetim kritlerinin dâhil edildiği herhangi bir finansal hizmete karşılık gelmektedir. Başka bir ifadeyle hem bugün hem de uzun vadede ekonomik ve sosyal refahı arttırmaya katkıda bulunan, ekonomik rekabet gücünü sağlayıp ve arttırırken aynı zamanda da ekolojik sistemleri koruma ve yeniden tesis etmeye ve kültürel çeşitliliği arttırmaya katkıda bulunan sistemler bütünüdür.

Altınay'a (2019) göre finansal sürdürülebilirlik; kurumsal sürdürülebilirliğin bir gereği olarak işletmelerin iç ve dış paydaşlarına karşı sorumluluklarını düzenli bir biçimde devam ettirebilmesini ve sürdürülebilirliğin ekonomik boyutunda işletmelerin ekonomik sermayesinin etkin biçimde yönetilmesini de amaçlamaktadır.

Öte yandan Hackler ve Saxton (2007) ve Moore'a (2000) göre, finansal sürdürülebilirliğin yalnız finansal verilerle sınırlı olmayan bir yaklaşım olduğu, finansal sürdürülebilirliğe ilişkin "sivil toplum örgütlerinin kuruluş amaçlarına ulaşması" tanımıyla da ileri sürülmüştür. Laszlo'ya (2003) göre, şirketlerin kısa vadede yüksek kâr beklentisi paydaşları ile aralarında bir çatlak yaratmıştır. Şirketlerin farklı birimleri, yöneticileri, ölçümleri, raporlamaları olması Elkington'ın üçlü kâr hanesi (kâr, insanlar ve gezegen) yaklaşımının bütünleştirici işlevini zorunlu kılmıştır. Elkington (2004) tarafından işletme yöneticilerinin kısa vadede daha çok kâr elde etmek uğruna gelecek nesilleri ihmal etmemesi önerilmektedir. Dyllick ve Muff (2015) tarafından kapitalizmin sadece kâr değil toplumun ihtiyaç ve güçlüklerini ele alarak ekonomik değer yaratma olarak tanımlanan "paylaşılan değer yaratma" (Porter ve Kramer, 2011) yönünde gelişim ve işlev kazanması önerilmektedir. Bir şirketin gelir yaratmasını sosyal değer üretme ile birleştiren yaklaşım Emerson (2003) tarafından, "harmanlanmış değer" olarak ileri

sürülmüştür. Freeman (1984) tarafından, “çoklupaydaş yaklaşımı” olarak ifade edilen ve paydaşlar için değer yaratma üzerine kurulu olan bir ticaret yaklaşımı ileri sürülmüştür. Bakoğlu (2010) tarafından, şirketin rekabet avantajı ve stratejisini hissedarlarının faydası ve kâr üzerine kuran eski öğretinin terk edilerek “çağdaş ve dengeli işletme modeli” içinde şirketin sürdürülebilir rekabet avantajı ve stratejisini çoklu paydaşlara yönelik beklenti ve değer yaratma ihtiyaçlarının sürdürülebilirliğin üç boyutuyla gözetilmesi ileri sürülmüştür. Spangenberg’e (2005) göre, daha geniş bir perspektif ve farklı çıkarları dengeleme ihtiyacının karşılanması sürdürülebilirlik için çözüm önerilerine konu edilmiştir.

Soppe’nin (2004) sürdürülebilir finans yaklaşımı a) Çok özellikli, iyileştirici, kâr, insanlar ve gezegeni temel alan, b) İşbirliği-güven esaslı, c) Paydaşların portföyü, d) Erdem-etik / bütünleştirici şekilde oluşturularak ileri sürülmüştür.

Mitchell, vd.,’ye (2007) göre, sürdürülebilirliğin ekonomik boyutuyla ilgili eylemler şirketlerin finansal performansı ile sınırlı olup Suggett ve Goodsir’e (2002) göre, finansal performans; bir şirketin yıllık finansal raporunda geleneksel olarak bildirilen konuları kapsar.

Literatürde finansal sürdürülebilirliği tehdit eden nitelikte görülen finansal sıkıntıların erken uyarı mekanizmaları ile önlenmesi ile finansal sürdürülebilirliğin desteklenebileceği ileri sürülmüştür (Walker ve Jones, 2006; Dollery, 2004; Tuckman ve Chang, 1991).

Literatürde finansal sıkıntı araştırıldığında şu tanımlara ulaşılmıştır;

Bir işletmenin borçlarını geri ödeyememe olasılığı (Beaver vd., 2010:10); fatura veya çeklerin itibarsızlaşması, banka kredilerinin geri ödemelerinin gecikmesi, düşük kredi derecelendirme geçmişine sahip olunması, banka hesaplarının reddedilmesi veya öz varlık değeri net aktif değerinin yarısından daha düşük değere sahip bir şirketin durumu (Kuo, 2003); halka açık bir şirket bağlamında; işletme sermayesi güçlüğü yaşayan veya yasal olarak payların özel bir düzenlemeye tabi olması (örneğin: gözaltı pazarı) durumunun yaşanması ve finansal olarak sıkıntılı bir işletme genellikle iflas

başvurusunda bulunan bir işletme (Wu, 2004), (Beaver, 1966-1968; Altman, 1968-1977; Ohlson, 1980).

Gustafson'a (1994) göre, finansal sürdürülebilirliğin özünde yatan unsurlar finansal olarak kendine güvenme veya diğer ölçülebilen faaliyetlerdir.

Finansal sürdürülebilirliğe ilişkin bütün tanım ve açıklamalardan hareketle bu tezin amacına uygun olarak aşağıdaki tanıma ulaşılabilir:

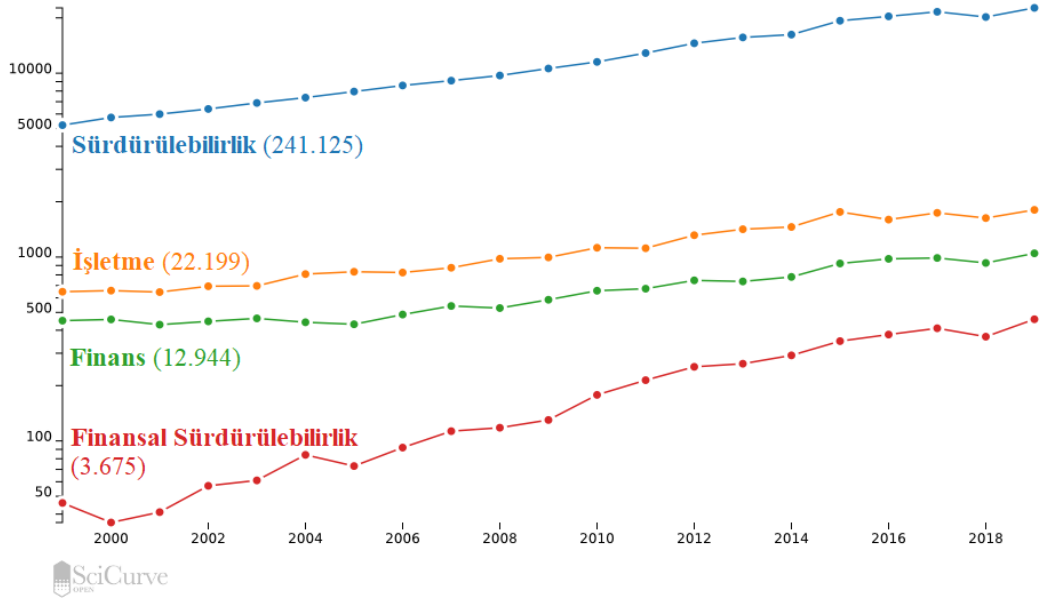
“Finansal sürdürülebilirlik, bir işletmenin tüm paydaşlarına değer yaratmada kullandığı finansal kaynaklarından daha fazlasını geri kazanma öz yeterliliği sağlayan uzun vadeli finansal performans ve bunu tehdit eden finansal sıkıntıların önlenme güvencesidir.”

İKİNCİ BÖLÜM: TEORİK ALTYAPI

FINANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK GÖSTERGELERİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ

2.1. Finansal Sürdürülebilirlik Araştırma Eğilimleri

İnternet tabanlı bir ölçüm ile araştırma konusu anahtar kelimeler İngilizce karşılıkları “Business/İşletme”, “Finance/Finans”, “Sustainability/Sürdürülebilirlik” ve “Financial Sustainability/Finansal Sürdürülebilirlik” ile ilgili yayınlar çerçevesinde incelendiğinde Grafik 1’de sunulan sonuçlara ulaşılmıştır.



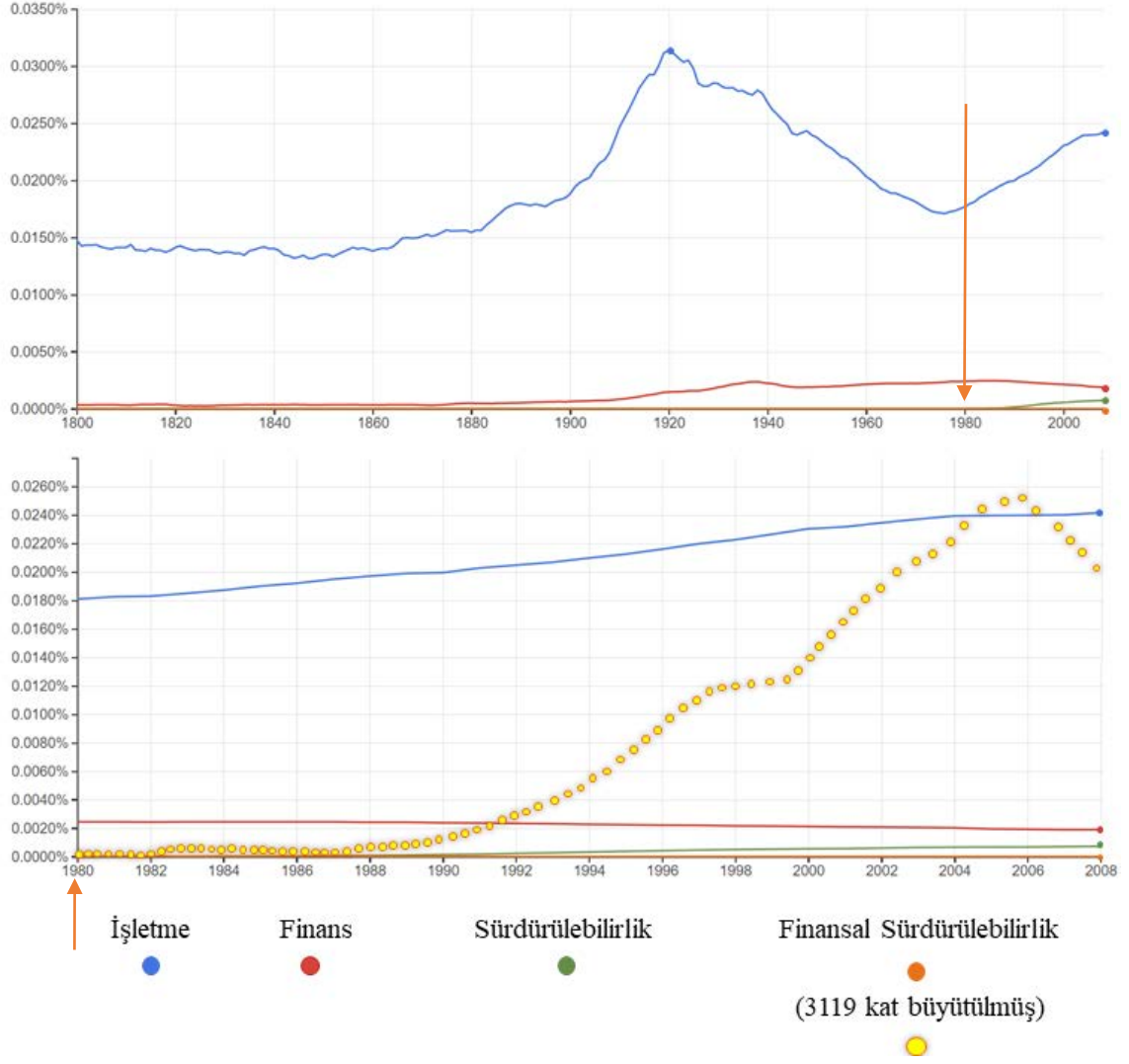
Grafik 1: Araştırma Konusu Anahtar Kelimelerin Araştırılma Eğilimi

Kaynak: (SciCurve, 2019)

SciCurve üzerinden edinilen verilere göre, akademik yayınlar için 2000-2019 Mayıs döneminde finansal sürdürülebilirlik aranma hızının diğer üç anahtar kelime içinde adet olarak en düşük olsa da on kat artan büyüme hızıyla öne çıktığı görülmüştür. Sürdürülebilirliğin ise her iki kıyaslamada da büyük farkla önde olduğu görülmüştür.

Bir diğer kaynak olan “Google Ngram” ile kitaplar analiz edildiğinde; “Business/İşletme” kelimesinin %0,0325 ile 1921 yılında, “Finance/Finans” kelimesinin ise %0,0023 ile 1938 yılında en yüksek seviyeye çıktığı görülmüştür. “Sustainability/Sürdürülebilirlik” 1980 yılında aranmaya başlayıp 2005 yılında %0,00079 ile zirveye çıkarken benzer eğilim gösteren “Financial Sustainability/Finansal Sürdürülebilirlik” yine 1980’de başlayıp 1984’de edindiği küçük bir ivme sonrası 1999’da ikinci bir sıçrama ve 2002’de üçüncü bir sıçrama sonrası 2006’da zirveyi %0,0000098976 ile görmüş ve ardından düşüş eğilimine girmiştir.

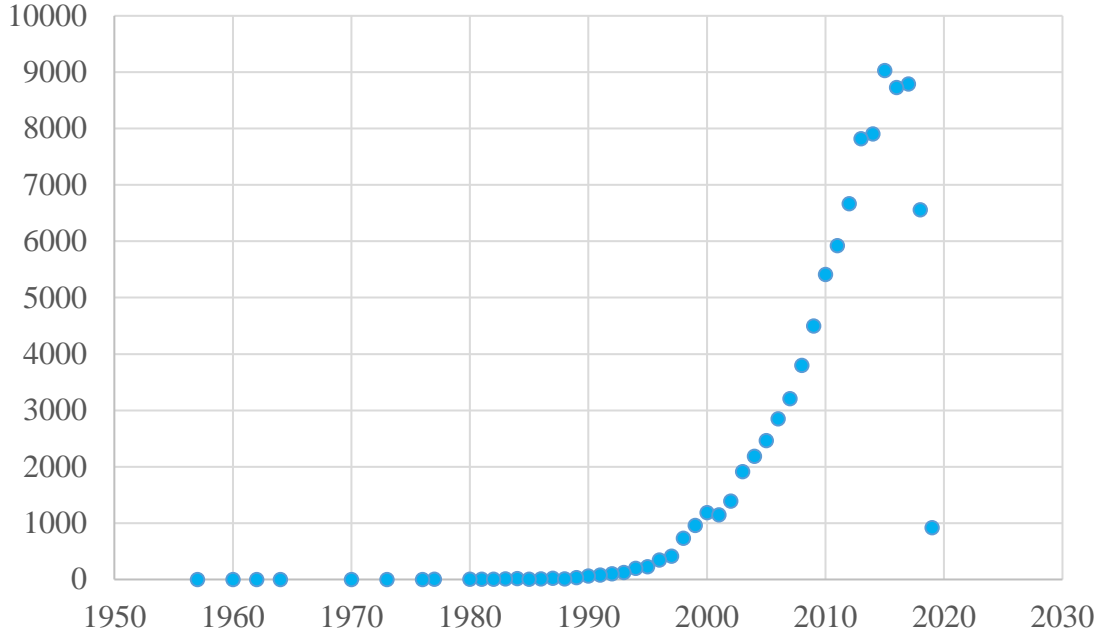
Grafik 2’de “Google Ngram” tarafından azami veri aralığı olan 1800 – 2008 ile sınırlı olarak işletme (mavi), finans (kırmızı), sürdürülebilirlik (yeşil) ve finansal sürdürülebilirlik (turuncu) ifade edilmiştir. Finansal sürdürülebilirlik 1980 yılında ilk kez verilere yansıdığından ayrıca 2006 yılında zirveyi gördüğünde dahi %0,0000098976 oran ile çok düşük kaldığından grafikte araştırma konusu anahtar kelimeler ile kıyaslamalı görüntülmede zorluk yaşanmıştır. Araştırmanın öneminin daha iyi anlaşılabilmesi için 1980 yılından başlayan ikinci bir grafik ile en yüksek değer olan “işletme” verilerine erişerek kıyaslama yapmak için “finansal sürdürülebilirlik” verileri 3119 kat büyütülerek grafikte zaman eğrisinde kıyaslamaya izin verecek şekilde (turuncu kenarlı sarı noktalar ile) gösterilmiştir.



Grafik 2: Finansal Sürdürülebilirlik Kitap Yayımları Eğilimi ve Anahtar Kelimelerle Kıyaslaması

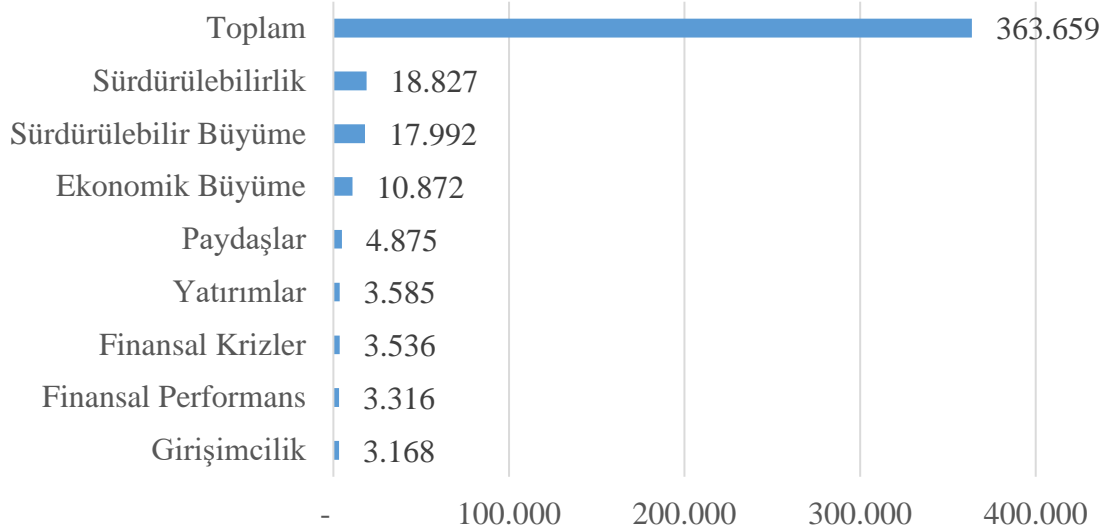
Kaynak: (Google Books Ngram Viewer, 2019)

Akademik dergilerde “finansal sürdürülebilirlik” yayınlarına ilişkin veriler Grafik 3’te sunulmuştur. 1800-2019 Mayıs aralığında İngilizce “Finansal Sürdürülebilirlik” aramasıyla ilk olarak 1957’de olmak üzere akademik dergiler 363.659 adet sonuç vermiştir. Bu sonuçların 357.316 adedi İngilizce, 663 adedi Türkçe dilindedir. Ayrıca yayınların ülkelere göre dağılımı ise ABD – 8.085, İngiltere – 4.618, Çin – 4.379, Avustralya – 3.694 ve Hindistan – 3.056 şeklindedir.



Grafik 3: Akademik Dergilerde Finansal Sürdürülebilirlik Yayınları Eğilimi

Kaynak: (Marmara Üniversitesi E-Library, 2019)



Grafik 4 Finansal Sürdürülebilirlik Yayınlarının Alt Konuları

Kaynak: (Marmara Üniversitesi E-Library, 2019)

Finansal sürdürülebilirlik araştırma eğilimleri bütünsel bir yaklaşımla analiz edildiğinde (Grafik 4) “sürdürülebilirlik” ile “finansal sürdürülebilirlik” yayınları

arasında aynı yönlü bir ilişki olduğu gözlenmiştir. Bununla birlikte sürdürülebilirlik ile ilgili sosyal, çevresel ve ekonomik boyutlar ile kurumsal sürdürülebilirlik gibi ilişkili diğer kavramlara göre daha düşük sonuçlar veren (SciCurve, 2019) finansal sürdürülebilirliğin %1,5 ile sürdürülebilirlik yayınları içerisinde görece düşük bir paya sahip olduğu gözlenmiştir. Finansal sürdürülebilirliğin genellikle sınırlı bir yaklaşımla “kurumsal/finansal performans” veya “kurumsal/ekonomik sürdürülebilirlik” başlıkları altında incelendiği ve 2006 yılından sonra kitap ve akademik dergi yayınlarında düşüş eğilimi (Google Ngram ve Marmara Üniversitesi, E-Library, 2019) gözlenmiştir. Anahtar kelimelerin tarihsel gelişimine bakıldığında ve büyükten küçüğe sıralandığında sırasıyla işletme, finans, sürdürülebilirlik ve en düşük oranda ise finansal sürdürülebilirlik sonuçlarının yer aldığı gözlenmiştir. Sonuç olarak finansal sürdürülebilirlik modeli hakkındaki bu araştırma ile literatüre sunulan katkının, farklı bakış açılarıyla yayınların nitelik ve nicelik yönünden desteklenmesinin önemli ve değerli olabileceği ileri sürülebilir.

2.2. Sürdürülebilirlik Raporlaması ve GRI Standartları

Akarçay (2014:1), Yükçü ve Kaplanoğlu'na (2016:63) göre, sürdürülebilirlik raporları ekonomik boyutun hem finansal hem de sürdürülebilir kalkınma yaklaşımları ile uzun vadeli sosyal ve çevresel boyutları da içine alarak finansal ve finansal olmayan bilgiler sunan işletme raporlarıdır.

Cho ve Patten (2007) ve Clarkson vd.'ye (2008) göre literatürde işletmelerin sürdürülebilirlik uygulamalarına ilişkin açıklamaları incelendiğinde, sürdürülebilirlik performansının bir şirketin sürdürülebilirlik açıklamasını belirlemede oynadığı önemli rol için yeterli kanıtlar bulunmaktadır. Park ve Brorson'a (2005) göre, bir şirketin sürdürülebilirlik uygulamalarındaki performans iyileşmesi ve buna ilişkin sürdürülebilirlik açıklamaları şirketin dış güvence arayışının temel nedenleridir.

Hummel ve Christian'ın (2016) çalışmasında Avrupa'da halka açık 195 şirket ile yapılan araştırmanın regresyon analizi sonuçlarına göre, şirketlerin sürdürülebilirlik performansı ile sürdürülebilirlik açıklamalarının yüksek veya düşük kaliteli oluşu arasında pozitif ve negatif yönlü, anlamlı ilişki bulunmaktadır. Bununla birlikte, Chauvey

vd., (2015) ve Larrinaga vd.,'ye (2002) göre şirketlerin bu tür zorunlu sürdürülebilirlik açıklama yönetmeliklerine uymalarının genellikle düşük olduğunu gösteren ampirik kanıtlar vardır.

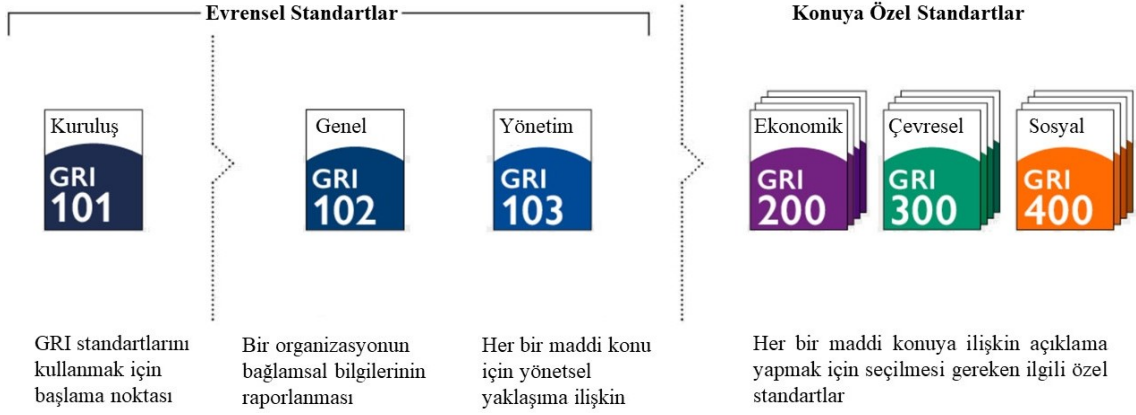
Steger'e (2004) göre, sürdürülebilirlik raporlaması için en yaygın kabul gören standart GRI olmasına karşın şirketler tarafından formüle edilmiş bir stratejiye ihtiyaç vardır.

Global Fortune 250 listesine giren ve 34 değişik ülkede yerleşik çok uluslu şirketlerin %95'inin çalışan hakları, çevre ve paydaş ilişkilerinde gerçekleştirdikleri faaliyetleri ve sonuçlarını yıllık finansal raporlarıyla birlikte yayımladıkları (Sarıkovanlık, 2019) ve bu şirketlerin %93'ünün esas aldığı (Altınay, 2019:259) sürdürülebilirlik raporlama standartları 1997 yılında ABD, Boston merkezli olarak faaliyetlerine başlayan GRI tarafından yayımlanmaktadır.

GRI tarafından belirlenen standartların hukuki yapısı UN, ILO, OECD tarafından 1948'den 2011'e kadar gerçekleştirilen temel yasal düzenlemeleri esas almaktadır (GRI G4, 2015).

Aracı ve Yüksel (2016:103), Çetin, Varan ve Fıfşkın'a (2015:32) göre, işletme faaliyetlerinin finansal bilgileri finansal raporlarla, finansal olmayan bilgileri ise sürdürülebilirlik raporlarıyla gönüllülük esasıyla kamuya açıklanır. Sürdürülebilirlik raporları için sürdürülebilirlik endeksleri önemli bir yer tutmaktadır.

GRI standartlarının genel yapısı aşağıdaki Şekil 4’te sunulmaktadır.



Şekil 4: GRI Standartları Genel Yapısı

Kaynak: GRI, 2019

Sürdürülebilir finans boyutunda finanse edilecek ve raporlanacak yatırımların proje odaklı ve kapsayıcı nitelik taşıması gerekmektedir (McKinsey ve IFC Report). GRI raporlamasını esas alan ve finansal sürdürülebilirlik yaklaşımını benimseyen “Küresel Sürdürülebilir Yatırım Varlığı” 2016 yılından 2018 yılına %34 artışla 30,68 trilyon dolar hacim ile işlem görmüştür. Bu tutarın %46’sı AB’de, %39’u ABD’de gerçekleşmiştir (Global Sustainable Investment Review, 2018, 2019).

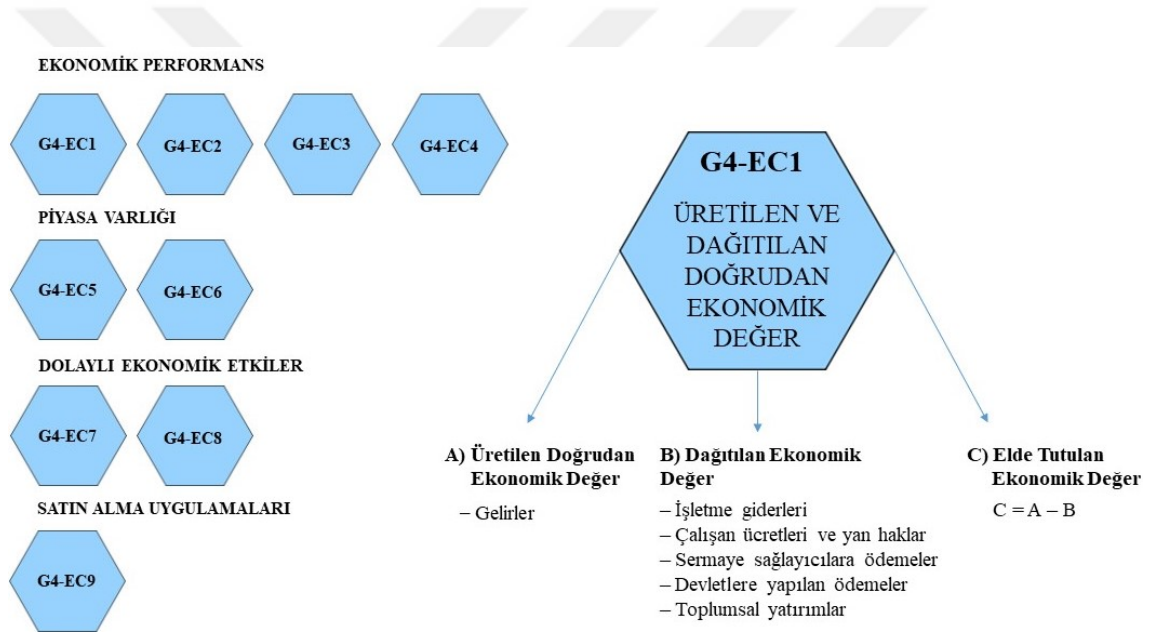
2018 yılında GRI G4 raporlama standartları esas alınarak küresel ölçekte 1.949 adet rapor yayımlandığı ve bunların yalnızca 10 tanesinin Türkiye’den dört şirkete (EY, Metro Cash & Carry, Sanofi Grup ve Vodafone) ait olduğu görülmüştür (GRI, 2019).

GRI G4 ile kabul edilmiş sürdürülebilirliğin ekonomik boyutu işletmelerin paydaşlarının ekonomik durumları ve yerel, ulusal ve küresel düzeydeki ekonomik sistemler üzerindeki etkileriyle ilgilidir. Ekonomik kategori sermayenin farklı paydaşlar arasındaki akışını ve işletmenin toplum genelindeki temel ekonomik etkilerini göstermektedir (GRI G4, 2015:48).

GRI 200, Ekonomik Standartlar altında yer alan ve 1 Temmuz 2018’den itibaren yürürlükte olan güncel, özel standartlar şöyledir;

- GRI 201 – Ekonomik Performans
- GRI 202 – Piyasa Varlığı
- GRI 203 – Dolaylı Ekonomik Etkiler
- GRI 204 – Satın Alma Uygulamaları
- GRI 205 – Yolsuzlukla Mücadele
- GRI 206 – Anti-Rekabetçi Davranış

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) tarafından kabul edilmiş GRI-201, G4 için düzenlenmiş standart bildirimlerinden olan ve “ekonomik” kategorisinde yer alan göstergeler Şekil 5’te gösterilmiştir.



Şekil 5: GRI G4 Ekonomik Performans Sınıflandırması

Kaynak: (GRI G4, 2015)

Bu çerçevede incelendiğinde GRI standartları uyarınca EVA (ekonomik katma değer) basitçe hesaplanmakta ve yayımlanmakta iken finansal sürdürülebilirlik yaklaşımı ile finansal performans ve finansal sıkıntı ihtimali üzerine göstergeler, ölçümler, açıklamaların bulunmadığı görülmektedir.

2.3. Finansal Sürdürülebilirliğe İlişkin Temel Yaklaşımlar

Sürdürülebilir finansa ilişkin temel yaklaşımlar sürdürülebilirlik boyutları ile ilişkilendirilmiş ve bunlarla çeşitli vadelerde yaratılan değerler Bruegel (2017) tarafından Tablo 3’te ileri sürülmüştür.

Tablo 3: Finansal Sürdürülebilirliğin Temel Yaklaşımları

Sınıflandırma	Yaratılan Değer	Derecelendirilme	Vade
Geleneksel Finans	Hissedar Değeri	Max F	Kısa
Sürdürülebilir Finans 1.0	Hissedar Değeri	$F > S$ ve Ç	Kısa
Sürdürülebilir Finans 2.0	Paydaş Değeri	$T = F + S + \text{Ç}$	Orta
Sürdürülebilir Finans 3.0	Ortak İyi Değer	S ve $\text{Ç} > F$	Uzun

Kaynak: Bruegel, (2017),

Not: F = finansal değer; S = sosyal etki; Ç= çevresel etki, T = toplam değer

Alshehhi’ye (2017:13) göre, son 35 yıllık süreçte sunulan akademik yayınlar incelendiğinde, sürdürülebilirlik uygulamaları ile şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkiye yönelik muhtemel üç etki; olumlu, olumsuz veya nötr (etkisi yok) araştırıldığında 132 çalışmanın %78’i ile ortaya koyulduğu üzere pozitif ilişki tespit edilmiştir. %7 ile “etkisi yoktur”, %6 ile olumlu ve olumsuz etkileri, %6 ile olumsuz, %2 ile pozitif ve etkisiz ve %2 ile de karışık sonuçlara ulaşıldığı ileri sürülmüştür.

Bansal’a göre (2005), kurumsal sürdürülebilir büyüme ile pozitif ilişkili olan işletmelerin sermaye yönetimi yetenekleri ekonomik sermaye altında sınıflandırılan finansal, fiziksel ve üretilen sermayeler ve insani, sosyal ve doğal sermayeler üzerinden sosyal ve çevresel boyutlarla ilişkilenerak sürdürülebilirliğin üç boyutlu bütünlüğünü sağlamaktadır.

Sakarya’ya (2007) göre, sürdürülebilir büyümeyi gerçekleştirmek için kurumsal sürdürülebilirliği gerçekleştirmek gereği ekonominin üretken kaynaklarını temsil eden işletmeler nedenlidir.

Tüm'e (2014:63) göre, bu bakımdan kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal sürdürülebilirlik iç içe geçmiş olup işletmelerin sahip olduğu finansal, maddi ve maddi olmayan sermaye türlerinin tümünün eş zamanlı olarak ve etkin yönetilmesi; işletmenin toplam sermayesindeki dağılımının en uygun seviyelerde ve devamlılığının korunması bir zorunluluktur. Dyllick ve Hockers'a (2002:132) göre, tam da bu noktada devreye giren finansal sürdürülebilirlik bir yanda işletmelerin hissedarlarının ortalamasının üzerinde kazanç sağlamasını hem de işletmelerin hiç likidite sıkıntısı yaşamayacak şekilde nakit akışı sağlamasını temin ederek diğer yanda kurumsal sürdürülebilirliğin gerçekleşmesine destek olur.

Gray'e (2010) göre, kurumsal sürdürülebilirlik işletmelerin ticari söylemi olup aynı zamanda şirketler ve sürdürülebilirlik arasında (bugünün gereksinimlerini, gelecek kuşakların gereksinimlerini karşılama yeteneğinden ödün vermeden karşılama arasındaki ikilem) içsel bir paradoks ortaya çıkarmıştır. Cohen, Fern ve Konar'a (1997) göre çevreyi korumak veya sosyal sorumluluğun bir parçası olarak yapılan yatırımlar, toplam maliyetleri arttıran ve finansal getiriye azaltan yatırımlar olarak görülmüştür. Bu konuda Elkington (2004), işletme yöneticilerinin kısa vadede daha çok kâr elde etmek uğruna geleceği düşünmeyi bir kenara ittikleri bakış açısını bırakarak gelişen dünyada on yıl hatta yüz yıl ilerisini ve diğer nesilleri düşünme tavsiyesini ileri sürmüştür.

McGuire et al., (1988) ve Klassen, McLaughlin'e (1996) göre, tüm bu süreçte etkin rol oynayan işletmelerin çevresel ve sosyal sorumluluk uygulamaları finansal performans ile özdeş görülen özkaynak kârlılığı ile ilişkilidir.

Waddock ve Graves'e (1997) göre, kurumsal sosyal performans konusunda oldukça geliştirilmiş veri kaynağı kullanılan araştırmalarda finansal ve sosyal performans arasındaki ampirik bağlantıların titiz çalışmalar sonucunda ortaya koyduğu üzere kıt kaynakların iyi kurumsal yönetim uygulamaları ile finansal performans arasında pozitif ilişkiye ulaşılmıştır.

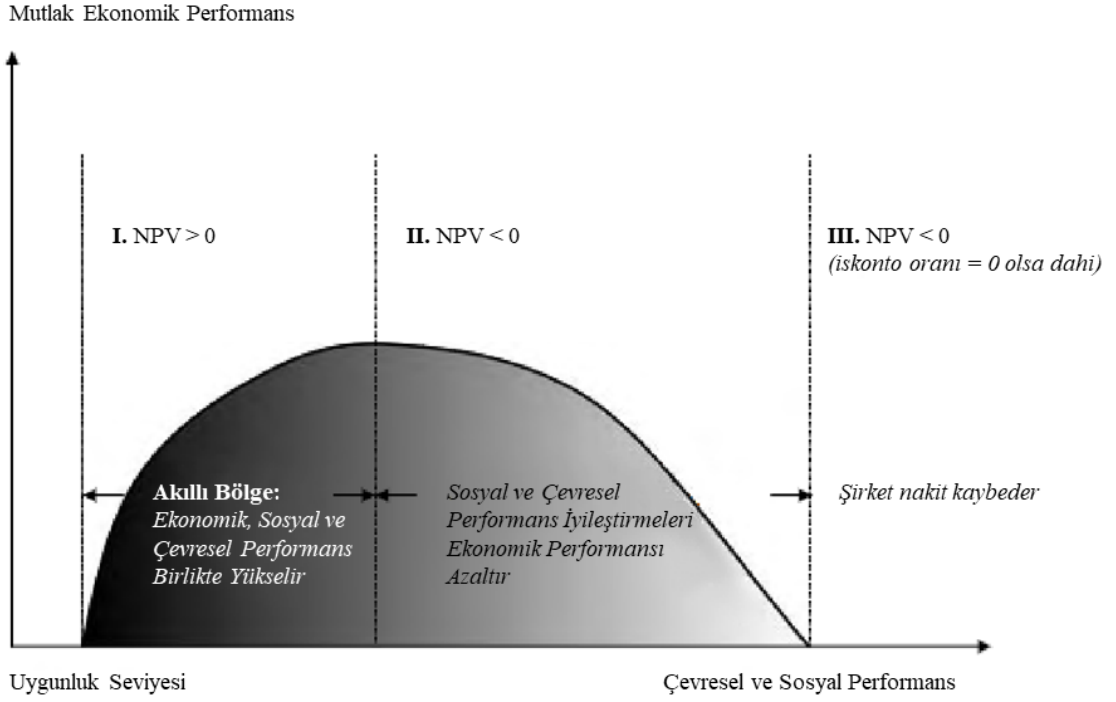
Sürdürülebilirliğin uygulanması ve yaygınlaşmasına katkı amacıyla işletmelerden ve akademiden araştırmacılar (Reinhardt, 1999; Dyllick, 1999; Dyllick et al.,1999; Fussler and James, 1996) sürdürülebilir büyüme için "ticari vakalara" (business case)

odaklanma eğilimindedir. Bu perspektiften, işletmelerin sosyal ve çevresel konulara dikkat ederek ekonomik sürdürülebilirliklerini, yani ekolojik ve sosyal etkinliklerini nasıl arttırabileceklerini soruyorlar. Her ne kadar böyle bir yaklaşım kurumsal sürdürülebilirliğe doğru atılmış önemli bir adım olsa da ne yazık ki yeterli değildir (Dyllick ve Hockerts 2002).

Vitols ve Kluge'e (2011:6-7) göre, küresel finans krizleri¹ ve sonrasındaki büyük şirketlerin iflasları ile skandallarının zincirleme etkisi finans piyasalarından işletmelere uzanarak "hissedarlara değer yaratma modeli" konusunda bir çöküş ve yatırımcılar açısından güvensizliğe neden olmuştur. Habbard'a (2011:59-60) göre, bunun en önemli sebebi, halka açık şirketlerin pay fiyatları ile şirket performansları arasındaki korelasyonun zayıflaması sonucunda, söz konusu şirketlerin çevresel ve sosyal maliyetlerinin öngörülememesi olarak ifade edilebilir.

Steger'e (2004) göre, Lankowski (2000), Wagner (2001) ve Salzman vd., (2002) sosyal ve çevresel finansal performans ile sosyal ve çevresel performansın ilişkili olduğunu ve ilişkinin boyutlarını aşağıdaki şekil ile ortaya koymuştur.

¹ Latin Amerika ve ABD 1980-1982, ABD Borsaları 1987-1989, Meksika ve Brezilya 1994, Asya ve G.Kore 1998, Dotcom 1999, Türkiye 2001, Küresel 2008



Şekil 6: Sosyal, Çevresel ve Ekonomik Boyutlarda Sürdürülebilirlik İlişkisi ve Performans

Kaynak: Steger (2004:44)

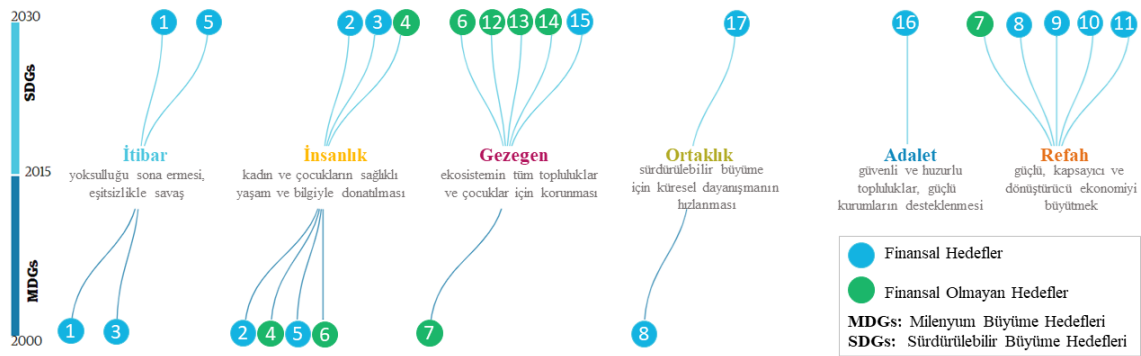
Steger'e (2004) göre, akıllı bölgede yer alan işletmeler sosyal, çevresel ve ekonomik performansı birlikte yükselerek nakit yaratımı pozitif (NPV: Net Bugünkü Değer) ve yükselen ivmeyle faaliyetlerine devam eder. Ancak ikinci bölgede sosyal ve çevresel performans iyileştirmelerinin maliyeti ekonomik performansı azaltarak NPV için negatif değerlerin görülmesine yol açar. Üçüncü bölgede ise iskonto oranı sıfır olsa dahi NPV negatif değerleri göstererek şirketin gerçek anlamda nakit kaybettiği bir süreci ifade eder.

Bruegel'in (2017) "sürdürülebilir finans 3.0" ve Sigurt'un (2013) "sürdürülebilir şirket" yaklaşımları ile özetlenen sürdürülebilirlik araştırmalarının tarihi gelişiminde finansal sürdürülebilirlik için gelecek hedefleri ve bunun için yürütülen küresel çalışmaları açıklamak gerekirse;

Rio Summit (1992) ile kararlaştırılan hedeflerin ardından 12 yıl geçse de sürdürülebilir büyüme kavramını iyileştirme konusunda çok ilerleme kaydedilemediği gibi ajanda ile belirlenen zorluklar tatmin edici şekilde giderilememiştir. Birçok gösterge

seti toplanmış, ancak hiçbiri yaygın bir şekilde uygulanamamıştır. Ayrıca sürdürülebilirliğe destek olmaları hâlâ büyük bir sorun olarak kalkınma projeleri ve programları içindeki ana başlıklarından biri olarak görülmektedir. (OECD 2004).

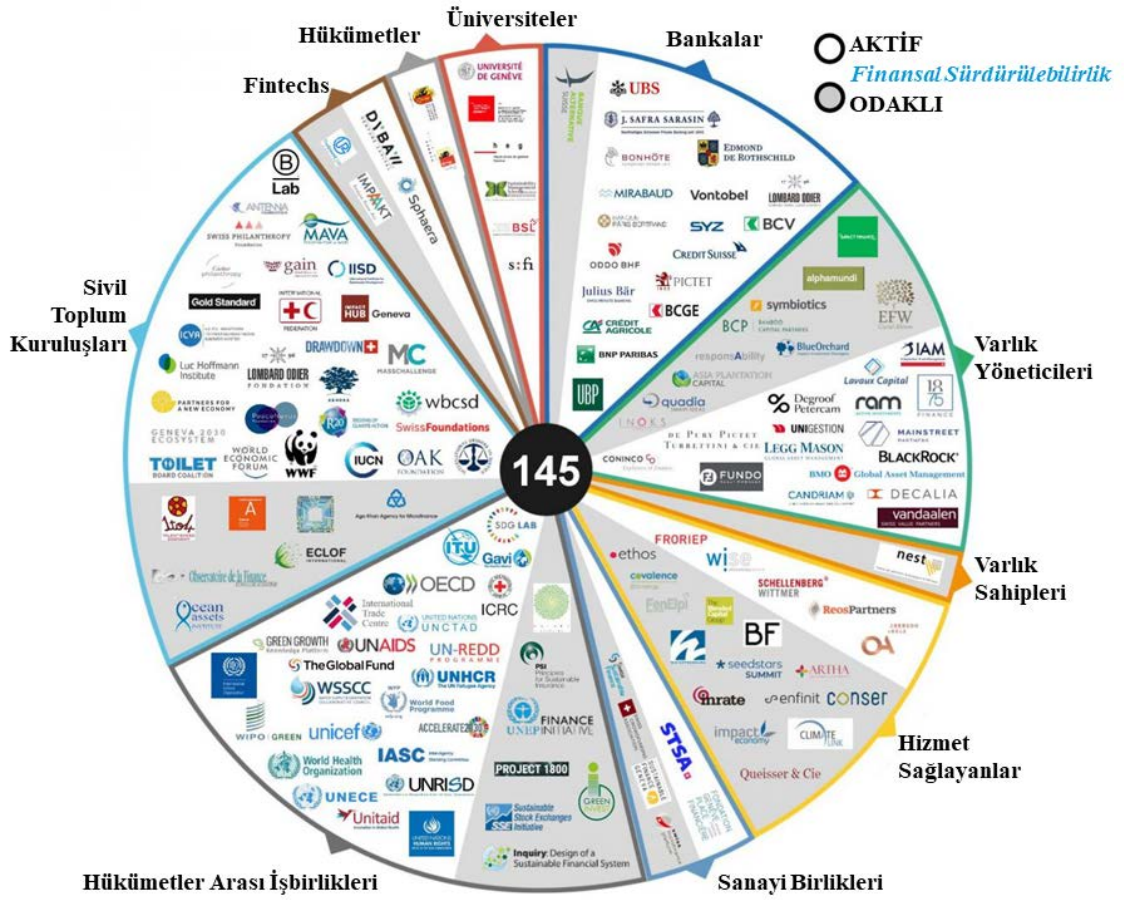
Birleşmiş Milletler (BM) 2000 yılında aldığı kararla 15 yıllık vade için 8 adet Milenyum Kalkınma Hedefleri (MDG's) belirledi. 2015 yılına gelindiğinde ise sonraki 15 yıllık vade için 17 adet 2030 yılı vadeli Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri (SDG's) belirledi. Bu hedeflerin 11 adedi finansal ilişkili hedefler olup geriye kalan 6 hedef ise sosyal ve çevresel ilişkili hedeflerdir. Bu veriler ışığında SDG's için finansal sürdürülebilirliğin önemi ortaya çıkmaktadır. Şekil 7'de Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri ile bunların finansal ve finansal olmayan ilişkileri ve kısa açıklamalarına yer verilmiştir.



Şekil 7: Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri

Kaynak: IISD, (2019)

SDGs olarak düzenlenen 17 kapsamlı hedefin gerçekleştirilebilmesi için yıllık 5-7 trilyon Amerikan Doları (USD) harcanması gerekiyor. Bu hedeflerde rol oynayacak toplam 145 tüzel kişi tanımlanmıştır. Bu tüzel kişilerin 45'i yalnızca sürdürülebilir finans üzerine adanmıştır. Bu tüzel kişilerin 65'i özel sektörden, 72'si uluslararası örgütler, vakıflar veya dernekler olup 8'i ise hükümetlere bağlı olarak sınıflandırılmıştır (IISD, 2019). Grafik 5'te SDGs için aktif rol alan 145 tüzel kişinin finansal sürdürülebilirlik ile aktif veya odaklı şeklinde ilişkilendirilmiş dağılımı gösterilmiştir.



Grafik 5: SDGs için Aktif Rol Alanların Finansal İlişkileri, Sektörel Dağılımları

Kaynak: IISD, (2019)

Bu açıklamalar çerçevesinde, çeşitli yaklaşımlarla ileri sürüldüğü üzere finansal sürdürülebilirlik, sürdürülebilirliğin üç boyutunda önemli ilişki ve etkiye sahiptir. Sürdürülebilirlik için 1972 yılından, finansal sürdürülebilirlik için de 1980 yılından günümüze kadar çeşitli konulardaki hedefler üzerinde uzlaşma sağlanmasına karşın ihtiyaç duyulan ölçüde gelişme sağlanamadığı ve SDG's olarak anılan 2030 yılına uzatılmış hedeflerin güncelliği ve bu araştırma da dâhil bu alandaki çalışmaların önemi ve değeri anlaşılmaktadır.

2.4. Finansal Sürdürülebilirlik ve Finansal Performans – Finansal Sıkıntı Yaklaşımları İlişkisi

Finansal sürdürülebilirlik literatürde bazı araştırmacılar tarafından finansal performans yaklaşımı ve bazıları da tarafından da finansal sıkıntı yaklaşımı üzerinden araştırmıştır.

Bu çerçevede, **(1) finansal performans yaklaşımını ileri sürenler;** [UNEP (2001), Van de Velde vd. (2005), Jones (2005), Brammer vd. (2006), Mitchell, vd. (2007), López vd. (2007) Hák vd. (2007), Mayer (2008), Moneva ve Ortas (2008), Buys vd. (2011), Dhaliwal vd. (2011), Ameer ve Othman (2012), Bayoud vd. (2012), Eccles vd. (2012), N. Burhan ve Rahmanti (2012), Venanzi (2012), Aggarwal (2013), ESMA (2015), Luis G. Dopico (2016), Azarenkova vd. (2018), Sarıkovanlık (2019)] ve **(2) finansal sıkıntı yaklaşımını ileri sürenler;** [Beaver (1966-1968), Altman (1968-1977), Ohlson (1980), Begley, Ming ve Watts (1997), Kuo (2003), Wu (2004), Steyn-Bruwer (2006), Cheng (2007), Hu ve Sathye (2015)] araştırmanın bu bölümde incelenmiştir.

Bu çerçevede, bu tezin amacı doğrultusunda araştırılan finansal sürdürülebilirlik konusunda bir finansal yönetim aracı geliştirmek için finansal performans ve finansal sıkıntı yaklaşımları yol gösterici olabilir.

2.4.1. Finansal Performans Yaklaşımları

Mitchell, vd.,'ye (2007) göre, sürdürülebilirliğin ekonomik boyutuyla ilgili eylemler, genellikle daha geniş ekonomi üzerindeki etkilerinden ziyade, şirketin finansal performansı ile sınırlıdır. Mayer'e (2008) göre, sürdürülebilirliğin ekonomik boyutu, şirket içi faaliyetlerden kaynaklanan dışsallıkların maliyet ve faydalarının yanı sıra iç maliyetleri, gelir fırsatlarını ve hissedar değerini içerir.

Lebas'a (1995:28) göre, zaman, pay sahipleri ve yöneticiler gibi değişkenlere göre farklılık arz eden bir kavram olan performans üzerinde literatürde bir uzlaşımın bulunmadığı görülmüştür. Ancak işletmelerin performansı olarak incelendiğinde ise "yalnızca maliyetle kıyaslanan bir ölçeğin sonucu değil [...] aynı zamanda işletme faaliyetlerinin oluşturduğu sonuçlar setidir" yaklaşımı öne çıkmaktadır.

Sarıkovanlık'a (2019:268) göre, kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans ilişkisi çok sayıda araştırmaya ve ampirik çalışmaya konu edilerek incelenmiştir. 2005-2012 yılları arasında 11 farklı araştırma gerçekleştiren akademisyenlerin² çalışmalarını inceleyen Aggarwal'a (2013) göre, kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal sürdürülebilirlik arasında olumlu ilişki tespit edilmesini sağlayan finansal performans göstergeleri; hasılat ve şirket değerinde artış, ROA ve ROE olarak tespit edilmiştir.

Uluslararası Sürdürülebilir Büyüme Enstitüsü, IISD'e (2019) göre, sürdürülebilir finansı araştıran ne kadar farklı kuruluş olursa olsun bunların her birinin çalışmalarının birbiri ile uyumlaştırılması gerekiyor.

IISD sürdürülebilir büyümenin ölçümüne ilişkin yayımladığı "İlkeler ve Uygulamalar" raporuna göre; belirtilenlerden seçilen herhangi bir çerçevede gerçek dünyada uygulanabilecek ve sürdürülebilir büyümeye doğru gelişmeyi gösteren bir çeşit kavramsal modeli yansıtmaktadır. Bu modeller beş adet olup şöyle sıralanmıştır; (1) finansal kökleri bulunan modeller, (2) stres ve strese cevap modelleri, (3) çoklu sermaye modelleri, (4) üç aşamalı veya temalı "çevre, sosyal, ekonomik (esg)" çeşitli modelinin temaları ve (5) insanın bağlı olduğu refah modelleri (IISD, Hardi ve Zdan, 1997:10).

IISD'e (2019) göre, sürdürülebilirliğe ulaşmak için paydaş değerini artırma potansiyeline sahip şirket değerinin altı kaynağı vardır: (1) Şirketin imajı, itibarı ve marka gücü üzerindeki olumlu etkiler, (2) çalışan katılımı üzerindeki olumlu etkiler, motivasyon, işe alım ve elinde tutma, (3) maliyet verimliliği ve tasarruf, (4) yeni gelir kaynakları, mevcut kaynaklardan elde edilen gelirin artması ve pazar payının ve fiyatlandırma gücünün iyileştirilmesi (5) risk azaltma ve yönetimi, (6) bir şirketin "faaliyet göstermesi için sosyal lisansın" onaylanması.

UNEP'e (2001) göre, iyi geliştirilmiş performans göstergeleri işletmeler için birçok amaca hizmet eder; (1) Sürekli iyileştirme çabalarına odaklanan bir yönetim aracı

² Jones (2005), Van de Velde vd., (2005), Brammer vd., (2006), Moneva ve Ortas (2008), Buys vd., (2011), Dhaliwal vd., (2011), Ameer ve Othman (2012), Bayoud vd., (2012), Eccles vd., (2012), N. Burhan ve Rahmanti (2012), Venanzi (2012)

olmak, (2) sonuçların geçici olarak değerlendirilmesinden ziyade sistematik yaklaşımla beklentileri belirlemek, (3) bir işletmenin farklı seviyelerinde politikaları ve karar vermeyi yönlendirmek, (4) yeniden üretilebilir pratik araçlar ve (5) dış paydaşların ihtiyaç ve beklentilerini ele alarak kamu hesap verebilirliğini güçlendirmek.

1992 Rio Summit ajandası uyarınca sürdürülebilir büyüme göstergelerini belirlemeye koyulan BM ve Dünya Sağlık Örgütü (WHO) (1995) çalışmalarında referans gösterdiği Harger ve Meyer'e (1996) göre SDI's şu nitelikleri taşımaktadır; (1) yalınlık (simplicity), (2) kapsam (scope); göstergeler mümkün olan en az çakışma ile sosyal, çevresel ve ekonomik çeşitliliği kapsamlı, (3) değerlendirme (assessment) göstergeler zaman aralığı ve eğilimlerine izin vermeli, (4) hassasiyet (sensitivity) göstergeler değişime duyarlı olmalı, (5) zamanlılık (timeliness) göstergeler eğilimlerin zamanında tanımlanmasına izin vermelidir.

Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasa Otoritesi (ESMA) 2015 yılında, 3 Temmuz 2016'dan itibaren geçerli olmak üzere Alternatif Performans Göstergeleri Nihai Kılavuzunu yayımladı. ESMA, Alternatif Performans Göstergeleri için şirketin tarihi finansal verileriyle oluşmuş geçmiş veya gelecekteki finansal performansı, finansal durumu veya nakit akışları için finansal bir ölçüm amaçlandığını vurgulamıştır. Bu göstergeler IFRS, GAAP, gibi uluslararası kabul görmüş muhasebe ve finans standartları ve ESMA, IASB gibi otoritelerin ortak kabulünü içermektedir. Alternatif Performans Göstergelerinin doğrudan şirketlerin finansal tablolarından ulaşılabilen geçmiş dönemlerin performansını gösteren tarihi verilerin birbirleriyle karşılaştırabilir, gelecek için tahmin veya öngörü sunabilir özelliklere sahip verilerden olması gerektiği belirtilmiştir. Alternatif Performans Göstergeleri genel olarak finansal raporlama çerçevesinde uygulanabilecek hasılat, hisse başına kâr veya zarar kazanımı gibi ölçümler olarak tanımlanmış veya özelleştirilmiştir. Buna göre; Alternatif Performans Göstergeleri için faaliyet kazançları, nakit kazançları, EBITDA, net borç, gelir tablosu, finansal durum tablosu veya nakit akış tablosunda özerk büyüme ya da benzeri şekilde bazı satırlardaki düzeltmeler tanımlaması yapılmıştır.

Finansal sürdürülebilirlik için finansal performans yaklaşımını ileri süren bazı araştırmacıların çalışmaları Tablo 4'te sunulmuştur.

Tablo 4 Finansal Sürdürülebilirlik - Finansal Performans Yaklaşımı İçin Seçilmiş Araştırmalar

Yazar	Özet / Bulgular	Boşluklar	Performans Göstergeleri
López M. V., Garcia A. ve Rodriguez L. (2007)	DJSI üzerinden 110 şirket ile sürdürülebilirliğin üç boyutuyla da ilişki kurulmanın hedeflendiği çok boyutlu bir yaklaşımı içermektedir.	Araştırma iki farklı dönem için zıt sonuçlara ulaşılmasıyla çelişkili ve/veya rastlantısal olduğu yönünde kendi içinde eleştirilmiştir.	Vergi Öncesi Kâr Büyümesi, Hasılat Büyümesi, ROA, ROE vb.
Luis G. D. (2016)	Kredi birlikleri tarihsel veriler (1980-2014) ve dört makroekonomik senaryo için finansal projeksiyon (2015-2025) ile diğerlerinden farklı olarak sektörel bakışla geleceği öngörmek için değerlendirilmiştir.	Şirketlerden yalnız finansal kuruluşlar olan kredi birlikleri seçilmiş ve onların finansal ürünleri ile sınırlandırılmıştır.	“İki hız limiti” olarak adlandırılan a) nominal varlık büyüme derecesi 5 yıllık ortalama GSYH büyüme oranını aşması “asgari gerekli hız limiti” olarak belirlenirken b) düzeltilmiş ROE yani ROA’nın 5 yıllık hareketli ortalaması / asgari varlık başına sermaye oranı veya %10 olarak tanımlanan “azami izin verilen hız limiti” arasında tanımlanan şekilde finansal sürdürülebilirlik ölçülmüştür.
Azarenkova G., Golovko O., Abrosimova K. (2018)	2007-2015 yıllarındaki çeyrek dönemlere (toplam 36 dönem) ilişkin finansal veriler (kârlılık oranı, fonların çevirim oranı, kesin likidite oranı, özerklik katsayısı ve istikrar unsuru) alınmış ve diyagram üzerinde gösterilmiştir.	Turboatom Şirketi’nin 2013-2015 yılları arasındaki 8 finansal değişkeni finansal sürdürülebilirlik yaklaşımı olarak ve söz konusu tek şirketin 3 yılı ile sınırlı bir inceleme şeklinde gerçekleştirilmiştir.	Turboatom Şirketinin 8 finansal değişkeni (net gelir, net kâr, öz kaynak, sabit kıymet, uzun ve kısa vadeli borçlar, alacaklar ve stoklar) alınarak bir önceki yıla göre değişim oranları ortaya koyulmuştur

2.4.2. Finansal Sıkıntı Yaklaşımları

Beaver vd.’ne (2010:10) göre finansal sıkıntı (financial-distress), bir işletmenin borçlarını geri ödeyememe olasılığı; Kuo’ya (2003) göre fatura veya çeklerin itibarsızlaşması, banka kredilerinin geri ödemelerinin gecikmesi, düşük kredi derecelendirme geçmişine sahip olunması, banka hesaplarının reddedilmesi veya öz varlık değeri net aktif değerinin yarısından daha düşük değere sahip bir şirketin durumu, Wu’ya (2004) göre, halka açık bir şirket bağlamında; işletme sermayesi güçlüğü yaşayan veya yasal olarak payların özel bir düzenlemeye tabi olması (örneğin: gözaltı pazarı) durumunun yaşanmasıdır.

Literatürde şirketlerin finansal sıkıntı yaşamasına neden olan etkenler oldukça geniş ve farklı nedenlerle ilişkilendirilmekle birlikte finansal olarak sıkıntılı bir işletmenin genellikle iflas başvurusunda bulunan bir işletme olarak (Beaver, 1966-1968; Altman, 1968-1977; Ohlson, 1980) tanımlandığı görülmüştür.

Steyn-Bruwer (2006) Güney Afrika'daki Johannesburg Borsası'nda işlem gören şirketlerde finansal sıkıntı üzerine yaptığı bir çalışmada bir şirketin mevcut haliyle varlığını sürdürememesi, iflasını açıklaması, borsa kotundan çıkması veya büyük bir kurumsal yeniden yapılandırma (örneğin: birleşme ve satın alma, M&A) içinde olan şirketin durumunu finansal sıkıntı olarak tanımlanmıştır. Benzer şekilde, Cheng'e (2007) göre, bir halka açık şirket iflas veya konkordato başvurusunda bulduysa, payların alım satımına işlem yasağı veya borsa kotundan çıkmak gibi farklı, alışılmadık bir durum ortaya çıktıysa finansal sıkıntı söz konusudur.

William H. Beaver, "Finansal Tablolar Analizi ve Finansal Sıkıntıların Öngörüsü" çalışmasında finansal sıkıntı ihtimalinin finansal tablo oranlarının büyüklüğü karşısında değişimini araştırmanın temelinde konumlandırmıştır. Söz konusu araştırma, finansal sıkıntı tahmini literatüründe üç ana akışın gelişimini tartışmaktadır: (1) kullanılan bağımlı ve açıklayıcı değişkenler seti, (2) istatistiksel tahmin yöntemleri, (3) finansal sıkıntının modellenmesi (Beaver, vd., 2010:7).

Edward Altman, Beaver'in çalışmalarını geliştirerek (Hu ve Sathye, 2015) 1968'de işletmelerin iflaslarına yönelik oluşturduğu modelinde; "Finansal Rasyolar, Diskriminant Analizi ve Şirket İflaslarının Öngörüsü" finansal ve ekonomik değişkenleri inceleyerek işletmelerin iflas durumlarının öngörülebileceğini ortaya koymuştur (Altman,1968:589). William H. Beaver'e (1966) göre, borsa şirketlerinin finansal verileriyle ampirik bir araştırma sonucunda sermaye ihtiyacı, finansal sıkıntılar ve iflas öngörülebilir.

James A. Ohlson (1980), Logit fonksiyonunu finansal sıkıntı ölçümünü 105'i iflas etmiş, 2.058'i iflas etmemiş şirkete uygulayan ve öngörülerini büyük ölçüde gerçekleştiren ilk kişidir. 1980 yılında James A. Ohlson tarafından ileri sürülen "İflas Tahmin Modeli"ne göre; finansal sıkıntılı ve onlardan biri olan iflası araştıran akademik çalışmalar sıklıkla

önerilen model olarak Altman veya Ohlson referansını sunmaktadır (Begley, Ming ve Watts, 1997). James A. Ohlson iflasa neden olabilecek dört temel unsuru şöyle sıralar: (1) firmanın büyüklüğü, (2) firmanın finansal yapısının ölçüleri, (3) performans göstergeleri, (4) mevcut likidite göstergeleri. Bu dört unsur ile ilişkilendirilen finansal göstergeler dokuz adet olup bağımsız değişken olarak kabul edilmiştir.

Altman'ın modelinde Z Skoru $< 1,81$ olan işletmeler finansal sıkıntılı, $1,8 - 2,99$ bandındaki işletmeleri belirsiz durumda ve $> 2,99$ işletmeleri ise güvenli olarak değerlendirilmiştir. Güvenli olarak değerlendirilenler finansal sıkıntı ihtimali düşük ve dolaylı olarak finansal sürdürülebilirlik yaklaşımıyla olumlu değerlendirilmiştir.

Finansal sürdürülebilirlik için finansal sıkıntı yaklaşımını ileri süren bazı araştırmacıların çalışmaları Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5 Finansal Sürdürülebilirlik - Finansal Sıkıntı Yaklaşımı İçin Seçilmiş Araştırmalar

Yazar	Özet / Bulgular	Boşluklar	Performans Göstergeleri
Beaver, W. H.(1966)	Borsa şirketlerinin finansal verileriyle ampirik araştırma sonucunda sermaye ihtiyacı ve finansal sıkıntıların, iflasın öngörülebilir olduğunu ispatlamıştır.	Finansal sıkıntı ihtimalinin finansal tablo oranlarının büyüklüğüne göre değişip değişmediği temel sorun olarak tespit edilmiş ve çözümsüz kalmıştır.	30 rasyo geliştirmiş, 79 iflas vakasında uygulamıştır. Finansal rasyolar; Nakit Akışlar / Toplam Borç, İşletme Sermayesi Fon Akışları / Toplam Varlıklar ve Net Gelir / Toplam Varlıklar rasyoları %90-88 başarı oranıyla vakalarla uyumludur.
Altman, E.(1968)	Model şirketlerin 2 yıl içinde yaşayacağı olası iflası öngörüyor. Hesaplaması kolay kontrol göstergeleri sunuyor. Zaman içerisinde yaygın kabul gören bir modeldir.	Yalnızca üretim şirketlerini kapsamakta ve aynı sektör içinde dahi farklı sonuçlar, durumlar ortaya çıkabileceği dolayısıyla Z modeli ile bulunamayan, diğer araştırmalarda yetersiz kalınan gerekçelerle farklı çalışmalarla desteklenmesi gerektiği ortaya koyulmuştur.	7 rasyo geliştirmiş (ROA, Kazanç İstikrarı, Borç Hizmeti, Birikimli Kârlılık, Likidite, Sermaye ve Büyüklük) toplam 22 farklı oran 5 farklı grupta toplanarak model oluşturulmuş ve 33 iflas vakasında uygulamıştır. İflastan bir yıl öncesinde, %90 başarı oranıyla tahmin tutarlıdır.
Ohlson, J. A. (1980)	Logit fonksiyonunu finansal sıkıntı ölçümü; 105'i iflas etmiş, 2.058'i iflas etmemiş şirkete uygulayan ilk kişidir.	Tahmin gücünün önceki çalışmalarda bildirilenden daha az görüldüğünü bildirmiştir. 9 bağımsız değişken seçilmiş ancak gerekçelerine ilişkin hiçbir teorik açıklama sunulmamıştır.	Borçlar / Aktif, İşletme Sermayesi / Aktif, Cari Oran, Net Gelir / Aktif, Faaliyet Geliri / Borçlar, vb.

2.5. Finansal Sürdürülebilirlik Göstergeleri

Borden ve Bottvill'e (1994) göre, performans göstergeleri, Avrupa yüksek öğrenim yönetimi literatüründe, ABD bağlamından daha belirgin ve tanımlanabilir bir geçmişe sahiptir. Performans göstergeleri kavramı, 1970'lerin sonunda Avrupa yüksek öğreniminde tanıtılmıştır (Dochy, Segers ve Wijnen, 1990). Performans göstergeleri, büyük ölçüde ulusal hükümetlerin performans değerlendirme yoluyla finansal yönetimi iyileştirme çabalarından ortaya çıkmıştır.

Finansal performans göstergeleri kavramının tarihi gelişimi bu yönde iken finansal sürdürülebilirlik kavramı araştırılması 1980 ile başlayıp 1984'de küçük bir ivme

sonrası 1999'da ikinci bir sıçrama, 2002'de üçüncü bir sıçrama sonrası 2006'da zirveyi görmüştür (Google Ngram, 2019).

Beloff vd.,'ye (2005) göre, ölçüm gerçekten de sürdürülebilirlik uygulama yapbozunun temel bir parçasıdır, çünkü bir işletme sürdürülebilirliği günlük faaliyetleri ile ne kadar iyi bütünleştirdiğini, ilerlemelerini belirlemek için ölçülebilir ve anlamlı bir şekilde değerlendirilebilmelidir.

McGuire vd. (1988), Klassen ve McLaughlin'e (1996) göre, şirketlerin sürdürülebilirlik uygulamaları ile finansal performans özdeş görülmüştür. Marwa ve Aziakpono'na (2015) göre, literatürde çağdaş bir tartışma olduğu üzere finansal sürdürülebilirliğin şirketler için bir performans göstergesi olduğu görülmektedir. Steger'e (2004) göre, sürdürülebilir şirketler; pozitif nakit yaratan ve aynı zamanda finansal performansı da yükselenlerdir. Bu nedenle finansal sürdürülebilirlik göstergeleri ile finansal performans göstergeleri bir ölçüde iç içe geçmiştir sonucuna varmak mümkün olabilir.

Ancak Sarıkovanlık'a (2019:268) göre, işletmeler için finansal sürdürülebilirlik ve finansal performans ilişkisi çok sayıda araştırmaya ve ampirik çalışmaya konu edilerek incelendiyse de yöntemler ve değişkenler yönünden büyük oranda farklılaştıkları ve tutarlı denemeyecek karışık sonuçların ortaya koyulduğu görülmüştür. Hahn, Figge, Shah (2011), Endrikat, Guenther ve Hoppe (2014) tarafından ileri sürüldüğü üzere, araştırma konusu çevresinde vücut bulan literatür henüz olgunluktan uzaktır; aslında, araştırmaların bulmak için hala mücadele ettiği şey küresel kabul görmüş kurumsal sürdürülebilirlik anlayışı veya uygulamaları ile ilişkilendirmeye yeterince uygun olan şirketlerin finansal ölçümlerinin ne olduğudur. Diwekar ve Cabezas'e (2012:336) göre, en büyük zorluk, iş ve kilit paydaşları için en önemli olanı yansıtan doğru göstergeleri ve ölçümleri seçmek ve bunu bütünleştirici, ilişki ve kaynak dinamiklerini yansıtan ve sistem düşüncesini ve sağlığını dikkate alan önlemlerle yapmaktır.

Rappaport'a (1986:60) göre, finansal performans göstergelerini içeren benzersiz bir formül yoktur. Yalnızca tahmin süresi sonunda şirketin rekabetçi pozisyonunun dikkatli bir şekilde değerlendirilmesi esastır. Abate vd.,'ye (2013) göre finansal

sürdürülebilirlik bu yönüyle sosyal yardıma kadar da uzanmaktadır. Mayer'e (2008) göre, sürdürülebilirlik göstergeleri ve ölçümleri arasındaki fark, bilimsel literatürde her zaman net değildir ve ancak pratikte ikisi arasında önemli bir örtüşme bulunmaktadır.

Yalovy ve Bakerenko'ya (2011) göre, işletmenin finansal sürdürülebilirliğini etkileyen önemli sayıda faktör ekonomik literatürdeki tanımında ve değerlendirmesinde tek bir yaklaşımın olmamasına neden olmaktadır. Horváthová'ya (2012) göre, sürdürülebilirliğe ilişkin ölçüm yaklaşımları çeşitli performans göstergelerini kapsayan daha karmaşık vekiillerin artmasını sağlamıştır. Sürdürülebilirlik göstergeleri bağımsız kuruluşlar tarafından sunulmalıdır (Cho ve Patten, 2007; Cho vd., 2006; Dawkins ve Fraas, 2011).

Bu çerçevede, literatürde tartışmalı bir konu olan ve bu çalışmanın da amacına uygun olarak finansal sürdürülebilirlik göstergeleri, ölçümü, güvencesi, derecelendirmesi, değerlendirmesi için literatürdeki araştırmaların yaklaşımları, yöntemleri ve sonuçlarının ortak, benzer, tutarlı ve olumlu yönleri ile analiz edilmesine ihtiyaç olduğu anlaşılmaktadır.

Bu ihtiyaçtan hareketle, Alshehhi'nin (2017) finansal performans göstergeleri meta analiz çalışması, Berns vd.'nin (2009) sürdürülebilirlik ile şirketlerde değer yaratımı çalışması ve son olarak da bu çalışmada öne çıkan finansal performans göstergelerine ilişkin açıklamalarda atıf yapılan 54 araştırma özet tablo halinde (bkz Tablo: 6) incelenecektir.

Alshehhi'nin (2017) araştırmasına göre; kurumsal sürdürülebilirlik ile finansal performans arasındaki ilişki 1982 - 2017 yılları arasındaki 132 araştırmanın %78'i ile olumlu yönde kanıtlanmıştır. Bu araştırmalarda finansal performans ölçümünde kullanılan göstergeler meta analiz çalışması olarak incelendiğinde 71 çeşit finansal performans göstergesinin toplamda 306 kere kullanıldığı görülmüştür. Bu göstergelerin en çok kullanılanları; 5 ve üzerinde tekrarlananları 218 adet (%72) olup büyükten küçüğe sıralandığında şirket değeri, kârlılık, satışlar, ROI, ROA, ROE şeklindedir. Başka bir ifade ile kârlılık ile ilişkili göstergeler 167 adet (%54), şirket değeri ile ilişkili göstergeler 84 adet (%27) ve nakit yaratımı ile ilişkili göstergeler 7 adet (%2) ve diğer göstergeler 51

adet (%17) olarak görülmüştür. Alshehhi (2017) tarafından gerçekleştirilen finansal performans göstergeleri meta analizi tablosu EK.3'te sunulmuştur.

Berns vd., (2009) tarafından gerçekleştirilen ve Massachusetts Institute of Technology (MIT), Sloan Management için özel bir çalışma olan “Sürdürülebilirlik ve Rekabet Avantajları Araştırması” ile işletme ve sürdürülebilirlik ilişki, uygulamaları ve sonuçları araştırılmıştır. Araştırma sonucunda “Sürdürülebilirlik Şirketlerde Değer Yaratımını Nasıl Etkiler?” sorusuna yanıt bulunmuştur.

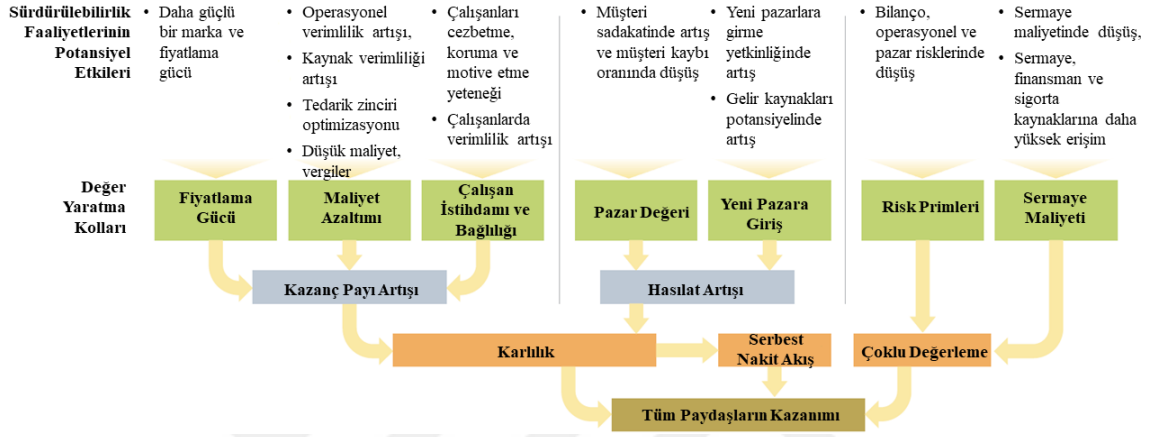
Bu çalışmanın amacına uygun olarak finansal sürdürülebilirlik göstergeleri, ölçümü, güvencesi, derecelendirmesi, değerlendirmesi için tersten bakıldığında Berns vd.,'nin (2009) gerçekleştirdiği çalışma ile ortaya koyulanlar birbirini tamamlar nitelikte olacak ve bu sayede bu çalışmanın önemi ve değeri anlaşılacaktır.

Berns vd.,'ye (2009) göre, araştırmaya hem MIT akademisyenleri hem de küresel çapta sürdürülebilirlik konusunda önde gelen liderler ve çeşitli şirketlerin³ CEO'larının katılması ile gerçekleştirilen bir anket çalışması olması bakımından önem arz etmektedir. Araştırma bulgularına göre; ankete katılanlardan kendini sürdürülebilirlik uzmanı veya lideri olarak kabul edenlerin çoğu maddi ve maddi olmayan fayda ve maliyetleri bütün olarak ve çok boyutlu yansıtan sürdürülebilirlikle ilişkili yatırımlara zorlayıcı işletme vakalarının şirketlerinde gerçekleştiğini beyan etmiştir. Öte yandan ankete katılanlar yeni yetkinliklerin gerektiğine işaret etmiş, sürdürülebilirliğin, zaman geçtikçe işletme yönetimi ve stratejisi için daha önemli hale gelmesinin ve eyleme geçmeme risklerinin armasını beklediklerini ileri sürmüştür (Berns vd., 2009).

Araştırmanın sonuçları Şekil 8'de gösterilmiştir. Buna göre, araştırma çeşitli değişkenlerle (fiyatlama gücü, maliyet azaltımı, çalışan istihdamı ve bağlılığı, pazar değeri ve yeni pazara giriş, risk primleri ve sermaye maliyeti) beslenen “değer yaratma” kollarının hasılat ve kazanç payı artışı yaratarak daha sonra da kârlılık, serbest nakit akışı ve çoklu değerlendirme üzerinden sonuçlandığını göstermektedir. Bu sayede tüm paydaşların kazanımına sunulan finansal değer yaratımı mümkün olmaktadır.

³ General Electric, Unilever, Nike, Royal Dutch, Shell, Interface ve BP ilk başta sayılabilir.

Berns vd.,'nin (2009) gerçekleştirdiği araştırma sonuçlarına tersten bakıldığında; sürdürülebilirlik şirketlerde tüm paydaşların kazanımına sunulan finansal değer yaratımını kârlılık, serbest nakit akış ve çoklu değerlendirme üzerinden ilişkili, uygulanan ve sonuçlanan olarak değerlendiriliyorsa finansal sürdürülebilirlik göstergeleri olarak kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri dikkate alınabilir.



Şekil 8: Sürdürülebilirlik Şirketlerde Değer Yaratımını Nasıl Etkiler

Kaynak: (Berns vd., 2009)

Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri olarak herbirine ayrı olarak değinilen kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri açıklamalarında atıf yapılan araştırmalar Tablo 6'da özetlenmiştir.

Tablo 6 Finansal Performans Göstergeleri Araştırmaları

	1946	1985	1986	1990	1991	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2001	2002	2002	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2015	2016	2017	2018	2019	Toplam
Karlılık		1					1	1	1	1	2	1			2	1	1						3	1	1		1		17	
Nakit Yaratımı	1		1			2			1					2	1		1	1	2	1	1			1					15	
Şirket Değeri				1	1		1	2	2	1				3		1	1						1			1			1	16
Çoklu Ölçüt									1					1	1				1					1					6	
																													54	

OECD, 600 Şirket
MIT, Küresel Şirketlerden +50 CEO, 1500 Yönetici

Tablo 6'da çalışmaları yapan araştırmacılar tarihsel sırasıyla şunlardır:

Kârlılık: Johnson vd. (1985), Stewart ve Bennett (1991), Galdwin vd. (1995), Milbourn ve Thakor'a (1997), Froelich (1999), Holloway (2001) Leon (2001), Torok ve Cordon (2002), Bonini vd. (2006), Meinter (2006), Chen (2007), Roberts (2009), Owolabi ve Obida (2012), Arabsalehi ve Mahmoodi (2012) Gras ve Mendoza-Abarca (2012), Omeri (2015), Shehu (2016), Azarenkova vd. (2018).

Nakit Yaratımı: Hicks (1946), Rappaport (1986), IISD (1993), Turner (1993), Hardi ve Zdan, (1997), Torok ve Cordon (2002), Lundstrum (2002), Davis, McKinsey & Company (2005), Goldman Sachs (2007), Steger (2008), Roberts (2009), Berns vd., (2009), Antia vd. (2010), World Economic Forum, (2011), Espinoza ve Morris (2013).

Şirket Değeri: Jensen ve Murphy (1990) Stewart (1991), Stern vd. (1995); O'Byrne (1996), Uyemura vd. (1996), Milbourn vd. (1997), Lehn ve Makhija (1997), Bao ve Bao (1998), Forker ve Powell (2004), Worthington ve West (2004), OECD (2004), Meinter (2006), Hák vd. (2007), Arabsalehi, Mahmoodi (2012), Alshehhi (2017), Sarikovanlık (2019).

Kârlılık ve Nakit Yaratımı: Donegan (2005), ZEW ve Meitner (2006), Alfani ve Rustandar (2013).

Kârlılık ve Şirket Değeri: Milbourn ve Thakor (1997).

Şirket Değeri ve Nakit Akış: Damodaran ve ZEW (2002).

Tablo 6'da özet olarak sunulan 54 araştırma incelendiğinde Alshehhi'nin (2017) kurumsal sürdürülebilirlik ile finansal performans arasındaki ilişki ve finansal performans ölçümünde kullanılan göstergeler çalışmasının bulgular için destekleyici olduğu görülmüştür. Buna göre, Tablo 6 ile sunulan 54 çalışmada kurumsal sürdürülebilirlik ölçümünde çoğunlukla finansal performans göstergeleri öne çıkarken bu göstergelerin bazıları aynı zamanda finansal sürdürülebilirlik için de ileri sürülmüştür.

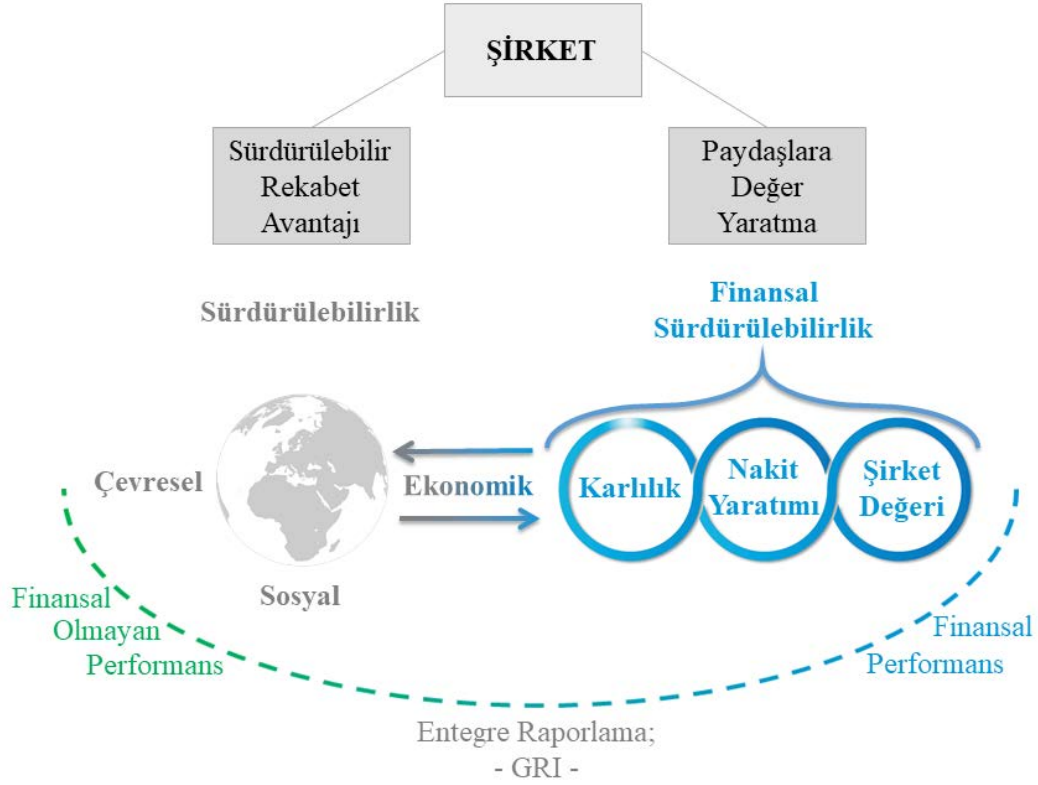
Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri olarak literatürde en çok alıntı yapılanlar; gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve kârlılığın artırılmasıdır (Omeri, 2015; Froelich, 1999; Gras ve Mendoza-Abarca, 2012; Holloway, 2001; Leon, 2001). Hicks'e (1946)

göre, kâr sürdürülebilirlik için tek başına yeterli gelmemekte, aynı zamanda bu gelirin zamana karşı dayanabilmesi ve sürekliliğinin sağlanması için bir nakit yaratımı ve akışı gerekmektedir. Finansal sürdürülebilirlik göstergesi olarak nakit yaratımı Turner (1993), Hardi ve Zdan (1997) tarafından da desteklenmiştir. Bansal'a göre (2005), (Klassen ve McLaughlin, 1996; McGuire vd., 1988) özkaynak kârlılığını finansal sürdürülebilirlik göstergesi olarak ileri sürerken şirket değeri büyüklüğü ve sermaye kaynaklarının hacmini finansal sürdürülebilirlik göstergesi olarak ileri süren araştırmacılar (Woller ve Schreiner, 2001; Sene ve Ayayi, 2010; Nadolnyak ve Hartarska, 2010; Iezza, 2010; Nyamsogoro, 2010; Bogan, 2012; Kinde, 2012) yine özkaynaklar, pay fiyatı ve şirket değeri üzerine eğilim göstermiştir.

Bu kaynaklar ışığında finansal sürdürülebilirlik ve finansal performansın ilişkili ve özdeş görülebildiği sonucuna varılabilir. Ayrıca finansal sürdürülebilirlik göstergeleri olarak çok sayıda alternatif bulunduğu ancak önceki araştırmalarda ağırlıklı olarak kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri göstergelerine atıf yapıldığından bu göstergelerin finansal sürdürülebilirlik ölçümünde ve işletme için finansal yönetim aracı olarak kullanılabileceği anlaşılabılır.

Bununla birlikte, finansal performans göstergeleri Rappaport'a (1986:60) göre, şirketin rekabetçi pozisyonunun değerlendirilmesi, Milbourn ve Thakor'a (1997) göre, paydaşlar için en uygun değer ölçümleri ve Berns vd.'ye (2009) göre ise yeni gelir ve nakit akış kaynaklarıdır ve etkili risk yönetimi ve gelişmiş paydaş ilişkileri konularında finansal yönetim aracı olarak kullanılabilirler.

Bu çerçevede ve araştırmada sunulan yaklaşımlar bir bütün olarak değerlendirildiğinde ulaşılabilecek finansal sürdürülebilirlik modeli Şekil 9'da sunulmuştur.



Şekil 9: Finansal Sürdürülebilirlik Modeli

2.5.1. Kârlılık

Roberts'e (2009) göre kapitalizmin nihai gerçeği, kârın "hayat veren kan" olduğudur. Sermayeden birikimli olarak geri dönen bir kâr söz konusu olamazsa kapitalistler yatırım yapamaz ve üretmezler. Meinter'e (2006) göre, kâr ve sermayenin kârlılığı üretimin kapitalist kolunun anahtarıdır.

Gladwin vd.'ye (1995) göre sürdürülebilirlik uygulamaları şirketlerin muhasebe verileri üzerinden sayısal göstergelere dönüşecek ve bunun da performansa etkisi olacak ve sonuç olarak söz konusu uygulamalar kârlılık olarak bilinecektir.

Owolabi ve Obida'ya (2012) göre kârlılık, bir şirketin tüm faaliyetlerinden kâr elde etme yetkinliğidir. Başka bir ifadeyle, kârlılık, yönetimin kaynakları etkin kullanması ve şirkete değer katmasının bir göstergesidir. ROA, ROI, ROE ile ölçülebilir.

Shehu'ya (2016) göre kârlılık, çeşitli tanımlarda (Petria, Capraru ve Ihnatov 2015; Berger 1995; Pilloff ve Rhoades 2002) ödeme gücü ve sermaye yeterliliğini ölçmek başta

olmak üzere finansal yapının analizi için kullanılan ve likidite ile birlikte çalışan (Alfani ve Rustandar, 2013) bir göstergedir.

Johnson vd.'ye (1985) göre, şirketlerin finansal performanslarından olan gelir kısa vadeli, kârlılık ise gelirin uzun vadeli yaklaşımını ifade etmektedir.

Torok ve Cordon'a (2002:63) göre, pay sahipleri yatırım yaparken şirketin gelecekte kâr edeceği beklentisi ile hareket ederler. Kârlılık şirketin uzun vadeli güçlü kalması ve büyümesi için şarttır. En basit haliyle kâr/satış ile ilişkilendirilen kârlılık ROA, ROI, ROE ile de ölçülebilir.

Donegan'a (2005) göre, şirketlerin öngörülebilir geleceğini güvence altına almak, başarılı olmasını ve büyümesini sağlamak kârlılık ve nakit akıflara bağlıdır.

Mattioda ve Chen (2007), Fortune 2005'in en değerli 500 şirketinin 434 üst düzey yöneticisi ile şirket kârlılığı üzerine bir anket yapmıştır. Rakiplerle kıyaslanacak tüm performanslar arasında birbirine denk veya alternatif görülebilecek aynı zamanda da en üst seviyede geçerliliğe sahip olan göstergeler şöyle sıralanmıştır; müşteri tatmini (5,25/7), baştan sona rekabetçi konum (5,19/7), satışlar (5,15/7), net kâr marjı (5,03/7), ROA (4,98/7), ROI (4,98/7).

Shell, 1998'de Elkington'un TBL yaklaşımı ve danışmanlık desteğiyle yayımladığı ilk sürdürülebilirlik raporunda kârlılığın önemini şöyle ifade etmiştir; "Shell Grubu pek çok ölçümde toplam kârlılıkta liderdir. Özel şirketi devam ettirmek için kâr şarttır: sermayeye yeniden eklemek üzere kâr edemeyen bir şirket hiçbir değer yaratamayarak varlığına son verir." (Shell International, 1998:11). Shell, sürdürülebilirlik yaklaşımının güvenli, verimli, sorumlu ve kârlı bir iş yürütmekle başladığını 2019 yılında da kamuya açıklarken aradan geçen 21 yılda sürdürülebilirlik konusunda kârlılığa verdiği önem değişmemiş görünmektedir (Shell).

ESMA düzenlemelerine (2018:17) göre, finansal aracın risk / kazanç profili, ESG özellikleri hedef pazarla tutarlı olmalı ve finansal araç tasarımı müşterinin yararına olmalı; müşterinin fakirleşmesine neden olabilecek sonuçlara göre kârlılık sunan bir iş modeli üzerine kurulmamalıdır.

Finansal performans göstergeleri; Bonini vd.,'ye (2006) göre, sermaye kârlılığı, operasyonel verimliliği arttırmak, çalışan verimliliğini yüksek tatmin ile arttırmak, adil pay fiyatına erişmektir, Aras ve Crowther'a (2008:25) göre, "üstlenilen risk seviyesi için yeterli getiri fiyatı" bu haliyle fayda maliyet yaklaşımına benzer. Azarenkova G., Golovko O., Abrosimova K. (2018); 2007-2015 yıllarındaki çeyrek dönemlere (toplam 36 dönem) ilişkin finansal veriler (kârlılık oranı, serbest nakit akışı, özerklik katsayısı ve istikrar unsuru) alınmış ve diyagram üzerinde gösterilerek finansal performans ölçülmüştür.

Stewart ve Bennett'e (1991) göre, ekonomik katma değer; EVA (economic value added), şirketin vergi sonrası net faaliyet kârının, o kârı yaratmak için kullanılan sermayenin maliyetinden arındırılarak ulaşılan değerdir. EVA şirketin muhasebe verilerini sermaye piyasaları performansına yaratıcı şekilde bağlar. Bu sayede hem kârlılık hem de şirket değeri birlikte değerlendirilmiş olur. Milbourn ve Thakor'a (1997) göre, bu göstergeler paydaşlar için en uygun değer ölçümlerini sunar.

Arabsalehi ve Mahmoodi'ye (2012) göre, EVA için her ne kadar bazı araştırmacılar (Stewart, 1991, 1994; Stern vd., 1995; O'Byrne, 1996; Bao ve Bao, 1998; Uyemura vd. 1996; Lehn ve Makhija, 1997; Forker ve Powell, 2004; Worthington ve West, 2004) payların getirisi ve şirketin piyasa değeri için muhasebe göstergelerinden daha ilişkili olduğunu ileri sürse de birçok araştırmacı (Biddle vd., 1997; Turvey vd., 2000; Chen ve Dodd, 2001; Worthington ve West, 2001; Copeland, 2002; Palliam, 2006; Maditions vd., 2006, 2009) bunun aksini ileri sürerek verimliliği sorgulamıştır.

EVA için formül aşağıdaki gibi tanımlanmıştır;

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t \times IC_{t-1})$$

NOPAT: Vergi sonrası net faaliyet karı (net operating profit after tax), IC: "t" yılı için yatırılan toplam sermaye; sermaye + uzun vadeli borçlar (total invested capital), WACC: "t" yılı için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (weighted average cost of capital) olarak ifade edilmiştir (Arabsalehi ve Mahmoodi 2012).

Milbourn ve Thakor'a (1997) göre, iyi bir finansal performans göstergesi özkaynak kârlılığı (ROE; kâr/sermaye) üzerinden belirlenir. Buradaki önemli nokta hissedarların yatırımlarını serbestçe likit değerlendirmeleri istedikleri yere serbestçe yatırım yapmalarının sağlanmasıdır.

Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri arasında, finansal esneklik olarak tanımlanan gelir kaynaklarının çeşitlendirilmesi ve kârlılığın artırılması, finansal sürdürülebilirliğin sağlanmasının anahtarı olduğu düşünülmekte ve literatürde en çok alıntı yapılan yaklaşımdır (Omeri, 2015, Froelich 1999; Gras ve Mendoza-Abarca 2012; Holloway 2001; Leon 2001).

BM Çevre Programı Finans Girişimi (UNEP Finance Initiative) ve BM Küresel İlkeler Sözleşmesi (UN Global Impact) 2016 finans raporuna göre, yatırımcılar, şirketlerin açıklamaları üzerinden bunların gelecekteki işletme maliyetleri üzerindeki etkisi hakkında tahminlerde bulunarak ayarlanacak şekilde şirketlerin kârlılıklarını tahmin edebilirler.

Bu açıklamalar sonrasında, çalışmada benimsenen kârlılık yaklaşımı EBIT, EVA ve ROE yaklaşımları üzerinden; net kâr / ödenmiş sermaye oranıdır. Özkaynak içerisinde ödenmiş sermaye, geçmiş yıllara ait kâr/zarar, kâr ve sermaye yedekleri ile dönem net karı bulunur. Orantıda ödenmiş sermaye yerine özkaynak alınırsa özkaynak kârlılığının periyodik analizinde dönem net karı, geçmiş yıllara ait kâr/zarar mükerrer alınmış ve birikimli ilerlemeyle şişkinlik yaratmış olacaktır. Bu nedenle ölçülmek istenen net kâr / ödenmiş sermaye olup zaman serisinde birikimli olarak diğer hususları daha doğru ve sağlıklı şekilde bünyesinde barındıracağı ileri sürülmektedir.

2.5.2. Nakit Yaratımı

Türkiye'nin uyumlu olduğu uluslararası muhasebe standartlarından biri olan (IAS 7, TMS 7 - KGK) "nakit akış tabloları" düzenlemesine göre, mevcut nakit akış verileri üzerinden bir şirketin gelecekteki nakit akışlarını tutarsal, zamansal olarak kesinlik bildiren şekilde ölçmek için bir gösterge olarak kullanılır. Ayrıca, geçmişteki değerlendirmelerin doğruluğunun gelecekte denetlenmesi ve kârlılık, fiyat ve nakit akışların değişimine ilişkin çeşitli etkiler ve bunlar arasındaki ilişkilerin

değerlendirilmesinde de kullanılır. Nakit akış tablosunun özünde dönem başı nakit sonrası faaliyet, finansman ve yatırım başlıkları altında sınıflanan pozitif ve negatif nakit akışlar ile oluşan birikimli değerler dönem sonunda pozitif sonuç veriyorsa net nakit yaratımı, negatif sonuç veriyorsa net nakit açığı yer almaktadır.

Roberts'in (2009) "hayat veren kan" olarak benzetimde bulunduğu kârlılığın şirket vücudunda oluşum ve dönüşüm sürecinde yol alışı "nakit akış" olarak ifade edilebilir. Başka bir ifade ile şirketin hayatının devamı için kana ihtiyacı olduğu kadar kanın sabit durmayarak sürekli bir akış ve dolaşım ile şirketi ve tüm organlarını sağlıklı tutması gerektiği aynı benzetmeden yola çıkılarak söylenebilir.

Hicks'e (1946) göre, ekonomik sermayenin sürdürülebilir şekilde yönetilmesini gelir hesaplamalarının kullanımını kendilerini yoksullaştırmadan ve (iflas gibi) tümüyle yok etmeden tüketebilecekleri (harcama yapabilecekleri) miktarın bir göstergesi olarak açıklamıştır. Bu düşüncüyü takiben, bir kişinin geliri öyle bir belirlenmeli ki bir hafta boyunca tüketebileceği azami değer sonrası hafta sonuna ulaştığında hala hafta başındaki kadar iyi, varlıklı durumda olması beklensin. Bu yaklaşım ile ifade edilen yalnız gelir kaynağı, sermaye veya kâr sürdürülebilirlik için yeterli gelmemekte, aynı zamanda bu gelirin zamana karşı dayanabilmesi ve sürekliliğinin sağlanması için bir nakit yaratımı ve akışı gerektirir.

Torok ve Cordon'a (2002:63) göre, faaliyetlerden elde edilen nakit akış oranı nakit yaratımı, ciro ve asgari işletme sermayesi ihtiyacına işaret ederek mevcut borçlarla birlikte likiditeyi gerçek nakit akışlarla karşılaştırarak işletme faaliyetlerini destekler. Bu sayede, işletme gelirlerinin fazla süreyle tutulması, gelecekte üretim durmalarının gerekebileceği, potansiyel likidite sorunları olabileceği önceden tespit edilebilir.

Damodaran (2002:460-462) ve ZEW'e göre, nakit akış üzerine işlevsel ilişkiler eşitliği sol aşağıda ve esneklikleri ise sağ tarafında gösterilmiştir;

$$PRICE_t \cdot (CFO_t)^{-1} = (1+g) \cdot (c_e - g)^{-1} \quad \Delta PRICE / \Delta c_e < 0$$
$$\Delta PRICE / \Delta g > 0$$

PRICE = Şirketin piyasa fiyatı, CFO = Operasyonel nakit akış (cash flow from operating activities), g = şirketin sürekli büyüme derecesi (sustained growth), Ce = sermaye maliyeti (cost of equity), t = yıl (time)

Bu yaklaşıma göre şirketin piyasa değeri ile operasyonel nakit akışları karşısında şirketin sürekli büyüme derecesi ile sermaye maliyeti ilişkili çarpanlar olarak ele alınmıştır.

ZEW ve Meitner'e (2006) göre, Tablo 7'de gösterildiği üzere şirketin serbest nakit akışları ve bunun sonucundaki nakit yaratımı; şirketin satışları, gelirleri, satışların maliyetleri, faaliyet giderleri, vergi oranı, yatırımları ve borçlar ile ilişkilidir.

Tablo 7: Referans Değişkenlerin İlgili Serbest Nakit Akışa Çevrilmesi

Referans	Değerlemedeki Finansal Faydalar (Serbest Nakit Akışlar)
<i>Satışlar</i>	(Satışlar – Satışların Maliyeti – Faaliyet Giderleri) * (1-Vergi Oranı) + Net Gayrı Nakdi Harcamalar - İşletme ve Sabit Sermaye Yatırımı
<i>EBITDA</i> ⁴	EBITDA * (1-Vergi Oranı) + Net Gayrı Nakdi Harcamalar * Vergi Oranı - İşletme ve Sabit Sermaye Yatırımı
<i>EBIT</i> ⁵	EBIT * (1-Vergi Oranı) + Net Gayrı Nakdi Harcamalar * Vergi Oranı - İşletme ve Sabit Sermaye Yatırımı
<i>Net Gelirler</i>	Net Gelirler + Net Gayrı Nakdi Harcamalar * Vergi Oranı + Net Borçlar - İşletme ve Sabit Sermaye Yatırımı

Kaynak: ZEW ve Meitner (2006)

⁴ EBITDA = Faiz, vergi ve amortisman öncesi kâr (Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation)

⁵ EBIT = Faiz, vergi öncesi kâr (Earnings Before Interest Taxes)

ESMA (2019) tarafından yayımlanan kılavuz⁶ ile “Alternatif Performans Göstergeleri” hali hazırda uygulanabilir finansal raporlama çerçevesinde tanımlanmış veya belirlenmiş bir finansal ölçümden başka, geçmiş veya gelecekteki finansal performansa ilişkin finansal ölçüm, finansal pozisyon, nakit akışlar olarak tanımlanmıştır.

Berns vd.’ye (2009) göre MIT – Boston Consulting anket sonuçlarında yeni gelir veya nakit akışı kaynakları; etkili risk yönetimi, gelişmiş paydaş ilişkilerini finansal performans göstergeleri olarak öne çıkmaktadır.

Rappaport (1986) “Creating Shareholder Value (Hissedar Değeri Yaratmak)” isimli çığır açan kitabında açıkladığı üzere, önceleri yalnızca kısa vadeli pay fiyatına odaklanmış daha sonra stratejik odağını yaratılan katma değer sermaye maliyeti üzerinden ölçüldüğü nakit akışlara çevirmiştir. Rappaport’a göre, paydaşlar ilk olarak nakit yaratımı görmek ister, daha sonra da daha geniş bir pazar payı olarak görülen şirketin piyasa değerini görmek ister. Nakit yaratımı sermaye maliyeti ölçümü de sağlayan ve diğer göstergelerin temelinde yer alan ekonomik katma değer (EVA) göstergesidir. Nakit yaratımı aynı zamanda pay fiyatları ve temettü ödemeleri için beklenen değer artışlarının da göstergesidir.

Davis’e (2005) göre, McKinsey & Company araştırması ABD ve Avrupa’daki halka açık şirketlerin sermaye piyasalarındaki değerinin 2000’li yıllardan itibaren hissedar değeri bakış açısıyla %80 oranında nakit yaratımına odaklı olduğunu ortaya koymuştur.

Uluslararası Sürdürülebilir Büyüme Enstitüsü (IISD) raporuna göre, 1993 yılında sürdürülebilir büyüme göstergelerini belirleyen, bunlar üzerinden ölçüm yaparak kamuya raporlayan Kanadalı dev enerji şirketi Ontario Hydro’nun en iyi uygulama olarak öne çıkarılan yaklaşımı şöyledir; şirket, varlıkları üzerinden nakit yaratımı yoluyla zaman içerisinde öz kaynaklarını güçlendirmedir. Pozitif nakit yaratımı şirketin yatırımlarına

⁶ Yayımlanan kılavuz Avrupa Ekonomik Alanı (EEA), Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasa Otoritesi (ESMA), Genel Kabul Görmüş Muhasebe Standartları (GAAP), Uluslararası Muhasebe Standartları Kurulu (IASB), Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (IFRS), ve diğer yetkili otoriteler (CAs) mutabakatı ile oluşturulmuştur

devam ederek sermayesini ve insan kaynağını güçlendirmesini sağlar (Hardi ve Zdan, 1997:84).

Turner'a (1993) göre, zayıf veya güçlü olarak nitelendirilebilecek sürdürülebilirlik ölçümü için işletme sermayesinin karşılanacağı nakit akışların içinde yer aldığı bir ekonomik sermaye önerisi gereklidir.

Net bugünkü değer NPV (net present value) yöntemi başlangıçta hazine ve şirket bonoları gibi nispeten basit finansal araçların gelecekteki nakit akışlarını değerlendirmek için geliştirildiyse de daha sonra gerçek yatırım fırsatlarının değerini hesaplamada kullanıldı. Bir projenin faydalı ömrü boyunca gelecekte yaratacağı nakitlerin toplamının bugüne indirgenmesiyle elde edilen tutarın toplam proje yatırımdan büyük olması halinde pozitif nakit yaratan projenin tercih edilmesine imkân tanıyan bir yöntemdir. NPV yönteminin pozitif nakit yaratımı sunduğu projelerin yatırımcılar tarafından sürdürülebilir ve uzun vadeli paydaş değerini yükselttiği şeklinde algılanarak hızlı bir ödemeye satın alınmaktadır (Lundstrum, 2002; Antia vd., 2010; World Economic Forum, 2011).

Espinoza ve Morris'e (2013) göre, NPV yöntemi negatif nakit yaratımı veya gelecekteki belirsizlikler söz konusuysen yatırımcıların risk algısıyla uyumlu değildir. Ancak yine de bir şirketin nakit akışlarının pozitif sonuçları yaygın kullanılan bir finansal ölçüm aracıdır.

Goldman Sachs'a (2007) göre, daha yüksek nakit yaratımı küresel ölçekte tüm işgücünün verimliliğinin maksimize edildiği ve işgücünün motive edildiğinin açık bir göstergesidir (Steger, 2008).

Bu çalışmada benimsenen nakit yaratımı yaklaşımı Nakit Akış Tabloları (IAS 7, TMS 7) ile kamuya açıklanan şirketin ilgili dönemde yarattığı net nakit tutarıdır.

2.5.3. Şirket Değeri

Alshehhi'ye (2017:17) göre, şirket değeri büyüklüğü sürdürülebilirlik göstergeleri ile finansal göstergeler arasındaki ılımlı değişkenlerde konumlanan ve finansal

performansı etkileyen bir belirleyicidir. 2012 yılından itibaren piyasa tabanlı finansal göstergeler benzersiz ölçümlerin sayısında keskin bir artışı ve aynı zamanda şirketlerin finansal performanslarının sürdürülebilirlik üzerindeki etkisinde artışı da beraberinde getirmiştir.

Meinter'e (2006) göre şirket değeri ile ifade edilen "değer" (potansiyel) yatırımcıların şirket sahibi olmasıyla elde edecekleri kazanımların fayda derecesidir (Muenstermann, 1970:11; Moxter, 1983:128; Seppelfricke, 2003:1). Meinter'e (2006) göre, yatırımcı bakış açısıyla ele alınan subjektif değer teorisini savunanlar (Peemöller, 2005:6-7; OIWD, 2000:831; Moxter, 1983:138-145; Engels, 1962:8-10; Jaensch, 1966:8-17; Künnemann, 1985:25-29; Bonbright, 1965:128) şirket değeri benzersiz bir değeri değil yatırımcıların beklenti ve tercihlerine göre değişen bir değeri ifade eder. Bu teori "pratik değer" veya "kullanımdaki değer" olarak da anılır. Meinter'e (2006:50) göre, kâr ve sermayenin kârlılığı kapitalist oluşumun anahtarıdır. Ancak çağdaş kapitalist şirketler tüm fonlarını çok uzun zaman aldığından rekabet avantajını kaybedebileceği kârdan sağlamak zorunda değildir. Bunun yerine şirket paylarını halka arz ederler. Payların toplam değerinden oluşan şirketin piyasa değeri o şirketin 30 yıla kadar kazançlarının toplamı olabilir.

Loistl (1994:313) ve Casey'e (2000:4) göre tek bir şirket için olası değerlerin yanı sıra, genellikle tek bir piyasa fiyatı olduğu gerçeği, çoğu durumda şirket değeri ve piyasa fiyatının farklı olduğu anlamına gelir. Etkili bir şekilde, fiyat veya "gerçeğe uygun değer", ilgili taraf şirketlerin değerlerine dayanan, alış tarafıyla satış tarafındaki pazar katılımcıları arasındaki pazarlığın sonucudur. Pratt vd. (2000:404) ve Nowak'a (2000:168) göre payları borsada işlem gören (halka açık) şirketler için şirket değeri (corporate value) pay değerlerinin toplamından oluşur.

Peemöller'e (2005:3) göre, bir şirketi değerlemek ve şirket değerine ulaşmak; şirketin potansiyel satış fiyatını tespit etmektir. Ancak Meitner'e (2006) göre, şirket değerlemesi bütün bir şirketin değerine ulaşmak anlamına gelmeyebilir. Bu bazen pay fiyatı için de geçerli olabilir. Bu yüzden değerlendirme tüm şirketin değerlendirilmesi (enterprise valuation) ile özkaynak değerlendirilmesi (equity valuation) olarak ikiye ayrılır. Eğer söz

konusu şirketler halka açık ise “karşılaştırılabilir şirket değerlemesi için piyasa yaklaşımı⁷” olarak anılır.



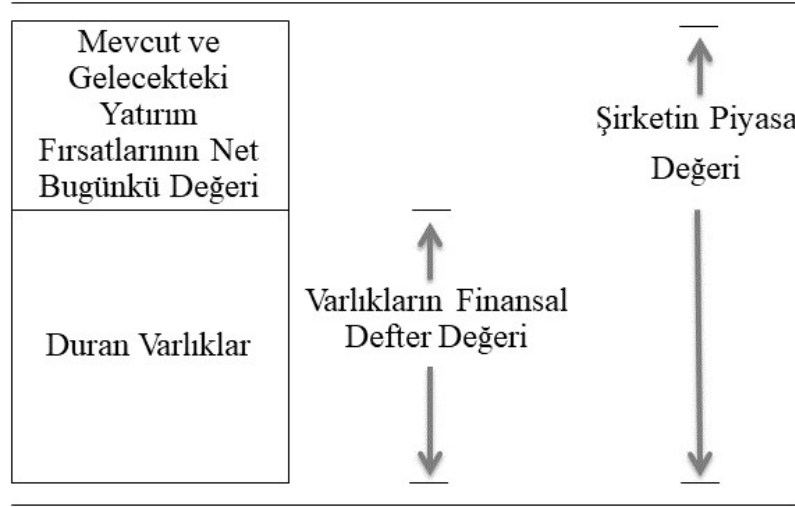
Şekil 10: Şirket ve Özkaynak Değerlemesi İçin Referans Değişkenler

Kaynak: Meitner (2006:77); Seppelfricke (1999:305); Herrmann (2002:76).

Meitner'e (2006) göre, Myers'in (1977) “*Şirket Değeri = Sabit Kıymetlerin Değeri + Büyüme Fırsatlarının Değeri*” formülü ile Ohlson'un (1991) modeli iç içedir.

Şirketin değerini oluşturan bileşenler; “mevcut ve gelecekteki yatırım fırsatlarının net bugünkü değeri” nakit akış tablosu üzerinden nakit yaratımının ve NPV yaklaşımı ile bugünkü değere indirgenmesine işaret ederken “duran varlıklar” ise bilanço üzerinden özkaynak değerlemesine işaret eder. Bilanço üzerinden şirketin defter değeri, bilanço ve nakit akış tablosu üzerinden ise şirketin piyasa değerine ulaşılmaktadır. Şirket değerini oluşturan bu bileşenler Şekil 11’de gösterilmiştir.

⁷ The market approach to comparable company valuation



Şekil 11: Şirket Değeri Bileşenleri

Kaynak: Milbourn ve Thakor (1997)

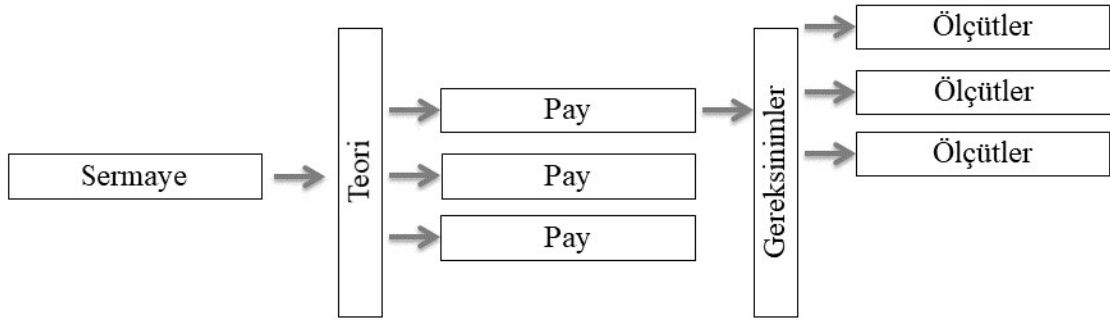
Şekil 11’de gösterildiği üzere şirket değerlemeleri (1) özkaynak değerlemesi ve (2) şirketin piyasa değerlemesi olarak ikiye ayrıldığı gibi aynı zamanda da özkaynak değerlemesi için mevcut finansal tablolaradaki geçmiş, tarihi verilerin kullanımı, şirket piyasa değerlemesi için şirketin gelecekteki yaratacağı finansal değerlerin öngörülerek bugüne indirgenmesi (NPV) söz konusu olmaktadır. Bu hali ile ESMA’nın alternatif performans ölçütlerinde belirtilen geçmişe ve geleceğe ilişkin finansal veriler ile de uyumludur.

Özbay (2016) tarafından halka arzlar süreçlerinde en çok kullanılan, sonraki bir yıllık süreçte gerçekleşen fiyatı görmede en güçlü model olduğu ve gerçeğe uygun değerın hesaplanmasında en çok ağırlık verilen şirket değerlendirme modelinin Şirket Değeri (Enterprise Value, EV) / EBITDA olduğu ileri sürülmüştür.

Jensen ve Murphy (1990) ile Milbourn vd.’ye (1997) göre şirket performansını değerlendirmek için mutlak ölçü; hisse senedi (pay) fiyatının kendisidir.

OECD tarafından (2004) 600 girişime dağıtılan “Sürdürülebilir Büyümenin Uluslararası Göstergeleri”ne göre, her sermaye paylardan oluşur ve her payın gereksinimleri (değer artışı ve temettü dağıtımı) bellidir. Göstergeler bu gerekliliklerin ne derece karşılandığını gösterir.

Hák vd.'ye (2007) göre, finansal sürdürülebilirlik ölçümünde karşılaştırılabilmesi için sermaye ve payların endekslenmesi, ağırlıklandırılması ve standartlaştırılması gereklidir. Sermaye, teori, pay, gereksinimler ve göstergeler arasındaki ilişki Şekil 12'de gösterilmiştir.



Şekil 12: Sermaye, Teori, Pay, Gereksinimler ve Göstergeler Arasındaki İlişki

Kaynak: Hák vd., (2007)

Milbourn vd.'ye (1997) göre, bir şirketin değerinin en şeffaf bileşeni mevcut maddi duran varlıkları; tesis, makine, cihaz, gayrimenkul, işletme sermayesi vb., diğer bir bileşen ise şirketin mevcut ve gelecekteki yatırım fırsatlarının NPV, net bugünkü değeridir. NPV, diğer fiziksel varlıklardan daha az somut olup şirketin stratejisine ve büyüklüğüne bağlıdır. Şirket değeri bu iki bileşenin toplamından oluşur. Bunun için bilanço verilerinin öz kaynak maliyeti veya kârlılığından faydalanılır. Halka açık şirketler için; “*Şirketin Piyasa Değeri = Pay Sayısı X Pay Fiyatı*” şeklinde bulunur.

Literatürde finansal sürdürülebilirlik araştırmalarının büyük ve halka açık şirketler (sürdürülebilirlik endeksi üyeleri) üzerinden incelenmesinin çeşitli gerekçeleri sayılmıştır. Bu gerekçeler arasında sunulabilecek bazı araştırmalar çeşitli değişkenlerin aynı yönlü ilişkileri ve ilişkilerin gücü bakımından çeşitli bulgular ileri sürmüştür. Buna göre (Sarıkovanlık, 2019:325), şirketin sürdürülebilirlik endeksinde yer alma ihtimali 1,00 birim kabul edildiğinde şirket değeri büyüklüğü 5,43 birim olarak (finansal performans göstergesi) ve yönetim kurulundaki üye sayısı ise 1,61 birim olarak (performans göstergesi) açıklanmıştır.

Bu çalışmada benimsenen şirket değeri yaklaşımı; “*Şirketin Piyasa Değeri = Pay Sayısı x Pay Fiyatı*” formülüdür. Özkaynak değerlemesi yaklaşımı “kârlılık” ve “nakit yaratımı” ile alınmış, şirketin piyasa değeri (corporate value) yaklaşımı ise “şirket değeri” ile alınarak her iki yaklaşımın bütünlüğü sağlanmıştır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: ARAŞTIRMA

FİNANSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK GÖSTERGELERİ VE DEĞERLENDİRİLMESİ: BORSA İSTANBUL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ ŞİRKETLERİ ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Çalışmanın bu bölümünde araştırmanın amacı, önemi, kapsamı ve sınırlılıkları, değişkenleri ve tanımlamaları, araştırma modeli, araştırmanın örnekleme ve örnek sayısı sunulacaktır. Daha sonra finansal sürdürülebilirlik göstergeleri araştırma örneklerinde yer alan şirketlerin finansal verilerine uygulanması ile finansal sürdürülebilirlik ölçümü ve güvencesi üzerine ulaşılan bulgular ve değerlendirmeye yer verilecektir.

Son olarak sonuçların değerlendirilmesi ve bazı öneriler ile çalışma tamamlanacaktır.

3.1. Araştırmanın Amacı

Araştırmanın amacı; finansal sürdürülebilirlik göstergeleri, ölçümü ve güvencesini sınırlı ve görel bir biçimde ortaya koymak üzere BIST Yıldız Pazar'da işlem görüp kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinde bulunan şirketlerin 2008-2017 dönemine ilişkin finansal performansını belirlemektir.

3.2. Araştırmanın Önemi

Sürdürülebilirlik ile ilgili küresel çalışmaların kilometre taşları 1972 - Stockholm Konferansı, 1992 - Rio Summit, 2015 - SDG's, 2030 - SDG's şeklindedir.

SDG's için belirlenen 17 kapsamlı hedefin gerçekleştirilmesi için yıllık 5 ila 7 trilyon USD harcanması gerekiyor. Böylesi büyük bir finansal kaynağın yanı sıra entelektüel sermaye bakımından, yalnız sürdürülebilir finans konusuna adanmış 45, toplamda 145 tüzel kişi küresel ölçekte "aktif" veya "odaklı" ayrımıyla sistematik şekilde çalışmalar sürdürmektedir. Ancak tüm bunlara karşın finansal sürdürülebilirlik göstergeleri ve ölçümü üzerinde henüz uzlaşa sağlanamamış ve belirlenmemiş olmasıyla

konu önemini ve güncelliğini korumaktadır. Araştırma konusu sürdürülebilirlik çalışmalarında 1972 yılından 2030 yılına uzanan SDG's en önemli konuların başında yer almaktadır. ESMA raporlarında alternatif performans göstergeleri sunan çalışmaların zorlu bir iş olduğu ve hem literatüre hem de uygulamaya çok önemli katkıları olacağı belirtilmiştir.

Araştırma konusuna ilişkin literatür kaynakları incelendiğinde ise literatürün olgunluktan uzak ve tartışmaların olduğu eleştirilerinin sunulduğu ve bu çalışma ile desteklenmesi amaçlanan bazı önemli boşluklar görülmektedir;

Finansal sürdürülebilirlik ile ilgili son 35 yıldaki 132 araştırmaya ek olarak literatürde veya ABD, AB kamu otoritelerinin yayımladığı diğer çeşitli kaynaklar incelendiğinde çalışmalar şu şekilde kümelenebilir; (1) Şirketlerin sürdürülebilirlik endeksine giriş-çıkış ile pay fiyatı ilişkisi ölçümü, (2) Muhasebenin finansal tablo rasyoları ile temel finansal performans ölçümü, (3) Kurumsal sürdürülebilirlik uygulamaları (çevresel, sosyal, kurumsal yönetim) ile finansal performans ilişkisi ölçümü, (4) Muhasebenin finansal tablo rasyoları ile finansal sıkıntı öngörüsü, (5) İşletmenin sürekliliği, istikrarı (uzun ömür) ile ekonomik sermaye ilişkisi, (6) Kurumsal etik, finans veya işletme hukuku (ticaret kanunu, sermaye piyasası kanunu vb.) entegre raporlama vb. önemine ilişkin araştırma ve yayınlar.

Bu çalışmalara bakıldığında finansal sürdürülebilirlik göstergeleri, ölçümü ve güvencesi üzerine finansal performansını araştıran ve bu bağlamda bir finansal yönetim aracı sunan çalışmaların sınırlı düzeyde olduğu görülmektedir. Bu çalışma literatürdeki bu eksiklikleri giderme amacı ile önem arz etmektedir.

3.3. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları

Çalışmanın kapsamını BIST SE'de listelenen ve BIST piyasa değerinin %41,9'unu temsil eden 5 şirket ve bu şirketlerin temel finansal verileri oluşturmaktadır. Araştırmanın sınırlılıkları ise söz konusu şirketlerin 2008-2017 yılları arasındaki 10 yıllık

döneme ilişkin sınırlı ve göreceli finansal performanslarının 9 açıdan analizi⁸ sonrası 3 boyutlu finansal sürdürülebilirlik göstergeleri (kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri), ölçümü ve güvencesi üzerine derecelendirme ve değerlendirme çalışmalarından oluşmaktadır.

Araştırmanın sınırlılıkları ile ilgili 2008-2017 yıllarına ilişkin tarih aralığı alınmasında etkileri 2008 yılına kadar uzanan 2001 yılındaki ekonomik kriz belirleyici olmuştur. Araştırmada finansal sürdürülebilirlik göstergeleri olan karlılık, nakit yaratımı ve şirket değerinin eşit etki ağırlığında olduğu varsayımı esas alınmıştır.

3.4. Araştırma Değişkenleri ve Tanımlamaları

Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri tanımlamaları; Marwa ve Aziakpono'na (2015) göre, finansal sürdürülebilirliğin şirketler için bir performans göstergesidir. Hahn, Figge, Shah (2011) Endrikat, Guenther, Hoppe (2014) tarafından ileri sürülen tanımlamaya göre, küresel kabul görmüş kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarıyla ilişkilendirmeye yeterince uygun olan ve şirketlerin finansal ölçümlerini ortaya koyan göstergelerdir.

Finansal performans tanımlaması; Mitchell, vd.'ye (2007) göre sürdürülebilirliğin ekonomik boyutuyla ilgili eylemler şirketlerin finansal performansı ile sınırlı olup Suggett ve Goodsir'e (2002) göre, finansal performans, bir şirketin yıllık finansal raporunda geleneksel olarak bildirilen konuları kapsar.

Finansal sıkıntı tanımlaması; Beaver vd.'ye (2010:10) göre bir işletmenin borçlarını geri ödeyememe olasılığı; Kuo'ya (2003) göre fatura veya çeklerin itibarsızlaşması, banka kredilerinin geri ödemelerinin gecikmesi, düşük kredi derecelendirme geçmişine sahip olunması, banka hesaplarının reddedilmesi veya öz varlık değeri net aktif değerinin yarısından daha düşük değere sahip bir şirketin durumu; Wu'ya (2004) göre halka açık bir şirket bağlamında; işletme sermayesi güçlüğü yaşayan veya yasal olarak payların özel bir düzenlemeye tabi olması (örneğin: gözaltı pazarı)

⁸ Satışlar, satışların maliyeti, yönetim giderleri, nakit akış, yaratılan nakit, ödenmiş sermaye, aktif büyüklüğü, şirket değeri, BIST endeksleri.

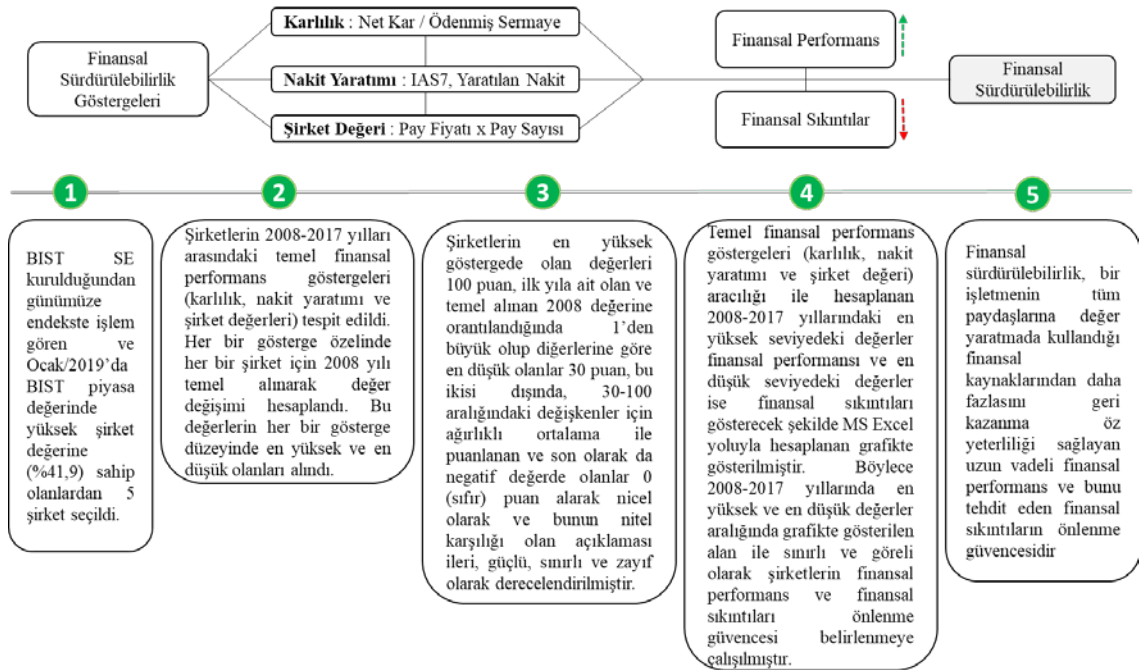
durumunun yaşanması ve finansal olarak sıkıntılı bir işletme genellikle iflas başvurusunda bulunan bir işletme olarak (Beaver, 1966-1968; Altman, 1968-1977; Ohlson, 1980) ifade edilmiştir.

Finansal performans ölçümü tanımlaması; Beloff vd.'ye (2005) göre, ölçüm gerçekten de sürdürülebilirlik uygulama yapbozunun temel bir parçasıdır, çünkü bir işletme sürdürülebilirliği günlük faaliyetleri ile ne kadar iyi bütünleştirdiğini, ilerlemelerini belirlemek için ölçülebilir ve anlamlı bir şekilde değerlendirilebilmelidir. McGuire vd., (1988) ve Klassen, McLaughlin'e (1996) göre, şirketlerin sürdürülebilirlik uygulamaları ile finansal performans özdeş görülmüştür.

Araştırmada kabul edilen finansal sürdürülebilirlik göstergeleri; kârlılık (net kâr / ödenmiş sermaye), nakit yaratımı (nakit akış tablosu, IAS7, yaratılan net nakit) ve şirket değeri (pay fiyatı x pay sayısı) olarak tanımlanmıştır. Araştırmada finansal sürdürülebilirlik göstergeleri, ölçümü ve güvencesi finansal sürdürülebilirlik için işletmelerin faydalanabileceği bir finansal yönetim aracı olarak tanımlanmıştır.

3.5. Araştırma Modeli

Araştırma modeli aşağıdaki şekil ile gösterilmiştir.



Şekil 13 Araştırma Modeli

Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri; kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri üzerinden finansal performansı ve finansal sıkıntıları ölçmek ve bu sayede finansal sürdürülebilirlik güvencesi için finansal yönetim aracı işlevi ile araştırma modelinde gösterilmiştir. Bu noktadan hareketle araştırma modeli şöyle uygulanmıştır;

(1) BIST SE kurulduğundan günümüze endekste işlem gören ve Ocak/2019'da BIST piyasa değerinde yüksek şirket değerine (%41,9) sahip olanlardan beş şirket seçildi.

(2) Şirketlerin 2008-2017 yılları arasındaki temel finansal performans göstergeleri (kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değerleri) tespit edildi. Her bir gösterge özelinde her bir şirket için 2008 yılı temel alınarak değer değişimi hesaplandı. Bu değerlerin her bir gösterge düzeyinde en yüksek ve en düşük olanları alındı.

(3) Şirketlerin en yüksek göstergede olan değerleri 100 puan, ilk yıla ait olan ve temel alınan 2008 değerine orantılandığında 1'den büyük olup diğerlerine göre en düşük olanlar 30 puan, bu ikisi dışında, 30-100 aralığındaki değişkenler için ağırlıklı ortalama ile puanlanan ve son olarak da negatif değerde olanlar 0 (sıfır) puan olarak nicel olarak ve bunun nitel karşılığı olan açıklaması ileri, güçlü, sınırlı ve zayıf olarak derecelendirildi.

Araştırma için seçilen şirketlerin temel finansal performans göstergeleri ile gerçekleştirilen ölçüm ve veri analizinde kullanılan şirketlerin finansal verileri, paylar, BIST endeksleri, piyasa değerleri ve fiyat kazanç değerleri için Eiris'in kullandığı metodoloji ve kalite güvencesi (Eiris, 2019) kaynak alınmıştır. BIST SE için de bu yöntemi uygulayan Eiris'e (2019) göre, UN, ILO, Birleşmiş Milletler Çerçeve Programı (PNUE), Global Compact, OECD, EU sözleşmeleri, önerileri, beyanları ve kılavuzları uluslararası çerçeveyi, risk faktörlerini, sektörel analizi, göstergelerin ağırlıklandırılma metodolojisi ve kırmızı, sarı, açık yeşil ve koyu yeşil olarak dört seviyede performans derecelendirmesine yönlendirmektedir. Buna göre, bu çalışmada Tablo 8'de gösterilen analitik çerçeve ve uluslararası standartlara uyarılma yolu izlenmiştir.



Tablo 8: Analitik Çerçeve ve Uluslararası Standartlara Uyarlama

3 Boyut	9 Açıdan Analiz	4 Seviyeli Performans
Kârlılık:	Net Kâr, Satışlar, Satışların Maliyeti, Yönetim Giderleri,	100 ▶ İleri 70 ▶ Güçlü 50 ▶ Sınırlı 30 ▶ Zayıf 0 ▶
Nakit Yaratımı:	Nakit Akış, Yaratılan Nakit	
Şirket (Pay) Değeri:	Ödenmiş Sermaye, Aktif Büyüklüğü, Şirket Değeri,	

Araştırmada seçilen şirketler dokuz açıdan; net kâr, satışlar, satışların maliyeti⁹, yönetim giderleri¹⁰, nakit akış, yaratılan nakit, ödenmiş sermaye, ve aktif büyüklüğü (şirketin piyasa değeri¹¹, fiyat kazanç oranı¹²) değerlendirilmiştir.

Araştırma için seçilen şirketlerin finansal verileri üzerinde uygulanan finansal sürdürülebilirlik göstergeleri ile gerçekleştirilen finansal performans ölçümüne ilişkin hesaplamaların nasıl yapıldığı ve bu süreci takiben ortaya çıkan verilere ait tablolar EK.1 ile sunulmuştur. Bu hesaplamalar araştırmada Microsoft Office Excel v.2016 yardımıyla formüle edilerek çeşitli istatistik, veri çözümlene, sayısal analiz yöntemleri üzerinden gerçekleştirilmiştir.

(4) Temel finansal performans göstergeleri (kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri) aracılığı ile hesaplanan 2008-2017 yıllarındaki en yüksek seviyedeki değerler finansal performansı ve en düşük seviyedeki değerler ise finansal sıkıntıları gösterecek şekilde MS Excel yoluyla hesaplanan Grafik 6'da gösterilmiştir. Böylece 2008-2017

⁹ Satılan mamuller, ticari mallar veya hizmet maliyeti ile diğer satışların satışların maliyeti olarak özetlenecek muhasebe sistemindeki 62 nolu hesap grubu

¹⁰ Pazarlama, satış ve dağıtım gideri ile genel yönetim giderleri

¹¹ Şirketin Piyasa Değeri= (Nominal Değer X Pay Adedi) şirket veya piyasa değeri olarak ifade edilen hem TL hem de USD olarak dikkate alınmıştır.

¹² Fiyat Kazanç Oranı = Pay Fiyatı / Pay Başına Kâr

yıllarında en yüksek ve en düşük değerler aralığında grafikte gösterilen alan ile sınırlı ve görel olarak şirketlerin finansal performans ve finansal sıkıntıları önlenme güvencesi belirlenmeye çalışılmıştır.

(5) Bu araştırmanın finansal sürdürülebilirlik tanımı şu kabul edilmiştir: Bir işletmenin tüm paydaşlarına değer yaratmada kullandığı finansal kaynaklarından daha fazlasını geri kazanma öz yeterliliği sağlayan uzun vadeli finansal performans ve bunu tehdit eden finansal sıkıntıların önlenme güvencesidir

3.6. Araştırmanın Örnekleme ve Örnek Sayısı

Araştırmanın evrenini BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde işlem gören şirketler¹³ oluşturmaktadır. Her ne kadar BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde 50 şirket olsa da Ocak/2019'da BIST piyasa değerinde yüksek şirket değerine (%41,9) sahip olan ve BIST SE kurulduğundan günümüze aralıksız endekste işlem gören beş şirket araştırmanın örnekleme dâhil edilmiştir. Buna göre örnekleme oluşturan şirketler Tablo 9'da verilmektedir;

Tablo 9: Araştırmanın Örnekleminde Bulunan Şirketler

Şirket Unvanı	BIST Piyasa Değeri Yüzdesi			PAY KODU	SEKTÖR / PAZAR
	Solo	Grup	BIST SE		
Türkiye İş Bankası A.Ş.	3,57	7,73	5,84	ISCTR	Banka, Finans / Yıldız
Koç Holding A.Ş.	5,21	16,71	8,86	KCHOL	Holding / Yıldız
H. Ö. Sabancı Holding A.Ş.	2,58	11,27	3,66	SAHOL	Holding / Yıldız
Turkcell İletişim Hiz. A.Ş.	3,68	3,68	5,55	TCELL	Haberleşme / Yıldız
Türk Hava Yolları A.O.	2,52	2,52	3,62	THYAO	Ulaştırma / Yıldız
TOPLAM:	17,56	41,91	27,53		

BIST SE'nde listelenen şirketlerden araştırma için seçilen beş şirketin toplam değeri BIST piyasa değerinin %17,56'sını, BIST SE'nin ise %27,53'ünü oluşturmaktadır. Ancak araştırmada seçilen şirketlerin bazılarının holding şirketi veya şirketler grubu olması bakımından BIST piyasa değerinde temsil ve yönetim gücü bulunduğu payların birlikte değerlendirmesi ile şirketlerin tümünün piyasa değeri toplamı BIST piyasa

¹³ <https://www.kap.org.tr/tr/Endeksler>

değerinin %41,9'unu oluşturduğu görülmüktedir; Koç Grubu; %16,7 ~ 101.508 Milyon TL, Sabancı Grubu; %11,3 ~ 68.476 Milyon TL, İş Bankası Grubu % 7,7 ~ 46.951 Milyon TL ve solo TCELL %3,68 ~ 22.300 Milyon TL ile THYAO %2,52 ~ 15.316 Milyon TL. Böylece hem BIST100 hem de BIST SE'de listelenen tüm şirketler içerisinde tutarsal (toplam piyasa değeri) ve oransal (toplam piyasa payı) bakımdan en yüksek değere ve piyasa temsiline sahip şirketler araştırma için seçilmiştir.

Seçilen şirketlerin tamamı BIST SE ilk kurulduğundan günümüze kesintisiz olarak endekse (SE) ilave en değerli BIST 30, 50, 100 endeksleri ve Kurumsal Yönetim Endeksinde de işlem görüyor olması, ayrıca yıldız pazarda yer alması seçilmelerinde etkili olan önemli unsurların arasında yer almaktadır.

Araştırma için seçilen KCHOL ve SAHOL şirketlerinin çok sayıda bağlı ortaklığı¹⁴ BIST100, BIST SE veya diğer değerli endekslerde listelenmektedir. Araştırmada seçilen şirketlerin sektörleri; TCELL ve THYAO için ulaştırma, haberleşme ve depolama altında, diğer üç şirket olan ISCTR, KCHOL, SAHOL ise mali kuruluşlar altında sınıflandırılmıştır. Bu üç mali kuruluşlar sınıflamasındaki grubun BIST piyasa değerindeki oranı ise %35,7'dir. Araştırmada seçilen şirketlerin tümünün grup şirketleriyle birlikte BIST piyasa değerine oranı ise %41,9'dur.

BIST SE hakkında özet bilgilere şöyledir; BIST SE, 04.11.2014 tarihinde ilk kez XUSRD koduyla fiyat ve getiri olarak hesaplanmaya ve yayımlanmaya başlamıştır. Endeksin başlangıç değeri, BIST 30 fiyat endeksinin 03.11.2014 tarihli İkinci Seans kapanış değeri olan 98.020,09'dur. Endekste bir payın ağırlığı %15 ile sınırlandırılmıştır. 1983'de kurulan araştırma ajansı Vigeo 2015'de birleştiği Eiris ile kavuştuğu son şirket yapısı ile BIST SE kurulduğundan günümüze derecelendirme ile yetkilendirilmiştir (BIST, 2019).

¹⁴ Kasım 2018-Ekim 2019 Dönemi BIST SE'nde yer alan 50 şirket arasında *KCHOL Grup Şirketleri*; Arçelik, Migros Ticaret, Aygaz, Otokar, Ford, Petkim, Tofaş, Tüpraş, Yapı Kredi ve *SAHOL Grup Şirketleri*; Akbank, Brisa, Cimsa, Kordsa

Eiris'in kamuya açık ve/veya bağımsız denetimden geçmiş veri setleriyle gerçekleştirdiği değerlendirme hizmetinde kullandığı yöntemdeki ana ve alt başlıklar aşağıdaki şekilde özetlenebilir (Eiris, 2015; BIST, 2019):

- Çevre; çevre riski, çevre politikası, çevre yönetimi sistemleri, çevresel raporlama,
- Biyoçeşitlilik; biyoçeşitlilik riski, biyoçeşitlilik politikası,
- İklim değişikliği; iklim değişikliğiyle ilgili; risk, yönetim yanıtı,
- Yönetim kurulu yapısı (yönetim kurulunda icra görevi olmayan bağımsız üyelerin varlığı vb.),
- Rüşvetle mücadele; rüşvet riskiyle ilgili; mücadele, politika, sistem, raporlama,
- İnsan hakları; insan haklarıyla ilgili; riskler, politika, sistemle, raporlama,
- Tedarik zinciri; tedarik zinciri; riski, politikası, sistemleri ve raporlaması,
- Sağlık ve güvenlik (sağlık ve güvenlik eğitimi, sağlık ve güvenlik siciliyle ilgili veriler vb.),
- Bankacılık göstergeleri (Aralık 2015'te eklenmiştir); kurumsal krediler politikası, sistemleri, raporlamaları ve perakende bankacılık göstergeleri.

Araştırmanın evreni olan BIST SE şirketlerinin endekse alınma veya çıkarılma sürecindeki değerlendirmede kullanılan göstergeler yukarıda belirtilmiştir. Bu çerçevede incelendiğinde ekonomik boyut ölçümlenmiyor olarak görülmektedir. Bu nedenle söz konusu değerlendirmede ekonomik boyut için sınırlılıktan bahsedilebilmektedir.

3.7. Bulgular ve Değerlendirme

BIST SE kurulduğundan günümüze endekste işlem gören ve Ocak/2019'da BIST piyasa değerinde yüksek şirket değerine (%41,9) sahip olanlardan seçilen beş şirketin 2008-2017 dönemine ilişkin sınırlı ve göreceli finansal performansını ölçmek üzere kullanılacak göstergeler olarak kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri kullanılmıştır.

Finansal performans ölçümü ile her bir gösterge ve şirket özelinde elde edilen sonuçlardan en düşük seviye; finansal sıkıntıları gösteren, en yüksek seviye; finansal performansı gösteren nitelikte olup bu ikisinin arası ise sınırlı ve göreceli güvence alanı olarak şirketlerin durumlarını göstermektedir.

Finansal performans ölçümüne ilişkin süreç ilk olarak araştırma için seçilen şirketlerin finansal verilerinin KAP üzerinden alınması ve EK.1.1.'de gösterilen veri seti tablosunun oluşturulması ile başlamıştır. Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri kârlılık (net kâr / ödenmiş sermaye), nakit yaratımı (IAS 7, yaratılan net nakit), şirket değeri (pay fiyatı x pay sayısı) olarak tanımlandığı üzere hesaplanarak EK.1.1. tablolarından EK.1.2. tablolarına oluşturulmuştur. EK.1.2. tablolarındaki veriler ile 2008 yılı temel alınan bir oran-eğilim analizi için Tablo 10 oluşturulmuştur. Böylece 2009-2017 yıllarının temel alınan EK.1.3.'de gösterilen 2008 yılına göre değişimi hesaplanmıştır.

Tablo 10: Şirketlerin Finansal Verilerinin 2008 Yılına Göre Değişimi

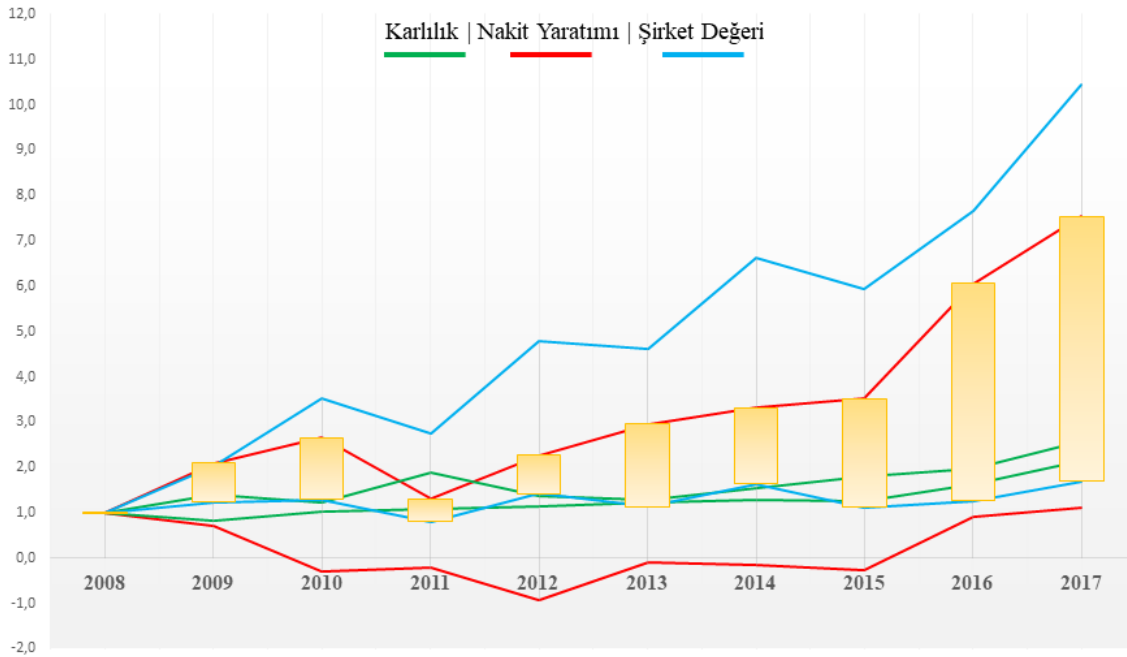
		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ISCTR	Kârlılık	1,0	1,4	1,2	1,1	1,3	1,3	1,4	1,3	1,9	2,2
	Nakit Yaratımı	1,0	0,7	-0,3	-0,2	-0,9	-0,1	-0,2	-0,3	0,9	1,1
	Şirket Değeri	1,0	1,5	1,3	0,8	1,5	1,1	1,6	1,1	1,3	1,7
KCHOL	Kârlılık	1,0	0,8	1,0	1,2	1,2	1,2	1,3	1,8	1,6	2,4
	Nakit Yaratımı	1,0	1,9	2,7	1,3	2,3	3,0	3,3	3,5	6,1	7,5
	Şirket Değeri	1,0	2,0	3,5	2,7	4,8	4,6	6,6	5,9	7,6	10,5
SAHOL	Kârlılık	1,0	1,0	1,2	1,9	1,4	1,3	1,5	1,7	2,0	2,6
	Nakit Yaratımı	1,0	2,1	0,5	0,7	0,7	0,2	0,7	1,3	1,2	1,8
	Şirket Değeri	1,0	1,8	2,6	2,0	3,5	2,9	3,6	2,9	3,2	3,9
TCELL	Kârlılık	1,0	0,8	0,8	0,5	0,9	1,1	0,7	0,9	0,7	0,9
	Nakit Yaratımı	1,0	0,8	1,1	0,6	2,6	3,6	4,3	-0,9	1,8	0,6
	Şirket Değeri	1,0	1,2	1,3	1,1	1,4	1,4	1,8	1,4	1,4	2,4
THYAO	Kârlılık	1,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,0	0,1
	Nakit Yaratımı	1,0	25,6	14,1	44,8	36,7	36,0	41,6	89,3	195,2	277,4
	Şirket Değeri	1,0	5,6	6,0	2,8	8,4	10,1	15,0	11,5	7,9	23,6

Bu aşamada EK.1.3.'de gösterilen tablodaki en yüksek ve en düşük değerler tablonun altında ayrıca gösterilmiştir.

Tablo 11: Finansal Verilerin Değişiminde En Yüksek ve En Düşük Seviyeler

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kârlılık	En Yüksek	1,0	1,4	1,2	1,9	1,4	1,3	1,5	1,8	2,0	2,6
	En Düşük	1,0	0,8	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,6	2,2
Nakit Yaratımı	En Yüksek	1,0	2,1	2,7	1,3	2,3	3,0	3,3	3,5	6,1	7,5
	En Düşük	1,0	0,7	-0,3	-0,2	-0,9	-0,1	-0,2	-0,3	0,9	1,1
Şirket Değeri	En Yüksek	1,0	2,0	3,5	2,7	4,8	4,6	6,6	5,9	7,6	10,5
	En Düşük	1,0	1,2	1,3	0,8	1,4	1,1	1,6	1,1	1,3	1,7

Tablo 11’de gösterilen en yüksek ve en düşük seviyeleri çizgi olarak her üç finansal performans göstergesi için ve bunların ağırlıklı ortalaması ise çubuk olarak MS Excel yardımıyla Grafik 6’da gösterilmiştir.



Grafik 6: Şirketlerin Finansal Performans Eğilimleri






Grafik 6’da sunulan üç göstergenin üst limitleri logaritmik ölçek değerleri olarak MS Excel yardımıyla Tablo 12’de formül olarak sunulmuştur.

Tablo 12: Veri Seti Üst Limit Log Değerleri

Kârlılık:	$y = 0,4538\ln(x) + 0,9234$	$R^2 = 0,5208$
Nakit Yaratımı:	$y = 2,1016\ln(x) + 0,0965$	$R^2 = 0,5619$
Şirket Değeri:	$y = 3,4345\ln(x) - 0,2512$	$R^2 = 0,7867$

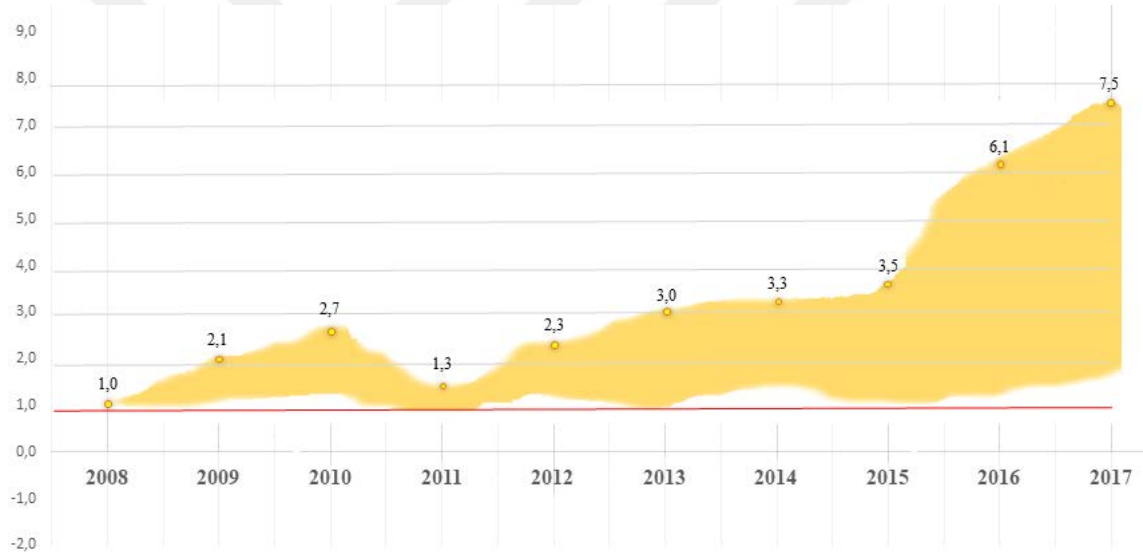
Son olarak, MS Excel yardımı ile hesaplanan ve EK1.4.'de sunulduğu üzere; şirketlerin en yüksek göstergede olan değerleri 100 puan, ilk yıla ait olan ve temel alınan 2008 değerine orantılandığında 1'den büyük olup diğerlerine göre en düşük olanlar 30 puan, bu ikisi dışında, 30-100 aralığındaki değişkenler için ağırlıklı ortalama ile puanlanan ve son olarak da negatif değerde olanlar 0 (sıfır) puan olarak nicel olarak ve bunun nitel karşılığı olan açıklaması ileri, güçlü, sınırlı ve zayıf olarak derecelendirilmiştir. Buna göre, şirketlerin sınırlı ve görece finansal performans derecelendirmesi aşağıdaki Tablo 13'te gösterilmiştir.

Tablo 13: Şirketlerin Sınırlı ve Görece Finansal Performans Derecelendirmesi

 Koç	Kârlılık	50,9	79,4	İleri
	Nakit Yaratımı	94,2		
	Şirket Değeri	93,3		
 SABANCI HOLDİNG	Kârlılık	87,5	67,8	Güçlü
	Nakit Yaratımı	45,7		
	Şirket Değeri	70,1		
 TÜRK HAVA YOLLARI	Kârlılık	4,4	61,5	Güçlü
	Nakit Yaratımı	90,0		
	Şirket Değeri	90,0		
 TÜRKİYE İŞ BANKASI	Kârlılık	67,2	40,6	Sınırlı
	Nakit Yaratımı	18,0		
	Şirket Değeri	36,5		
 TURKCELL	Kârlılık	11,1	34,2	Sınırlı
	Nakit Yaratımı	50,2		
	Şirket Değeri	41,3		

Şirketlerin finansal performans eğilimlerinin sunulduğu Grafik 7’de 2011 yılında AB’yi etkisi altına alan Euro (€) krizinin yansıması olarak genel finansal bozulmanın olası etkisi dışında diğer tüm dönemler için genel olarak yükselen bir eğilim görülmektedir. Gerek büyüme oranları gerekse en yüksek ve en düşük seviyeleri arasındaki makas sırasıyla en çok şirket değeri, nakit yaratımı ve kârlılık üzerinde etkili olmuş görülmektedir.

Bu bulgular ışığında Grafik 6: Şirketlerin Finansal Performans Eğilimleri ile Tablo 13: Şirketlerin Sınırlı ve Görelî Finansal Performans Derecelendirmesi birlikte değerlendirildiğinde aşağıda sunulan sınırlı ve görelî finansal sürdürülebilirlik güvence alanına ulaşılmıştır.



Grafik 7 Sınırlı ve Görelî Finansal Sürdürülebilirlik Güvence Alanı

Buna göre, finansal sürdürülebilirlik güvence alanı şöyle oluşmuştur: zaman serisi başlangıcı olan 2008 yılı “1” olarak temel alındığında 2017 yılına kadar devam eden yıllardaki değişimin üst limitleri finansal performans ile ilişkilendirilmiş ve sırasıyla; 1 – 2,1 – 2,7 – 1,3 – 2,3 – 3,0 – 3,3 – 3,5 – 6,1 – 7,5 olarak gözlenmiştir. Finansal sıkıntılar ile ilişkilendirmiş alt limitler 1’den büyük gözlenmiş veya en düşük 1 olarak belirlenmiştir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu çalışmada sürdürülebilirlik kavramına işletme penceresinden bakılarak finansal sürdürülebilirlik kavramı, göstergeleri ve değerlendirilmesi araştırılarak çeşitli sonuçlara ulaşılmıştır:

1. Finansal sürdürülebilirlik, “Bir işletmenin tüm paydaşlarına değer yaratmada kullandığı finansal kaynaklarından daha fazlasını geri kazanma öz yeterliliği sağlayan uzun vadeli finansal performans ve bunu tehdit eden finansal sıkıntıların önlenme güvencesidir.” kavramı ile ortaya koyulmuştur.
2. Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri; karlılık (net kar / ödenmiş sermaye), nakit yaratımı (IAS 7, yaratılan net nakit) ve şirket değeri (pay fiyatı x pay sayısı) olarak önerilmiş ve şirketlerin değerlendirilmesinde kullanılmıştır.
3. Finansal sürdürülebilirlik değerlendirilmesi; araştırmada seçilen beş şirketin 2008-2017 yıllarına ilişkin finansal sürdürülebilirlik göstergelerine bakıldığında sınırlı ve göreceli olarak finansal sürdürülebilirlik güvence alanı oluşturulmuştur.
4. Finansal sürdürülebilirlik güvence alanı ikili yaklaşım ile değerlendirilen finansal sürdürülebilirliğin üst limitleri; finansal performans ve alt limitleri; finansal sıkıntı arasında kalan bölgeyi ifade etmektedir. 2008 yılının temel kabul edilmesi ve “1” olarak gösterilmesi ile 2017 yılına kadar üst limitler, finansal performans sırasıyla 1 – 2,1 – 2,7 – 1,3 – 2,3 – 3,0 – 3,3 – 3,5 – 6,1 – 7,5 olarak gözlenmiştir. Bu yaklaşıma göre alt limitler “1” ve üzeri değerlerde gözlenmiştir. Alt limitlerin “<1” (birden küçük) değerlerde ilerlemesi finansal sıkıntılara yaklaşıldığı anlamına geldiğinden beklenen değerler “1” ve üzeri seviyelerdedir.
5. Araştırmada ortaya çıkarılan güvence aralığına göre; KCHOL: 79,45 puan ile ileri düzey, SAHOL: 67,75 puan, THYAO: 61,47 puan ile güçlü düzey, ISCTR: 40,57 puan ve TCELL: 34,20 puan ile sınırlı düzeyde finansal sürdürülebilirlik güvence alanında olduğu gözlenmiştir.
6. THYAO her ne kadar 64,47 puan ile güçlü düzeyde derecelendirilse de 90,0 puan alan nakit yaratımı ve şirket değeri karşısında 4,4 puan alan karlılık performansı ile finansal sıkıntı tehdidine karşı finansal yönetim danışmanlığı ile desteklenmesinin iyi olduğu düşünülmektedir.

7. TCELL: 34,20 puan ile sınırlı düzeyde değerlendirilmiş ve nakit yaratımı 50,2 puan, şirket değeri 41,3 puan almış ancak karlılık 11,1 puan ile THYAO sonrası finansal sıkıntı tehdidine en yakın ikinci şirket olarak gözlenmiş ve THYAO ile benzer şekilde finansal yönetim danışmanlığı ile desteklenmesinin iyi olduğu öneri olarak düşünülmektedir.
8. Finansal sürdürülebilirlik göstergelerinin üçünün birlikte hem geçmiş hem de geleceğe ilişkin tahmini finansal veriler ile kullanımı finansal performans ve finansal sıkıntı değerlendirmesinde şirketlere finansal yönetim aracı olarak tavsiye edilir. Ancak geleceğe ilişkin tahminlerde makroekonomik dinamiklerin kıyaslanacak dönem ile benzer olması varsayımı ihmal edilmemelidir.
9. Araştırma sonuçları literatür açısından değerlendirildiğinde; finansal sürdürülebilirlik kavramı, göstergeleri, değerlendirilmesi literatür ile paralel olmakla birlikte finansal sürdürülebilirlik güvence alanı da dahil edilerek bütünsel bir yaklaşımla ele alınan finansal sürdürülebilirlik çalışması özgün ve dinamik olduğu söylenebilir.
10. Literatürde¹⁵ ileri sürüldüğü üzere nakit yaratımı gelecekteki belirsizlikler ve yatırımcıların risk algısı üzerinden şirketlerin piyasa değerini etkilediği gibi özkaynak maliyeti ve özkaynak kârlılığı, şirketin büyüme derecesini de etkileyerek sonuç olarak ekonomik katma değer yaratımı üzerine belirleyici olmaktadır. Başka bir ifadeyle finansal performans göstergeleri olarak belirlenen kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri döngüsel olarak birbiriyle ilişkilidir. Araştırma bulgularında finansal performansı temsil eden üst limitlerin tamamının nakit yaratımı göstergesi olarak finansal sürdürülebilirlik güvence alanının oluşmasında etkili olduğu gözlenmiştir. Sonuç olarak bahsi geçen önceki araştırmaların ileri sürdükleri bu araştırma ile sınırlı ve göreceli olarak doğrulanmıştır.
11. Gelecekteki araştırma ve uygulamalara öneri olarak; bu araştırma ile ortaya koyulan bulguların daha fazla araştırmaya ve işletmelerin uygulamalarına konu edilerek daha genellenebilir sonuçlar elde edilmesi önerilmektedir.

¹⁵ Milbourn ve Thakor (1997), Damodaran (2002), Meitner (2006), Espinoza ve Morris (2013)

- 12.** Finansal sürdürülebilirlik uygulamaları ve kamuya sunulan çeşitli raporlama ve açıklamaların günümüzdeki gönüllü yapısının finansal hukuk¹⁶ düzenlemeleri ile geliştirilmesi, bağımsız denetime tabi hale getirilmesi ve yeşil yıkamanın önlenmesi önerilmektedir. Ayrıca bu çerçevede işletmelerin ve paydaşlarının finansal sürdürülebilirlik farkındalığının artırılması¹⁷ önerilmektedir.
- 13.** Son olarak, finansal sürdürülebilirlik göstergeleri ile şirketlerin derecelendirilmesi sürecinde göstergelerin ağırlıklı ortalamalarının hesaplanarak belirlenmesi ve yeniden derecelendirilmesi ile benzeri yeni bir araştırma yapılabilir.
- 14.** Geleceği öngören alternatif ölçüm yöntemleri ile yeni finansal sürdürülebilirlik modelleri geliştirilebilir.

¹⁶ Laszlo (2003) ve Waygood (2011) tarafından da önerilmiştir.

¹⁷ ESMA (2018) tarafından da önerilmiştir.

KAYNAKLAR

- Abate, G. T., Borzaga, C., & Getnet, K. (2013). Financial Sustainability And Outreach Of Microfinance Institutions In Ethiopia: Does Organizational Form Matter? Euricse Working Paper.
- Adams, C. (2015). "Sustainability and the Company of the Future", Reinventing the Company in the Digital Age, Çevrimiçi: <https://www.bbvaopenmind.com/wp-content/uploads/2015/02/BBVA-OpenMind-Sustainability-and-the-Company-of-the-Future-Carol-A-Adams.pdf> Erişim: 15.04.2019
- Aggarwal, P. (2013). Impact of Sustainability Performance of Company on its Financial Performance: A Study of Listed Indian Companies, Global Journal of Management and Business Research Finance, 13(11) ISSN: 0975-5853
- Akarçay, Ç. (2014). Sürdürülebilirlik Muhasebesi Standartları Kurulu. Marmara Üniversitesi Öneri Dergisi, 11(42), 1-11.
- Alfani, L., Rustandar, I. (2013). The Impact of Inflation to Private Banking Profitability. International Journal of Science and Research, 2(3), 469-473.
- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2017). "The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential" Çevrimiçi: https://www.researchgate.net/publication/323152161_The_Impact_of_Sustainability_Practices_on_Corporate_Financial_Performance_Literature_Trends_and_Future_Research_Potential/stats Erişim: 09.03.2019
- Altınay, A. (2019). "Sürdürülebilir Raporlama", "Türkiye'de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları" Gazi Kitabevi, Mart 2019, ISBN: 978-605-344-907-2, s.127
- Altman, I. E. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy. The Journal of Finance, 23(4), 589-609 revize (2000). "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta Models"

- Altman, I. E. (1977). Haldeman, R.G.; Narayanan, P. Zeta analysis: A new model to identify bankruptcy risk of corporations. *Jornal of Banking and Finance*, 1, 29-54.
- Ameer, R., Othman, R. (2012). Sustainability Practices and Corporate Financial Performance: A Study Based on the Top Global Corporations. *Journal of Business Ethics*, 108(1), 61-79.
- Antia, M., Pantzalis, C. & Park, J. C. (2010), CEO Decision Horizon and Firm Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Corporate Finance*, 16, 288-301.
- Aracı, H. & Yüksel, F. (2016). Şeffaflık ve Hesap verebilirliğin Sağlanması Sürdürülebilirlik Raporları: BIST Sürdürülebilirlik Endeksindeki İşletmelerin Sürdürülebilirlik Raporlarının İncelenmesi. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 18, (Özel Sayı-1), 103-131.
- Arabsalehi, M. & Mahmoodi, I. (2012). The Quest for the Superior Financial Performance Measures. *International Journal of Economics and Finance*, 4,(2).
Çevrimiçi: <https://www.researchgate.net/publication/228449137> Erişim: 18.05.2019
- Aras, G. & Crowther, D. (2008). "Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability", *Management Decision*, Vol. 46 Issue: 3, pp.433-448,
<https://doi.org/10.1108/00251740810863870>
- Arista, Çevrimiçi: <http://www.aristastandard.org/content/home.html> Erişim: 11.12.2018
- Avrupa Komisyonu. (2017). "Financing A Sustainable European Economy", Interim Report, July 2017 By the High-Level Expert Group on Sustainable Finance Secretariat provided by the European Commission, p.12 Çevrimiçi: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/170713-sustainable-finance-report_en.pdf Erişim: 16.04.2019

- Avrupa Komisyonu. (2019). “Capital Markets Union: Commission welcomes agreement on sustainable investment disclosure rules”, Çevrimiçi: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-1571_en.htm Erişim: 17.04.2019
- Avrupa Komisyonu. (2019). “Non-financial reporting” https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/non-financial-reporting_en
- Aytekin, S. & Erol, A. F. (2018) “Finansal Performans Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansının Temel Belirleyicisi Midir? BIST Sürdürülebilirlik Endeksinde Aras Yöntemi İle Bir Uygulama”, UIIID-IJEAS, (17. ÜİK Özel Sayısı):869-886
- Azarenkova, G., Golovko, O. & Abrosimova, K. (2018). “Management of Enterprise’s Financial Sustainability and Improvement of Its Methods” *Journal of Accounting and Financial Control*, 2(1), 2544-1450
- Aziz, A. & Rosen, D. (2004). “The Professional Risk Managers’ Handbook: A Comprehensive Guide to Current Theory and Best Practices”, volume 3. PRMIA Institute. Edited by Carol Alexander and Elizabeth Sheedy.
- Bakoğlu, R. (2010). Çağdaş Stratejik Yönetim, ISBN 978-605-377-328-3, s. 258, 260, 261, 273
- Bansal, P. (2005). “Evolving Sustainably: A Longitudinal Study of Corporate Sustainable Development”, *Strategic Management Journal*, 26(3), 197-218.
- Bansal, P. & Song, H.C. (2017). “Similar But Not The Same: Differentiating Corporate Sustainability From Corporate Responsibility”, *Acad. Manag. Ann.* 11 (1) 105–149.
- Baradihi, F. (2012). “An Exploratory Case Study on the Influence of Sustainability on Employee Engagement”, Doctora Thesis, Lawrence Technological University, College of Management, Michigan, ABD.

- Basu, D., Misra, A. & Puppala, A. J., (2015), “Sustainability and Geotechnical Engineering – Perspectives and Review”, *Canadian Geotechnical Journal*, 52, 96-113
- Bayoud, N. S., Kavanagh, M. & Slaughter, G. (2012). Corporate Social Responsibility Disclosure and Corporate Reputation in Developing Countries: The Case of Libya. *Journal of Business and Policy Research*, 7(1), 131-60
- Beaver, W. H. (1966) Financial Ratios As Predictors of Bankruptcy. *J. Account. Res.* 1966, 4, 71–102.
- Beaver, W. H. (1968) Market Prices, Financial Ratios, And The Prediction of Failure. *J. Account. Res.*, 8, 179–192.
- Beaver, W. H., Correia, M. & McNichols, M. F. (2010). Financial Statement Analysis and the Prediction of Financial Distress, *Foundation and Trends in Accounting*, vol. 5, no 2, pp 99-173
- Begley, J., Ming, J. & Watts, S. (1997). Bankruptcy Classification Errors in the 1980s: An Empirical Analysis of Altman's and Ohlson's Models, *Review of Accounting Studies* 1(4):267-284 Çevrimiçi: <https://www.researchgate.net/publication/227079468> Erişim: 14.03.2019
- Beloff B., Lines M. & Tanzil, D.E. (2005). “Transforming Sustainability Strategy into Action: the Chemical Industry”. Wiley-Interscience
- Benn, S., Dunphy, D. & Griffiths, A. (2006). “Enabling Change for Corporate Sustainability: An Integrated Perspective”, *Australasian Journal of Environmental Management*, 13, 156-165.
- Berger, A. N. (1995). The Profit-Structure Relationship in banking Tests of Market Power and Efficient-Structure Hypotheses, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.27,N.2, pp.404-431

- Berns, M., Townend, A., Khayat Z., Balagopal, B., Reeves, M., Hopkins, M. & Kruschwitz, N. (2009). "The Business of Sustainability: Results and Insights from the First Annual MIT Sloan Management Review Global Sustainability Survey" (How Sustainability Affects Value Creation, p.24)
- BIST (2019), Çevrimiçi: <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/surdurulebilirlik-endeksi> Erişim: 01.01.2019.
- Blackburn, W. R. (2007). *The Sustainability Handbook: The Complete Management Guide to Achieving Social, Economic and Environmental Responsibility*, Earthscan, U.K. and U.S.A.
- Bogan, V. (2012). Capital Structure And Sustainability: An Empirical Study Of Microfinance Institutions. *Review of Economics and Statistics*, 94(4), 1045-1058. https://doi.org/10.1162/REST_a_00223
- Bonbright, J. (1965). *Valuation of Property*, Vol. 1, Charlottesville
- Bonini, S.M., McKillop, K. & Mendonca, L.T. (2006). "The Trust Gap Between Consumer And Corporations", *The McKinsey Quarterly*, Number 2.
- Boulouta, I. & Pitelis, C. (2013). "Who Needs CSR? The Impact of Corporate Social Responsibility on National Competitiveness", *Journal of Business Ethics* 119, February 2013 Çevrimiçi: <https://www.researchgate.net/publication/256053168> Erişim: 15.04.2019
- Bowman, W. (2011). "Financial Capacity and Sustainability of Ordinary Nonprofits," *Nonprofit Management and Leadership*, Vol. 22, No. 1, Fall 2011, p. 37–51.
- Brammer, S., Brooks, C. & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, 35(3). Retrieved from Çevrimiçi: https://www.jstor.org/stable/30137803?seq=1#page_scan_tab_contents Erişim: 12.12.2018

- Bruegel, (2017). Investing For The Common Good: A Sustainable Finance Framework, by Dirk Schoemaker Çevrimiçi: <http://bruegel.org/2017/07/how-to-make-finance-a-force-for-sustainability/> Erişim: 07.05.2019
- Buys, P., Oberholzer, M., & Andrikopoulos, P. (2011). An Investigation of The Economic Performance of Sustainability Reporting Companies Versus Non-Reporting Companies: A South African Perspective. *Journal of Social Sciences*, 29(2), 151-158
- Casey, C. (2000). *Unternehmensbewertung und Marktpreisfindung*, Wiesbaden.
- Chauvey, J.N., Giordano-Spring, S., Cho, C.H. & Patten, D.M. (2015). The Normativity And Legitimacy of CSR Disclosure: Evidence form France. *J Bus Ethics* 130(4), 789-803.
- Chen, L. (2015). Sustainability And Company Performance: Evidence From The Manufacturing Industry, PhD Thesis - Linköping University Studies in Science and Technology Dissertations No. 1698 Çevrimiçi: <https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:851142/FULLTEXT01.pdf> Erişim: 12.03.2019
- Cheng, J.H., Yeh, C.H. & Chiu, Y.W. (2007). “Improving Business Failure Predication Using Rough Sets with Non-financial Variables. In Proceedings of the International Conference on Adaptive and Natural Computing Algorithms”, Warsaw, Poland, 11–14
- Cho, C. H., & Patten, D. M. (2007). The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note. *Accounting, Organizations and Society*, 32(7), 639–647.
- Cho, C.H., Patten, D.M. & Roberts, R.W., (2006). Corporate Political Strategy: An Examination of The Relation Between Political Expenditures, Environmental Performance, And Environmental Disclosure. *J Bus Ethics* 67(2), 139-154 Cilt.30, Sayı.8, 4985-5008.

- Clarkson, P. M., Overell, M. B. & Chapple, L. (2008). Revisiting The Relation Between Environmental Performance And Environmental Disclosure: An Empirical Analysis. *Accounting, Organizations and Society*, 33(4), 303–327.
- Cohen, M. A., Fern, S. A. & Konar, S. (1997). Environmental and Financial Performance: Are They Related? Working Paper. Çevrimiçi: <https://www.researchgate.net/publication/251170815> Erişim: 07.05.2019
- Collin, R. M. & Collin, R. W. (2010). *Encyclopedia of Sustainability*. Santa Barbara, California: ABC-CLIO, LLC.
- Çetin, Ç.K., Varan, S. & Fişkın, C.S. (2015). “Sürdürülebilirlik Raporlamasında Paydaş Katılımı: Türkiye’deki Firmaların Analizi”, *Ege Stratejik Araştırmalar Dergisi*, Cilt: 6, Sayı 1, 9-35
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*, 2nd edition, New York.
- Davis, I. (2005). The Biggest Contract. *The Economist*, 28 May. London.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. & Yang, Y. G. (2011). Voluntary Non-Financial Disclosure And The Cost Of Equity Capital: The İnitiation Of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86 (1), 59-100.
- Diwekar, U. M. & Cabezas, H. (2012). *Sustainability: Multi-disciplinary Perspectives* Çevrimiçi: <http://www.marmara-elibrary.com/edsDetails?An=500778&dbId=nlebk> Erişim: 11.05.2019
- Doane, D. & MacGillivray, A. (2001). *Economic Sustainability The Business of Staying In Business*, 1-52 New Economics Foundation, London, çevrimiçi:[http://dx.doi.org/10.1016/S0921-8009\(03\)00102-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0921-8009(03)00102-2) Erişim: 07.01.2019
- Dollery, B.E. (2009). *Financial Sustainability in Australian Local Government: Problems and Solutions*. Working Paper, University of New England, Armidale, Çevrimiçi: https://www.une.edu.au/__data/assets/pdf_file/0006/16791/03-2009.pdf Erişim: 18.12.2018

- Donegan, M. C. (2002). "Growth And Profitability, Optimizing the Finance Function for Small and Emerging Businesses" Çevrimiçi: <https://epdf.tips/growth-and-profitability6cf56fc7f10ae0392350e70e9d38fb7f17000.html> Erişim: 16.05.2019
- Dopico, L. G. (2016). Credit Unions: Financial Sustainability and Scale, Filene Research Institute, Çevrimiçi: <https://www.researchgate.net/publication/303687702> Erişim: 09.03.2019
- Drexhage J. & Murphy D. (2010). "Sustainable Development: From Brundtland To Rio 2012", Background paper for the high level panel on global sustainability, United Nations, New York.
- Dunphy, D., Griffiths, A. & Benn, S. (2003). "Organizational Change For Corporate Sustainability: A Guide For Leaders and Change Agents of The Future", London: Routledge
- Dyllick, T. & Hockerts, K. (2002). "Beyond the Business Case for Corporate Sustainability", Business Strategy and the Environment, Vol. 11, p. 130-141, University of St. Gallen, Switzerland, INSEAD, Fontainebleau, France
- Dyllick, T. & Muff, K. (2015). Clarifying the Meaning of Sustainable Business: Introducing a Typology From Business-as-Usual to True Business Sustainability, Organization and Environment 1–19
- EC (2003). European Commission, "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 Çevrimiçi: http://www.ecgi.org/commission/documents/governance_consult_responses_en.pdf Erişim:15.04.2019
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2012). The Impact of A Corporate Culture Of Sustainability On Corporate Behavior And Performance (No. w17950). National Bureau of Economic Research

- Eiris (2015). Çevrimiçi: <http://www.vigeo-eiris.com/about-us/> Erişim: 19.04.2019, <https://surdurulebilirlik.garanti.com.tr/media/1062/bist-surdurulebilirlik-endeksi-arastirma-metodolojisi-aralik-2015.pdf>
- Eiris (2019). “Metodoloji ve Kalite Güvencesi” Çevrimiçi: <http://www.vigeo-eiris.com/about-us/methodology-quality-assurance/?lang=en> Erişim: 06.07.2019
- Ekins, P., Simon S., Deutsch, L., Folke C. & Groot, R. D. (2003). A Framework For The Practical Application of The Concepts of Critical Natural Capital And Strong Sustainability. *Ecological Economics* 44(2–3):165–185
- Elkington, J. (1998). *Cannibals With Forks*. Gabriola Island, BC, Canada: New Society Publishers
- Elkington, J. (2004). “Enter the Triple Bottom Line”, In *The Triple Bottom Line, Does It All Add Up?: Assessing the Sustainability of Business and CSR*, ed. A. Henriques and J. Richardson, Earthscan Publications Ltd., London, 1-16.
- Endrikat, J., Guenther, E. & Hoppe, H. (2014). Making Sense Of Conflicting Empirical Findings: A Meta-Analytic Review of The Relationship Between Corporate Environmental And Financial Performance. *Eur. Manag. J.* 32, 735–751. (çapraz atıf)
- Engels, W. (1962). *Betriebswirtschaftliche Bewertungslehre im Licht der Entscheidungs-theorie*, Cologne.
- ESMA, (2018). Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasa Otoritesi 19.12.2018 Çevrimiçi: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-integrating-sustainability-risks-and-factors-in-mifid-ii> Erişim: 17.04.2019
- ESMA, (2019). Alternatif Performans Göstergeleri, Çevrimiçi: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-final-guidelines-alternative-performance-measures> Erişim: 17.04.2019

- Espinoza, R.D., & Morris, J.W.F. (2013). "Decoupled NPV: A Simple, Improved Method To Value Infrastructure Investments", *Construction Management and Economics*, 31, 471-496
- Fama, E.F. (1980). "Agency Problems And The Theory of The Firm", *Journal of Political Economics*, 88 (2) p.288-307
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). "Separation of Ownership And Control" *Journal of Law Economics* 26 (2), p.301-325
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press, New York. (1984-2010)
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman Publishing
- Freeman, R. E. (2007). Jeffrey Harrison, and Andrew Wicks *Managing for Stakeholders*, New Haven: Yale University Press.
- Gerber, M. E. (1996). *The E-Myth Revisited: Why Most Contractors' Businesses Don't Work and What to Do About It*.
- Giovannoni, E. & Fabietti, G. (2014). "What Is Sustainability? A Review of the Concept and Its Applications", Article by Department of Business and Law, University of Siena, Siena, Italy
- Gladwin, T. N., Kennelly, J. J. & Krause, T. (1995). "Shifting Paradigms for Sustainable Development: Implications for Management Theory and Research", *Academy of Management Review*, 20(4), 874-907.
- Global Sustainable Investment Review – 2018 (2019). Çevrimiçi: http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf
Erişim:15.04.2019

Gras, D. & Mendoza-Abarca, K.I. (2014). Risky business? The survival implications of exploiting commercial opportunities by nonprofits. *Journal of Business Venturing* 29, 392–404.

Grégoire, L., Lai, V. S. & Soumaré, I. (2009). “Economic Capital for Bond Insurers”, *The Journal of Fixed Income* · January 2009 Çevrimiçi: https://www.researchgate.net/publication/240315660_Economic_Capital_for_Bond_Insurers Erişim: 15.05.2019

GRI – 201, Erişim: 17.01.2019 Çevrimiçi: <https://www.globalreporting.org/standards/media/1039/gri-201-economic-performance-2016.pdf>

GRI 2025 Erişim: 17.01.2019 Çevrimiçi: <https://www.globalreporting.org/information/Pages/Reporting-2025.aspx>

GRI G4 (2015). *GRI G4 Sustainability Reporting Guidelines* Çevrimiçi: <https://www2.globalreporting.org/standards/g4/Pages/default.aspx> ve <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/grig4-part1-reporting-principles-and-standard-disclosures.pdf> Erişim:15.04.2019

GRI (2019) Çevrimiçi: <https://www.globalreporting.org/standards> Erişim: 17.04.2019

Gustafson, D. J. (1994) ‘Developing Sustainable Institutions: Lessons From Cross-Caseanalysis of 24 Agricultural Extension Programmes’, *Public Administration and Development*, vol 14, pp121–134

Habbard, P. (2011). “The Stewardship of European Workers” capital in times of crisis, *Trasfer*, 17 (1), Çevrimiçi: <https://www.jus.uio.no/ifp/english/research/projects/sustainable-companies/events/conferences/abstracts/vitols-session6-draftPaper.pdf> p.59-74 Erişim:15.04.2019

- Hahn, T. & Figge, F. (2011). Beyond the Bounded Instrumentality in Current Corporate Sustainability Research: Toward an Inclusive Notion of Profitability. *J. Bus. Ethics* 104, 325–345. (çapraz atıf)
- Hák, T., Moldan, B. & Dahl, A. L. (2007). Sustainability Indicators, A project of SCOPE, the Scientific Committee on Problems of the Environment, of the International Council for Science
- Hardi, P. & Zdan, T. IISD (1997). “Assesing Sustainable Development, The International Institute for Sustainable Development: Principles in Practice”
- Hart, S.L. (1995). A Natural-Resource-Based View of The Firm. *Academy of Management Review* 20: 986-1014.
- Hartarska, V., Shen, X., & Mersland, R. (2013). Scale Economies And Input Price Elasticities In Microfinance Institutions. *Journal of Banking and Finance* 37(1), 118-131. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.08.004>
- Herrmann, V. (2002). *Marktpreisschätzungen Mit Kontrollierten Multiplikatoren*, Lohmar.
- Hicks JR. (1946). *Value and Capital*. Clarendon: Oxford.p. 172
- Hockerts, K. (1999). “The Sustainability Radar: A Tool For The Innovation of Sustainable Products and Services”, *Greener Management International*, Spring: 29-49
- Holloway, R. (2001). *Towards Financial Self-Reliance: A Handbook On Resource Mobilization For Civil Society Organizations In The South Earthscan*.
- Hu, H. & Sathye, M. (2015). “Predicting Financial Distress in the Hong Kong Growth Enterprises Market from the Perspective of Financial Sustainability”, Çevrimçi: www.mdpi.com/journal/sustainability Erişim: 11.01.2019
- Hummel, K. & Schlick, C. (2016). “The Relationship Between Sustainability Performance And Sustainability Disclosure – Reconciling Voluntary Disclosure

- Theory And Legitimacy Theory” Journal of Accounting and Public Policy, Volume 35, Issue 5, September–October 2016, Pages 455-476, Çevrimiçi: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0278425416300333> Erişim: 14.05.2019
- Hunt, S.D. (2011). “Sustainable Marketing, Equity And Economic Growth: A Resource-Advantage, Economic Freedom Approach”, Journal of the Academy of Marketing Science, 39, 7-20
- Iezza, P. (2010). Financial Sustainability of Microfinance Institutions (MFIs): An Empirical Analysis. Master’s Thesis, Copenhagen Business School, Copenhagen, Denmark, 2010.
- Iezza, P., & La C. L. (2010). Financial Sustainability of Microfinance. Copenhagen: Copenhagen Business School.
- IISD, (2019) International Institute for Sustainable Development Çevrimiçi: <https://www.iisd.org/blog/geneva-sustainable-finance> Erişim: 16.05.2019
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) (2000), IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), Die Wirtschaftsprüfung, 825-842.
- Jacques, P. (2014). “Sustainability: The Basics”. Routledge s.19
- Jaensch, G. (1966). Wert und Preis der ganzen Unternehmung, Cologne.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). “Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure”, Journal of Financial Economics 3 (4) pp.305-360.
- Jensen, M. C. & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives, Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 2 (Apr., 1990), pp. 225-264 Çevrimiçi: <https://www.jstor.org/stable/2937665?> Erişim: 17.05.2019

- Johnson, W.B., Natarajan, A. & Rappaport, A. (1985). Shareholder Returns And Corporate Excellence. *Journal of Business Strategy*, 6(2): 52–62.
- Jones, S. (2005). Notes of the University of Sydney, Pacioli Society. *Abacus*, 41(2), 211-216
- Kinde, B. A. (2012). Financial Sustainability of Microfinance Institutions (MFIs) in Ethiopia. *European Journal of Business and Management*, 4(15), 1-11.
- King M. E. (2018). Çevrimiçi: <https://www.ft.com/content/e0eb2a72-ddfb-11e8-b173-ebef6ab1374a?segmentid=acee4131-99c2-09d3-a635-873e61754ec6> Financial Times by Adrienne Klasa, 05.12.2018, Erişim: 11.12.2018
- Kong, N.T., Salzmann, O., Steger, U. & Ionescu-Somers, A. (2002). “Moving Business/Industry Toward Sustainable Consumption: The Role of NGOs. *European Management Journal*, Çevrimiçi: <https://epdf.tips/business-logic-for-sustainability-an-analysis-of-the-food-and-beverage-industry.html> Erişim: 14.05.2019
- Kossovsky, N. (2012). “Reputation, Stock Price, and You: Why the Market Rewards Some Companies and Punishes Others” Çevrimiçi: books.google.com.tr/books?id=MsJAVHeYWzsC&printsec Erişim: 16.05.2019
- Kuo, H.C., Wang, L.H., Sheu, H.J. & Li, F.K. (2003). “Credit Evaluation For Small And Medium-Sized Enterprises By The Examination of Firm-Specific Financial Ratios And Non-Financial Variables: Evidence From Taiwan”. *Rev. Pac. Basin Financ. Mark. Policies*, 6, 5–20
- Kuşat, N. (2019). “Bir Kalkınma Anlayışı Olarak Sürdürülebilirlik”, “Türkiye’de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları” Gazi Kitabevi, Mart 2019, ISBN: 978-605-344-907-2
- Künnemann, M. (1985). *Objektivierte Unternehmensbewertung*, Frankfurt/M.

- Lankowski, L. (2000). *Determinants of Environmental Profit: An Analysis Of The Firm-Level Relationship Between Environmental Performance And Economic Performance* (Helsinki: Helsinki University of Technology).
- Larrinaga, C., Carrasco, F., Correa, C., Llena, F. & Moneva, j.M. (2002). *Accountability And Accounting Regulation: The Case of The Spanish Environmental Disclosure Standard*. *Eur. Account. Rev.* 11(4), 723-740.
- Laszlo, C. & Zhexembayeva, N. (2011). “Embedded Sustainability: The Next Big Competitive Advantage”, Stanford University Press and Greenleaf Publishing
- Laszlo, C. (2003). *The Sustainable Company: How To Create Lasting Value Through Social and Environmental Performance*, Washington D.C. Island Press. Paperback
- Lebas, M. J. (1995). *Performance Measurement And Performance Management*. *International Journal of Production Economics*, 41(1-3), 23–35.
- León, P. (2001). *Four Pillars of Financial Sustainability*. Nature Conservancy
- Lewis, D. (2003). *NGO’s, Organizational Culture, And Institutional Sustainability*. *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* 590, 212–226
- Li, Y., Richardson, G.D. & Thornton, D.B. (1997). *Corporate Disclosure of Environmental Liability Information: Theory And Evidence*. *Contemp Account Res* 14(3), 435-474.
- Linnenluecke, M. K. & Griffiths, A. (2010). “Corporate Sustainability And Organizational Culture”, *Journal of World Business*, 45, 357-366. Çevrimiçi: www.researchgate.net/publication/222417155 Erişim: 14.05.2019
- Loistl, O. (1994). *Kapitalmarkttheorie*, 3rd edition, Munich.
- López M. V., Garcia A. & Rodriguez L. (2007). *Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index*, *Journal of Business Ethics*, 75 s.285–300

- Lundstrum, L. L. (2002). "Corporate Investment Myopia: A Horserace of the Theories", Journal of Corporate Finance, 8, 353-371
- Marmara Üniversitesi E-Library (2019). Çevrimiçi: <http://www.marmara-elibrary.com/discovery> Erişim: 19.04.2019
- Marwa, N., & Aziakpono, M. (2015). Financial Sustainability of Tanzanian Saving And Credit Cooperatives. In Presented at REPOA's 19th annual research workshop. Dar es salaam, Tanzania.
- Mattioda, D. & Chen, H. (2007). "Who- and What- Is Profitable?" Çevrimiçi: www.researchgate.net/publication/303245223 Erişim: 16.05.2019
- Mayer, A.L. (2008). Strengths And Weaknesses of Common Sustainability Indices For Multidimensional Systems Env. Int., v.34 (2), p.277. Çevrimiçi: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0160412007001833> Erişim: 15.05.2019
- Mayer, C. (2008). Trust in Financial Markets. European Financial Management (EFM) Volume 14, Issue 4,
- Meadows, D. H., Dennis L. Meadows, Jorgen Randers & William W. B. (1972). "Limits to Growth, Report the Club of Rome", Universe Books, New York Çevrimiçi: <http://donellameadows.org/wp-content/userfiles/Limits-to-Growth-digital-scan-version.pdf> Erişim:15.04.2019
- Meitner, M. (2006). "The Market Approach to Comparable Company Valuation" Çevrimiçi: books.google.com.tr/books?id=HFAcOLdoaFoC&pg= Erişim: 16.05.2019
- Mercan Y. & Akgüneş A. O. (2017). Altman Z Modeli Kullanılarak Finansal Başarısızlık Tahmini: BIST Bilişim Endeksi Firmaları Üzerine Bir Uygulama, 12-13 Mayıs 2017, Edirne Uluslararası Ekonomi Araştırmaları ve Finansal Piyasalar Kongresi, Detay Yayıncılık Ankara, ISBN : 978-605-9440-72-1

- Mertins, K. & Orth, R. (2011). Integrating Intellectual Capital And Sustainability Management: Perspectives For The Internal Management And External Reporting In Small And Medium Sized Enterprises. Proceedings of the 3rd European Conference on Intellectual Capital, April 18-19, 2011, University of Nicosia, Cyprus, pp: 527-536.
- Merton, R. and Perold, A. (1993). Theory of Risk Capital in Financial Firms. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(3):16–32.
- Milbourn, T. T. (1996). "The Executive Compensation Puzzle: Theory and Evidence," IFA Working Paper No, 235, London Business School.
- Milbourn, T. T. & Thakor, A.V. (1997). "The Search for the Best Financial Performance Measure", *Financial Analysts Journal* · May Çevrimiçi: <https://www.researchgate.net/publication/247998485> Erişim: 16.05.2019
- Milbourn, T. T., Thakor, A. V., Boquist J. & Bacidore, J. (1997). The Search for the Best Financial Performance Measure, *Financial Anaiysts Journail*, Çevrimiçi: <https://apps.olin.wustl.edu/faculty/milbourn/MilbournFAJ.pdf> Erişim: 17.05.2019
- Mitchell, M., Curtis, A. & Davidson, P. (2007). "Can The 'Triple Bottom Line' Concept Help Organisations Respond To Sustainability Issues? Çevrimiçi: <https://www.researchgate.net/publication/228504135> Erişim: 11.01.2019
- Moneva, J. M., & Ortas, E. (2008). "Are Stock Markets Influenced By Sustainability Matter? Evidence From European Companies." *International Journal of Sustainable Economy*, 1(1), 1-16.
- Moore, M. H. (2000). "Managing for Value: Organizational Strategy in for-Profit, Nonprofit, and Governmental Organizations," *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, Vol. 29, No. 1, p.183–204.
- Moxter, A. (1983). *Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung*, 2nd edition, Wiesbaden.

- Moxter, A. (1983). Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2nd edition, Wiesbaden.
- Muenstermann, H. (1970). Wert und Bewertung von Unternehmen, 3rd edition, Wiesbaden.
- Munasinghe, M. (2001). “Sustainable Development and Climate Change: Applying the Sustainomics Transdisciplinary Meta-Framework”, International Journal of Global Environmental Issues, 1(1): 15-55, doi:10.1504/IJGENVI.2001.000970.
- Muriithi, C.W. (2014). Factors That Determine Sustainability of Non Profit Organizations in Kenya (PhD Thesis). United States International University-Africa.
- Myers, S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, 147-175.
- Burhan, N. A. H., & Rahmanti, W. (2012). The Impact of Sustainability Reporting on Company Performance. Journal of Economics, Business, and Accountancy| Ventura, 15(2), 257-272.
- Narlı, N. & Zülfikar, H., (2016). “Turkey Sustainability Reporting National Review Report, Feb. 2016 Çevrimiçi: <http://tisk.org.tr/en/wp-content/uploads/2016/04/CSR.pdf> Erişim: 15.04.2019
- Nemli, E. (2004). “The Status Of Corporate Sustainability in Turkish Companies” Çevrimiçi: <http://opim.wharton.upenn.edu/gc/philadelphia/abstract/Nemli.pdf> Erişim: 06.05.2019
- Norton, D. P. & Kaplan, R. S. (1992). “The Balanced Scorecard—Measures that Drive Performance” Çevrimiçi: <https://hbr.org/1992/01/the-balanced-scorecard-measures-that-drive-performance-2> “Balanced Scorecard” (2000) http://www.arage.com/wp-content/uploads/2013/02/balanced_scorecard.pdf Erişim: 19.06.2019
- Nowak, K. (2000). Marktorientierte Unternehmensbewertung, Wiesbaden.

- Nyamsogoro, G. D. (2010). Financial Sustainability of Rural Microfinance Institutions In Tanzania (Ph.D. thesis, University of Greenwich, Australia)
- OECD, (2004). “Sustainable Development International Measurements” OECD and IISD - International Institute Sustainable Developemnt, Çevrimiçi: <http://www.oecd.org/site/progresskorea/44100760.pdf> Erişim: 16.05.2019
- Ohlson, J. (1991). The Theory of Value and Earnings, and an Introduction to the Ball-Brown Analysis, Contemporary Accounting Research, 1-19.
- Ohlson, J. (1980). Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. J. Account. Res., 18, 109–131.18. Çevrimiçi: <https://www.jstor.org/stable/pdf/2490395.pdf> Erişim: 14.03.2019
- Oka, R. & C. Kusimba (2008). The archaeology of trading systems, part 1: towards a new trade synthesis, Journal of Archaeological Research 16: 339–395
- Omeri, K. L. (2015). Factors Influencing Financial Sustainability Of Nongovernmental Organizations: A Survey Of NGOs In Nakuru County, Kenya.
- Özbay, E. (2016). “Halka Arzlarda Kullanılan Firma Değerleme Yöntemlerinin Etkinliği” İst. Üniv., SBE, İşletme A.B.D. Finans Bilim Dalı, Doktora Tezi
- Özçelik, F. (2013). Sürdürülebilirlik Performans Karnesi. Journal of Yasar University,
- Peemöller, V., Beckmann, C. & Meitner, M. (2005), Einsatz eines Nachsteuer-CAPM bei der Bestimmung objektivierter Unternehmenswerte – Eine kritische Analyse des IDW ES 1 n.F., Betriebs-Berater, 90-96.
- Petria, N., Capraru, B. & Ichnatov, I. (2015). “Determinants of Banks’ Profitability: Evidence From EU 27 Banking Systems,” Paper presented at 7th International Conference on Globalization and Higher Education in Economics and Business Administration, GEBA 2013. Published by Elsevier. Available at ISSN 2212-5671

- Pilloff, S. J. & Rhoades, S. A. (2002). Structure and Profitability in Banking markets, Review of Industrial Organization, Vol. 20, N.1, pp.81- 98.
- Pinterest, Atlas Çevrimiçi:
<https://i.pinimg.com/236x/c1/92/12/c192127483e8203ce6a0284ce35eaf5d--celestial-sphere-atlas-mountains.jpg> Erişim: 19.07.2019
- Porter M.E. & Linde C. (1995). Green And Competitive. Harvard Business Review 73(5): 120-133.
- Pratt, S., Reilly, R. & Schweis, R. (2000). Valuing a Business, 4th edition, New York.
- Rappaport, A. (1986). “Creating Shareholder Value: The New Standard For Business Performance”, New York: Free Press Çevrimiçi: <https://epdf.tips/the-business-of-sustainability41627.html> Erişim: 16.05.2019
- Rego, A., Cunha, M.P. & Polónia, D. (2017). “Corporate Sustainability: A View From The Top”, J. Bus. Ethics 143 (1) (2017) 133–157.
- Ricart, J.C., Rodríguez, M.A., Sánchez, P. (2005). Sustainability in the boardroom. Corporate Governance. The International Journal of Business in Society, 5, 3, 24-41.
- Roberts, M. (2009). “The Great Recession Profit Cycles, Economic Crisis A Marxist View” Çevrimiçi: <https://epdf.tips/the-great-recession.html> Erişim: 14.05.2019
- Rosen, K. H. (1984). Elementary Number Theory and Its Applications, AT&T Information Systems Laboratories (formerly part of Bell Laboratories), p. 60
- Salzmann, O., Ionescu-Somers, A. & Steger, U. (2003). The Business Case for Sustainability: Establishing A Sound Research Base For Development of A Casebuilding Tool (Lausanne, Switzerland: IMD).
- Sarıkovanlık, V. (2019). “Sürdürülebilirlik ve Finansal Performans İlişkisi Üzerine Literatür Taraması”, “Türkiye’de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları” Gazi Kitabevi, Mart 2019, ISBN: 978-605-344-907-2

SASB, 2018 “Sustainability Accounting Standard”, Financial Sector, Erişim: 02.07.2019
Çevrimiçi:https://www.sasb.org/wp-content/uploads/2018/11/Commercial_Banks_Standard_2018.pdf

SciCurve (2019) Erişim: 04.04.2019 Çevrimçi:
<https://scicurve.com/trends/sustainability,business,finance,financial%20sustainability>

Sene, M. & Ayayi, A. G., (2010). What Drives Microfinance Institution Financial Sustainability? The Journal of Developing Areas, 44(1), 303-324

Seppelfricke, P. (2003), Aktien- und Unternehmensbewertung, Stuttgart.

Shah, K.U. (2011). Strategic Organizational Drivers of Corporate Environmental Responsibility In The Caribbean Hotel Industry. Policy Sci. 44, 321. (çapraz atıf)

Shehu, E. (2016). “What Drives Profitability in Albanian Banking System” Çevrimiçi:
www.researchgate.net/publication/314230215 Erişim: 16.05.2019

Shell, Çevrimiçi: <https://www.shell.com/sustainability/our-approach.html> Erişim:
11.01.20019

(Shell International - 1998). The Shell Report 1998: Profits and principles - does there have to be a choice? Çevrimiçi:
<https://www.shell.com/sustainability/sustainability-reporting-and-performance-data/sustainability-reports/previous/shell-sustainability-report-1998-1997.pdf>
Erişim: 11.01.2019

Sillanpaa, V., Lonnqvist, A., Koskela, N., Koivula, U.M., Koivuaho, M. & Laihonen, H. (2010). The Role of Intellectual Capital In Non-Profit Elderly Care Organizations. J. Intellectual Capital, 11: 107-122.

Soppe, A. (2004). Sustainable Corporate Finance, Journal of Business Ethics, August 2004, Volume 53, Issue 1–2, pp 213–224

- Spangenberg, J. H. (2001). Investing in sustainable development. *International Journal of Sustainable Development* 4:184–201.
- Spangenberg, J. H. (2005). “Economic sustainability of the economy: Concepts and indicators”, *International Journal of Sustainable Development*, Sustainable Europe Research Institute SERI Germany
- Steger, U. (2002). *Corporate Diplomacy* (London: Wiley).
- Steger, U. (2004). *The Business of Sustainability: Building Industry Cases for Corporate Sustainability* Çevrimiçi: books.google.com.tr/books?id=bzgWDAAAQBAJ&pg Erişim: 13.05.2019
- Stewart, G. & Bennett U. I. (1991). *The Quest for Value*. New York: Harper Business
- Steyn-Bruwer, B.W. & Hamman, W.D. (2006). “Company Failure In South Africa: Classification And Prediction By Means of Recursive Partitioning.” *S. Afr. J. Bus. Manag.*, 37, 7–18.
- Suggett, D. & Goodsir, B. (2002). “Triple Bottom Line Measurement and Reporting in Australia, Making It Tangible”,
- Lagoarde-Segot, T. (2019). “Sustainable Finance. A Critical Realist Perspective”, *Research in International Business and Finance* Volume 47, January 2019, Pages 1-9 Çevrimiçi: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531917306414> Erişim: 15.04.2019
- Lagoarde-Segot, T. & Paraque, B. (2019). “Finance and Sustainability: From İdeology To Utopia”, *Kedge Business School, Aix Marseille Université*, Çevrimçi: <https://www.researchgate.net/publication/316915255> Erişim: 15.04.2019
- Tuckman, H.P. (1991). Chang, C.F. A methodology for measuring the financial vulnerability of charitable nonprofit organizations. *Nonprofit Volunt. Sect. Q.*, 20, 445–460

- Turner, R. K. (1993). Sustainability: Principles and Practice. Pp. 3–36 in Sustainable environmental economics and management: Principles and practice, edited by R. K. Turner. London: Belhaven Press.
- Tüm, K. (2014). “Kurumsal Sürdürülebilirlik ve Muhasebeye Yansımaları: Sürdürülebilirlik Muhasebesi”, Akademik Yaklaşımlar Dergisi, Bahar 2014 Cilt:5 Sayı: 1
- Ulusoy, T. (2019). “Sürdürülebilir Finans ve Dünya Uygulamaları”, “Türkiye’de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları” Gazi Kitabevi, Mart 2019, ISBN: 978-605-344-907-2 s. 51
- UNEP Finance Initiative, UN Global Impact (2016), A practical guide to ESG integration for equity investing, Principles for Responsible Investment Çevrimiçi: <https://www.unpri.org/download?ac=10> Erişim: 14.05.2019
- UNEP, (2001). Sustainability and the United Nations Environment Programme, “The Global Reporters: International Benchmark Survey of Corporate Sustainability Reporting”, - “Buried Treasure: Uncovering The Business Case for Corporate Sustainability”, London.
- Van de Velde, E., Vermeir, W. & Corten, F. (2005). Corporate Social Responsibility And Financial Performance. Corporate Governance, 5(3), 129-138.
- Sigurt, V. (2013). “What is the Sustainable Company? Çevrimiçi: <https://www.jus.uio.no/ifp/english/research/projects/sustainable-companies/events/conferences/abstracts/vitols-session6-draftPaper.pdf> Erişim: 18.0.2019
- Sigurt V. & Kluge, N. (2011). “The Sustainable Company: A New Approach To Corporate Governance, European Trade Union Institute” (ETUI), ISBN: 978-2-87452-219-2 Çevrimiçi: <https://www.etui.org/Publications2/Books/European-company-law-and-the-Sustainable-Company-a-stakeholder-approach.-Vol.-II> Erişim:15.04.2019

- Waddock, S. A. & Graves S. B. (1997). The Corporate Social Performance–Financial Performance Link, *Strategic Management Journal*, Volume18, Issue4 April 1997, p. 303-319
- Wagner, M. & Schaltegger, S. (2001). The Relationship Between Environmental And Economic Froelich, K.A., Diversification of revenue strategies: Evolving resource dependence in nonprofit organizations. *Nonprofit and voluntary sector quarterly* 28, 246–268.
- Walker, R. & Jones, S. (2006) An Alternative Approach To Identifying Councils “At Risk”. *Econ. Pap.* 25, 347–357.
- White, P. (2009). “Building A Sustainability Strategy Into The Business”, *Corporate Governance*, 9 (4), p.386-394.
- Wilson, M. (2003). “Corporate Sustainability: What Is It And Where Does It Come From?”, *Ivey Business Journal*, 67 (6), p.1-5.
- Woller, G. M., Dunford, C. & Woodworth, W. (1999). Where To Microfinance. *International Journal of Economic Development*, 1(1), 29-64
- World Economic Forum (2014), “Infrastructure Investment Policy Blueprint”, prepared in collaboration with Oliver Wyman, 43pp
- Wu, C.Y. (2004). Using non-financial information to predict bankruptcy: A study of public companies in Taiwan. *Int. J. Manag.*, 21, 194–201
- Yalovy, G. K. & Bakerenko, N. P. (2011). Conceptual Approaches to Definition of Financial Stability of Enterprise. *Economic Bulletin of NTUU “KPI”*, 8, 23-28.
- Yükçü, S. & Kaplanoğlu, E. (2016). “Sürdürülebilir Kalkınmada Finansal Olmayan Raporlamanın Önemi, Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi, 18 (Özel Sayı-1) 63-101.

Zakharova, N. Y. (2013). Methodological Approaches to Assessing the Financial Condition of an Enterprise. Collection of scientific works of the Tavria State Agrotechnological University (economic sciences), 2(3), 128-133.



EK 1. ŞİRKETLERİN FİNANSAL VERİLERİ VE ANALİZ TABLOLARI

EK 1.1. Veri Seti

BIST ENDEKSLERİ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kurumsal Yönetim Endeksi	21.974	42.670	57.152	48.337	68.852	62.028	72.699	63.437	69.017	100.444
Sürdürülebilirlik Endeksi	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	105.209	93.091	98.973	145.842
BIST100 Endeksi	26.864	52.825	66.004	51.266	78.208	67.802	85.721	71.727	78.139	115.333
BIST50 Endeksi	26.931	52.535	64.935	49.820	76.721	65.299	82.390	70.390	74.171	110.682
BIST30 Endeksi	35.002	66.992	81.338	61.698	97.728	82.447	106.150	87.428	95.498	142.112
BIST Piyasa Değeri (₺)	182.024	350.761	472.553	381.263	552.897	505.914	627.365	554.884	614.069	880.240
BIST Piyasa Değeri (\$)	119.698	235.996	307.551	201.983	311.246	237.641	269.800	190.153	174.491	233.368
BIST Fiyat Kazanç Oranı	5,76	16,83	13,29	11,88	12,51	10,22	14,38	13,99	10,24	11,58

THYAO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hasılat	6.123	7.035	8.422	11.815	14.762	18.776	24.158	28.752	29.468	39.779
Satılan Mamül Maliyeti	4.542	5.135	6.652	9.787	11.716	15.304	19.729	22.959	26.051	31.943
Yönetim Giderleri	865	1.067	1.307	1.688	1.959	2.381	3.061	3.869	4.411	5.103
Net Kar	1.134	559	286	18	1.155	682	1.819	2.993	47	639
Nakit Yaratımı	24	591	276	735	194	16	135	1.143	2.542	1.973
Aktif Büyüklüğü	7.911	8.572	10.648	16.404	18.757	25.399	31.876	47.638	65.074	68.647
Öz Sermaye	175	875	1.000	1.200	1.200	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380
Pay Değeri (₺)	0,64	3,56	3,85	1,81	5,35	6,44	9,63	7,39	5,06	15,12
Piyasa Değeri (₺)	861	5.547	5.177	2.820	7.843	8.138	13.133	10.369	7.100	22.200
Piyasa Değeri (\$)	563	3.711	3.351	1.486	4.391	3.813	5.634	3.547	2.014	5.875
Fiyat Kazanç Oranı	0,5	5,6	16,0	90,5	10,9	7,7	7,3	3,4	168,7	32,9

TCELL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hasılat	8.844	8.936	9.003	9.370	10.507	11.407	12.043	12.769	14.100	17.026
Satılan Mamül Maliyeti	4.314	4.752	5.030	5.948	6.482	7.058	7.380	7.766	9.148	11.073
Yönetim Giderleri	2.115	2.097	2.154	2.094	2.189	2.393	2.536	2.526	2.631	2.650
Net Kar	2.191	1.733	1.706	1.140	2.062	2.333	1.438	1.905	1.563	2.037
Nakit Yaratımı	1.166	270	443	672	2.356	1.129	903	6.113	3.133	1.340
Aktif Büyüklüğü	12.127	13.978	15.096	17.147	18.653	21.255	23.668	26.184	31.600	33.982
Öz Sermaye	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200
Pay Değeri (₺)	6,07	7,53	7,84	6,60	8,59	8,44	10,63	8,74	8,35	14,71
Piyasa Değeri (₺)	13.354	16.566	17.248	14.520	18.898	18.568	23.386	19.228	18.313	32.362
Piyasa Değeri \$	8.733	11.085	11.164	7.650	10.580	8.700	10.032	6.577	5.194	8.564
Fiyat Kazanç Oranı	5,8	9,7	9,8	12,5	9,1	8,0	12,7	9,3	12,3	16,3

SAHOL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hasılat	6.327	6.824	8.637	10.595	11.589	8.457	10.517	11.657	12.362	13.840
Satılan Mamül Maliyeti	5.042	5.549	7.092	8.582	9.688	6.912	8.356	9.093	9.778	10.944
Yönetim Giderleri	3.290	3.361	3.739	3.877	4.497	4.962	5.630	6.505	6.650	7.080
Net Kar	1.188	1.258	1.662	2.535	1.855	1.731	2.079	2.236	2.660	3.481
Nakit Yaratımı	4.763	5.204	7.608	1.146	353	2.071	2.247	2.715	325	2.740
Aktif Büyüklüğü	100.821	111.926	130.059	150.855	175.398	206.570	230.526	265.520	308.267	354.134
Öz Sermaye	1.800	1.900	2.040	2.040	2.040	2.040	2.040	2.040	2.040	2.040
Pay Değeri (₺)	2,82	4,97	7,20	5,60	9,90	8,12	10,15	8,28	9,15	11,12
Piyasa Değeri (₺)	5.754	10.141	14.691	11.426	20.200	16.568	20.710	16.895	18.670	22.689
Piyasa Değeri (\$)	3.763	6.785	9.509	6.020	11.309	7.763	8.884	5.779	5.296	6.005
Fiyat Kazanç Oranı	0,5	0,8	0,9	0,6	1,1	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7

KCHOL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hasılat	49.638	39.450	48.822	69.767	65.449	65.942	68.336	69.110	70.432	98.272
Satılan Mamül Maliyeti	33.554	43.664	42.468	61.627	58.946	59.025	60.920	57.766	58.347	82.173
Yönetim Giderleri	4.478	4.432	4.803	5.680	6.513	4.795	5.393	6.135	7.232	8.577
Net Kar	2.577	2.560	3.138	3.850	3.743	4.000	4.214	5.829	5.276	7.897
Nakit Yaratımı	2.467	2.172	1.918	3.349	2.372	1.707	900	498	6.265	3.657
Aktif Büyüklüğü	64.890	66.386	81.143	98.621	48.688	58.790	63.941	72.985	88.071	104.064
Öz Sermaye	2.012	2.415	2.415	2.415	2.535	2.535	2.535	2.535	2.535	2.535
Pay Değeri (₺)	1,73	3,51	6,10	4,74	8,27	8,00	11,47	10,27	13,23	18,08
Piyasa Değeri (₺)	4.387	8.880	15.458	12.017	20.966	20.280	29.070	27.204	32.754	45.873
Piyasa Değeri (\$)	2.869	5.942	10.005	6.331	11.738	9.502	12.471	9.306	9.291	12.140
Fiyat Kazanç Oranı	2,9	6,0	8,5	5,4	9,0	7,6	10,7	7,3	9,7	9,3

ISCTR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hasılat	12.085	11.778	11.403	12.883	11.809	15.830	18.685	22.144	25.851	31.747
Satılan Mamül Maliyeti	6.978	5.333	5.216	6.337	7.462	6.805	8.632	10.215	11.490	14.448
Yönetim Giderleri	2.820	2.695	3.203	3.481	4.121	4.963	5.695	6.327	6.506	7.396
Net Kar	1.509	2.372	2.982	2.667	3.310	3.163	3.382	3.083	4.701	5.308
Nakit Yaratımı	4.295	1.224	4.322	321	3.087	3.596	286	385	5.013	871
Aktif Büyüklüğü	97.552	113.223	131.796	161.669	175.444	210.500	237.772	275.718	311.626	362.353
Öz Sermaye	2.757	3.080	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500
Pay Değeri (₺)	4,10	6,30	5,50	3,31	6,18	4,65	6,74	4,60	5,18	6,97
Piyasa Değeri (₺)	11.342	19.450	24.836	14.963	27.883	24.084	30.381	20.747	23.353	31.418
Piyasa Değeri (\$)	7.500	12.918	16.064	7.849	15.642	11.839	13.102	7.315	6.691	8.389
Fiyat Kazanç Oranı	187,2	298,8	207,5	139,7	210,2	165,5	224,2	167,9	123,9	147,7

EK 1.2. Veri Setinden Seçilen Üç Göstergesin Sınıflandırılması

KARLILIK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ISCTR	1.509	2.372	2.982	2.667	3.310	3.163	3.382	3.083	4.701	5.308
KCHOL	2.577	2.560	3.138	3.850	3.743	4.000	4.214	5.829	5.276	7.897
SAHOL	1.188	1.258	1.662	2.535	1.855	1.731	2.079	2.236	2.660	3.481
TCELL	2.191	1.733	1.706	1.140	2.062	2.333	1.438	1.905	1.563	2.037
THYAO	1.134	559	286	18	1.155	682	1.819	2.993	47	639
NAKİT YARATIMI	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ISCTR	4.295	1.224	4.322	321	3.087	3.596	286	385	5.013	871
KCHOL	2.467	2.172	1.918	3.349	2.372	1.707	900	498	6.265	3.657
SAHOL	4.763	5.204	7.608	1.146	353	2.071	2.247	2.715	325	2.740
TCELL	1.166	270	443	672	2.356	1.129	903	6.113	3.133	1.340
THYAO	24	591	276	735	194	16	135	1.143	2.542	1.973
ŞİRKET DEĞERİ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ISCTR	11.342	19.450	24.836	14.963	27.883	24.084	30.381	20.747	23.353	31.418
KCHOL	4.387	8.880	15.458	12.017	20.966	20.280	29.070	27.204	32.754	45.873
SAHOL	5.754	10.141	14.691	11.426	20.200	16.568	20.710	16.895	18.670	22.689
TCELL	13.354	16.566	17.248	14.520	18.898	18.568	23.386	19.228	18.313	32.362
THYAO	861	5.547	5.177	2.820	7.843	8.138	13.133	10.369	7.100	22.200

Dipnot (1) : Tablodaki değerler 1.000.000'a bölünerek verilmiştir.

EK 1.3. Üç Göstergenin İlk Yıla Göre Değişimi ve En Yüksek – En Düşük Seviyelerinin Sınıflandırılması

KARLILIK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ISCTR	1,00	1,41	1,21	1,08	1,34	1,28	1,37	1,25	1,91	2,16
KCHOL	1,00	0,83	1,01	1,24	1,15	1,23	1,30	1,80	1,62	2,43
SAHOL	1,00	1,00	1,23	1,88	1,38	1,29	1,54	1,66	1,98	2,59
TCELL	1,00	0,79	0,78	0,52	0,94	1,06	0,66	0,87	0,71	0,93
THYAO	1,00	0,10	0,04	0,00	0,15	0,08	0,20	0,33	0,01	0,07
En Yüksek Seviyeler	1,00	1,41	1,23	1,88	1,38	1,29	1,54	1,80	1,98	2,59
En Düşük Seviyeler	1,00	0,83	1,01	1,08	1,15	1,23	1,30	1,25	1,62	2,16

NAKİT YARATIMI	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ISCTR	1,0	0,7	0,3	0,2	0,9	0,1	0,2	0,3	0,9	1,1
KCHOL	1,0	1,9	2,7	1,3	2,3	3,0	3,3	3,5	6,1	7,5
SAHOL	1,0	2,1	0,5	0,7	0,7	0,2	0,7	1,3	1,2	1,8
TCELL	1,0	0,8	1,1	0,6	2,6	3,6	4,3	0,9	1,8	0,6
THYAO	1	26	14	45	37	36	42	89	195	277
En Yüksek Seviyeler	1,00	2,09	2,66	1,30	2,26	2,95	3,32	3,52	6,06	7,54
En Düşük Seviyeler	1,00	0,72	-0,29	-0,22	-0,94	-0,10	-0,16	-0,25	0,91	1,12

ŞİRKET DEĞERİ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ISCTR	1,00	1,54	1,34	0,81	1,51	1,13	1,64	1,12	1,26	1,70
KCHOL	1,00	2,03	3,53	2,74	4,78	4,62	6,63	5,94	7,65	10,45
SAHOL	1,00	1,76	2,55	1,99	3,51	2,88	3,60	2,94	3,24	3,94
TCELL	1,00	1,24	1,29	1,09	1,42	1,39	1,75	1,44	1,38	2,42
THYAO	1,00	5,56	6,02	2,83	8,36	10,06	15,05	11,55	7,91	23,63
En Yüksek Seviyeler	1,00	2,03	3,53	2,74	4,78	4,62	6,63	5,94	7,65	10,45
En Düşük Seviyeler	1,00	1,24	1,29	0,81	1,42	1,13	1,64	1,12	1,26	1,70

Dipnot (2) : Tablodaki değerler her yıl için 2008 yılındaki değere oranla değişimi göstermektedir.

EK 1.4. Şirketlerin Üç Göstergede Ağırlıklarına Göre Derecelendirilmesi

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Medium	Final
ISCTR	Karlılık	58	100	98	30	98	100	32	30	97	30	67,19	40,57
	Nakit Yaratımı	90	30	0	0	0	0	0	0	30	30	18,00	
	Şirket Değeri	85	37	31	30	32	30	30	30	30	30	36,53	
KCHOL	Karlılık	100	30	30	34	30	30	30	100	30	94	50,86	79,45
	Nakit Yaratımı	52	90	100	100	100	100	100	100	100	100	94,19	
	Şirket Değeri	33	100	100	100	100	100	100	100	100	100	93,30	
SAHOL	Karlılık	46	36	100	100	100	100	100	93	100	100	87,49	67,75
	Nakit Yaratımı	100	100	19	57	29	8	21	36	39	48	45,65	
	Şirket Değeri	43	87	72	72	73	62	66	79	77	70	70,13	
TCELL	Karlılık	85	0	0	0	0	26	0	0	0	0	11,09	34,20
	Nakit Yaratımı	24	32	43	44	100	100	100	0	58	0	50,19	
	Şirket Değeri	100	30	30	40	30	37	32	39	33	43	41,31	
THYAO	Karlılık	44	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4,40	61,47
	Nakit Yaratımı	0	100	100	100	100	100	100	100	100	100	90,00	
	Şirket Değeri	0	100	100	100	100	100	100	100	100	100	90,00	

EK 2. FİNANSAL PERFORMANS ÖLÇÜMÜ ÖRNEK HESAPLAMA

Bu tezin Bulgular ve Değerlendirme bölümünde ulaşılan finansal performans ölçümlerinin hesaplanmasına ilişkin açıklama aşağıdaki örnek hesaplama ile sunulmuştur.

KARLILIK	2008	2009	2010	2011
A Şirketi	1	1,2	1,3	1,1
B Şirketi	1	1,15	1,5	2,3
C Şirketi	1	1,1	1,15	1,8
D Şirketi	1	1,16	1,2	0,8
E Şirketi	1	1,05	1,25	2
En Yüksek Seviyeler	1	1,2	1,5	2,3
En Düşük Seviyeler	1	1,05	1,15	0,8

A Şirketi için;

2008 yılı tüm şirketlerin baz yılı olduğundan tüm değerler 1'e eşittir.

2009 yılında 1,20 olan değer en yüksek değeri (1,20) temsil ettiği için 100 puan alır.

2010 yılında 1,30 olan değer en yüksek seviye (1,50) altında kaldığı için 100 puandan düşük, en düşük değer olan seviyesi (1,15) üstünde olduğundan 30 puandan yüksek, diğer rakiplerinden en düşük ve en yüksek seviyelerini temsil edenler elendikten sonra şirketin kendisi ve diğer iki rakibi ile birlikte gösterge değerlerin ortalaması bulunur. Şirketin değeri bu ortalama değere bölündüğünde elde edilen katsayı ile üst gruptaki diğer iki rakibi içindeki payının alt veya üst gruptaki konumuna göre dört seviyeli performans tablosundan karşılık gelen seviyenin sayısal değeri ile çarpılarak nihai derecelendirme puanına ulaşılır.

Bu açıklamaya göre 2010 yılı hesaplaması şöyledir;

Şirket değeri 1,30 ve en yüksek seviye 1,50 (100 puan), en düşük seviye 1,15 (30 puan) ise sırasıyla, diğer iki rakip, C Şirketi ve D Şirketi ile birlikte A Şirketi değerleri toplamı $(1,25 + 1,20 + 1,30) = 3,75$ ve A şirketinin bu toplamdaki payı $= 1,30/3,75$ sonucu 0,35 ile üst grupta (ağırlıklı paya sahip) yer aldığından dört seviyeli performans

tablosundan (üst grup 70, alt grup 50 puan olmak üzere) 70 puana karşılık gelen üst grupta yer alır. A Şirketi değeri olan $1,30 / (3,75 \text{ sonucunun aritmetik ortalaması olan}) 1,25 = 1,04$ katsayısı ile 70 puan çarpıldığında 72,80 derecelendirme notuna ulaşılır.

2011 yılı için 1,10 olan değer en yüksek seviyesi (2,30) altında kaldığı için 100 puandan düşük, en düşük değer seviyesi (0,80) üstünde olduğundan 30 puandan yüksek puan alacaktır. 2010 yılındaki açıklamayı tekrar etmeden alt grupta yer aldığı gösterilecektir. Buna göre, A şirketi; $(1,10+1,80+2,0) = 4,90 / 3 = 1,63$ ve $(1,10/4,90=0,22$ ile alt grupta 50 puana karşılık gelerek) $1,10/1,63 = 0,67$ ve $0,67*50 = 33,67$ derecelendirme notuna ulaşır.

E Şirketi; $2,0/4,90 = 0,41$ ile 70 puana karşılık gelerek $2,0/1,63 = 1,22*70 = 85,71$ puan

C Şirketi; $1,80/4,90=0,36$ ile 70 puana karşılık gelerek $1,80/1,63 = 1,10*70 = 77,14$ puan

B şirketi; en yüksek seviyede olduğundan 100 puan,

D şirketi ise en düşük seviyede olduğundan 30 puan alır.

Bu şekilde hesaplanan her bir gösterge için ulaşılan üç sonucun ortalaması ile ilgili şirketin nihai derecelendirme notuna ulaşılır.

Diğer bir olasılık veya istisna olarak belirtilecek husus ise negatif değer alanların (özellikle nakit yaratımında gözlenmiştir) “0” (sıfır) puan alacağıdır.

EK 3. FİNANSAL PERFORMANS GÖSTERGELERİ META ANALİZİ

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Cochran, Philip L.; Wood, Robert A.	Kurumsal sosyal sorumluluk ve finansal performans	1984	Esas Faaliyet Kazancı / Aktif ve Satış Oranı, Piyasa Değeri Fazlası
McGuire, Jean B.; Sundgren, Alison; Schneeweis, Thomas	Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Şirketin Finansal Performansı	1988	ROA, Toplam varlıklar, Satış Büyümesi, Aktif Büyümesi, Faaliyet Kazancı Büyümesi
Griffin, Jennifer J.; Mahon, John F.	Kurumsal sosyal performans ve kurumsal finansal performans tartışması: Yirmi beş yıllık karşılaştırılabilir araştırma	1997	ROA, ROE, ROS, Toplam Varlıklar, Sabit Kıymet Yaşı
Waddock, Sandra A.; Graves, Samuel B.	Kurumsal Sosyal Performans Finansal Performans Bağlantısı	1997	ROA, ROE, ROS
Balabanis, George; Phillips, Hugh C.; Lyall, Jonathan	Önde gelen İngiliz şirketlerinde kurumsal sosyal sorumluluk ve ekonomik performans: Bağlantılılar mı?	1998	ROE, ROCE, Brüt Satışların Net Satışlara Oranı
Schaltegger, Stefan; Synnestvedt, Terje	“Yeşil” ve ekonomik başarı arasındaki bağlantı: Çevresel ve ekonomik performans arasındaki kritik tetikleyici olarak çevresel yönetim	2002	-
Wagner, Marcus; Nguyen Van, Phu; Azomahou, Theophile; Wehrmeyer, Walter	İşletmelerin çevresel ve ekonomik performansı arasındaki ilişki: Avrupa kağıt endüstrisinin deneysel analizi	2002	ROE, ROS, ROCE, EBIT
Hart, Stuart L.; Milstein, Mark B.	Sürdürülebilir değer yaratımı	2003	-
Watson, Kevin; Klingenberg, Beate; Polito, Tony; Geurts, Tom G.	Çevresel yönetim sistemleri uygulamalarının finansal performans üzerine etkisi: İki şirketin stratejisinin kıyaslaması	2004	ROA, Kâr Marjı, Faaliyet Marjı, Fiyat/Kazanç Oranı, Pazar/Defter Oranı
Al-Tuwaijri, Sulaiman A.; Christensen, Theodore E.; Hughes, K. E.	Çevresel açıklama, çevresel performans ve ekonomik performans arasındaki ilişkiler: eşzamanlı bir denklem yaklaşımı	2004	Stok Devir Oranı
Van de Velde, Eveline; Vermeir, Wim; Corten, Filip	Finance and accounting: Corporate social responsibility and financial performance	2005	Fama ve French
Salzmann, Oliver; Ionescu-somers, Aileen; Steger, Ulrich	Kurumsal Sürdürülebilirlik İçin Ticari Vaka: Literatür Taraması ve Araştırma Seçenekleri	2005	-

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Scholtens, Bert	Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Sürücüsü Olarak Finans	2006	-
Shih-Fang, Lo; Sheu, Her-Jiun	Kurumsal Sürdürülebilirlik Şirketler İçin Değer Yükselten Bir Strateji Midir?	2007	Tobin's Q
Nakao, Yuriko; Amano, Akihiro; Matsumura, Kanichiro; Genba, Kiminori; Nakano, Makiko	Çevresel performans ile finansal performans arasındaki ilişki: Japon şirketlerinin deneysel analizi	2007	ROA, EPS, Tobin's Q
López, M. Victoria; Garcia, Arminda; Rodriguez, Lazaro	Sürdürülebilir Kalkınma ve Kurumsal Performans: Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Dayalı Bir Çalışma	2007	ROA, ROE, Vergi Öncesi Kâr, Hasılat, Sermaye, Kâr Marjı, Sermaye Maliyeti
Moneva, Jose M.; Rivera-Lirio, Juana M.; Muñoz-Torres, María J.	Kurumsal paydaş taahhüdü ve sosyal ve finansal performans	2007	ROA, Hissedarların ÖzKaynak Getirisi
Brammer, Stephen; Millington, Andrew	Farklı Olmak Karşılık Görür Mü? Kurumsal Sosyal ve Finansal Performans Arasındaki İlişkinin Analizi	2008	Pazar performansı (pay fiyatının temettüyle büyümesi), Risk düzeltmesiyle pazar performansı, (devlet tahvili kullanılarak gelirlerin riskten arındırılması)
Wahba, Hayam Hull, Clyde	Piyasa değeri kurumsal çevresel sorumlu mudur? Deneysel bir uygulama	2008	Tobin's Q
Eirikur; Rothenberg, Sandra	Şirket performansı: kurumsal sosyal performansın inovasyon ve endüstri farklılaşmasıyla etkileşimi	2008	ROA
Chang, Dong-shang; Kuo, Li-chin Regina	Sürdürülebilir büyümenin şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkileri - deneysel bir yaklaşım	2008	ROA, ROE, ROS
Rettab, Belaid; Brik, Anis Ben; Mellahi, Kamel	Gelişmekte Olan Ekonomilerde Organizasyonel Performansın Kurumsal Sosyal Sorumluluk Etkisine Yönelik Yönetimsel Algısı: Dubai Vakası	2009	ROA, ROI, Satış Büyümesi
Shen, Chung-hua; Chang, Yuan	Hırs ve Vicdan Karşı Karşıya, KSS Buna Değer Mi? Eşleştirme Yöntemleri Uygulaması	2009	ROA, ROE, PTI, RGM, EPS
Molina-Azorín, José F.; Claver- Cortés, Enrique; López-Gamero, Maria D.; Tarí, Juan J.	Yeşil yönetim ve finansal performans: literatür incelemesi	2009	-

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Jacobs, Brian W.; Singhal, Vinod R.; Subramanian, Ravi	Şirketin çevresel performansı ve piyasa değerinin deneysel bir incelemesi	2010	Stok Devir Oranı
Gallego-Álvarez, Isabel; Prado- Lorenzo, José- Manuel; Rodríguez- Domínguez, Luis; García-Sánchez, Isabel-María	Sosyal ve çevresel uygulamalar bir pazarlama aracı mı?	2010	Piyasa Değeri, Sermaye
Surroca, Jordi; Tribó, Josep A.; Waddock, Sandra	Kurumsal sürdürülebilirlik ve finansal performans: maddi olmayan kaynakların rolü	2010	Tobin's Q
Karagiorgos, Theofanis	Kurumsal sosyal sorumluluk ve finansal performans: Yunan Şirketlerinde Deneysel Bir Analiz	2010	Stok Devir Oranı
Mishra, Supriti; Suar, Damodar	Does Corporate Social Responsibility Influence Firm Performance of Indian Companies?	2010	ROA
Nguyen, Dung K.; Slater, Stanley F.	Sürdürülebilirliğin tatlı yerinden vurmak: hepsini almak	2010	ROA, Hasılat Büyüme Oranı, Pay Değerleme Oranı
Hahn, Tobias; Figge, Frank	Mevcut kurumsal sürdürülebilirlik araştırmalarında sınırlı araçların ötesinde: Kapsayıcı bir kârlılık kavramı yolunda	2011	Sermaye Verimliliği, Pazar Verimliliği, Toplam Satışlar
Vicente Lima, Crisóstomo; Fátima de Souza, Freire; Felipe Cortes de, Vasconcellos	Brezilya'da kurumsal sosyal sorumluluk, şirket değeri ve finansal performansı	2011	Tobin's Q, ROA, ROE
Cheung, Yan- Leung; Connelly, J. T.; Jiang, Ping; Limpaphayom, Piman	Kurumsal Yönetişim Gelecekteki Performansı Tahmin Edebilir Mi? Hong Kong'dan Kanıt	2011	Tobin's Q, Piyasa Değeri / Defter Değeri Oranı
Robinson, Michael; Kleffner, Anne; Bertels, Stephanie	Sürdürülebilirlik Liderlik Sinyali: DJSI Üyeliği Değerinin Deneysel Kanıtı	2011	Kümülatif Olağandışı Gelirler (CAR)
Guiral, Andrés	Kurumsal Sosyal Performans, İnovasyon Yoğunluğu Ve Finansal Performans: Borç Verme Kararlarından Kanıtlar	2012	-
Chien, Chin-Chen; Peng, Chih-Wei	Yeşil ilerleme uzun vadede değer görür mü?	2012	ROE, ROA, EPS, Cash Flow to Total Assets (CFA)

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
García-Sánchez, Isabel-María; Prado-Lorenzo, José-Manuel	Yeşilev gaz emisyonu uygulamaları ve finansal performans	2012	ROA, Piyasa / Defter
Tang, Zhi; Hull, Clyde Eirikur; Rothenberg, Sandra	Kurumsal Sosyal Sorumluluk Stratejiyle Eşleşerek KSS ve Finansal Performans İlişkisinde Nasıl Arabuluculuk Yapar	2012	ROA
Lourenço, Isabel Costa; Branco, Manuel Castelo; Curto, José Dias; Eugénio, Teresa	Piyasa Kurumsal Sürdürülebilirlik Performansını Nasıl Değerler?	2012	ÖzKaynağın Pazar ve Defter Değeri, Net Faaliyet Geliri
Wang, Taiyuan; Bansal, Pratima	Yeni girişimlerde sosyal sorumluluk: uzun vadeli bir yönelimden yararlanmak	2012	ROA, ROE, ROS, Satış Seviyesi, Pazar Payı, Satış Büyümesi, Nakit Akış, Kârlılığın işletme büyümesinde fon kaynağı olabilmesi, Şirketin toplam başarısı, performansı
Quazi, Ali; Richardson, Alice	Kurumsal sosyal sorumluluk ve finansal performansın ilişkilendirilmesinde varyasyon kaynakları	2012	ROA, ROE, ROI, Pazar Getirisi, Piyasa Değeri, Stok Devir Oranı, Hisse Senedi Fiyatı, Anket Ölçümleri
Ameer, Rashid; Othman, Radiah	Sürdürülebilirlik Uygulamaları ve Şirketlerin Finansal Performansı: En İyi Küresel Şirketlere Dayalı Bir Çalışma	2012	ROA, Satış Büyümesi, Vergi Öncesi Kâr, Faaliyetlerden Nakit Akış
Movassaghi, Hormoz; Bramhandkar, Alka	Lider Global Firmaların Sürdürülebilirlik Stratejileri ve Finansal Performansları: Karşılaştırmalı Bir Vaka Analizi	2012	ROA, ROE, EPS, Net Kâr Marjı, Defter Değeri, Piyasa Değeri
Aguinis, Herman; Glavas, Ante	Kurumsal Sosyal Sorumluluk Hakkında Bildiklerimiz ve Bilmediklerimiz: Bir Gözden Geçirme ve Araştırma Gündemi	2012	-
Leonidou, Constantinos N.;	Pazarlama karmasını “yeşillendirmek”:		
Katsikeas, Constantine S.;	şirketler bunu yapıyor mu, karşılığını alıyor mu?	2013	ROA
Morgan, Neil A.			
Golicic, Susan L.;	Çevresel Sürdürülebilirlik Tedarik Zinciri Yönetimi Uygulamaları ve Şirket Performansına Yönelik Bir Meta Analizi	2013	-
Smith, Carlo D.			
Morali, Oguz; Searcy, Cory	Kanada'daki Bir Sürdürülebilir Tedarik Zinciri Yönetimi Uygulaması İncelemesi	2013	-

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Xiao, Yuchao; Faff, Robert; Gharghori, Philip; Lee, Darren	Sürdürülebilirliğin dünyadaki fiyatı üzerine deneysel bir çalışma	2013	Pazar Getirisi
Dixon-Fowler, Heather; Slater, Daniel J.; Johnson, Jonathan L.;	"Yeşil Olmaya Değer Mi?" Ötesinde, Bir Meta Analiz, Şirketlerin Çevresel ve Finansal Performanslarının İlişkileri	2013	ROA, Pazar Payı
Lech, Aleksandra	Kurumsal sosyal sorumluluk ve finansal performans. Teorik ve Deneysel Yönler	2013	ROA, ROE
Przychodzen, Justyna; Przychodzen, Wojciech	Kurumsal sürdürülebilirlik ve hissedarların servetleri	2013	Sürdürülebilir Büyüme Derecesi
Porter, Terry; Miles, Patti	KSS Uzun Ömür: Büyük İşletmelerdeki Uzun Süreli Uygulamaların Bulguları	2013	EBIT, EBI, Vergi Öncesi Kâr Getirisi
Rodgers, Waymond; Choy, Hiu Lam; Guiral, Andrés	Yatırımcılar Bir Şirketin Sosyal Faaliyetlere Bağlılığına Değer Veriyor mu?	2013	Tobin's Q, ROA, Finansal Kaldıraç ve Likitide Ölçümü
Albertini, Elisabeth	Çevresel Yönetim Finansal Performansı Artırır mı? Bir Meta-Analitik İnceleme	2013	ROA, ROE, ROI, ROS, EPS, Tobin's Q
Thornton, Ladonna M.; Autry, Chad W.; Gligor, David M.; Brik, Anis Ben	Sosyal Sorumlu Tedarikçilerin Seçilmesi Müşteri Şirketlerde İşe Yarar mı? Çapraz Kültürel Kıyaslama	2013	Göreceli Satış Gelirleri, Satış Büyümesi, Pazar Payı
Aguilera-Caracuel, Javier; Ortiz-de- Mandojana, Natalia	Yeşil İnovasyon ve Finansal Performans: Bir Enstitüsel Yaklaşım	2013	ROA
Molla, Alemayehu de Souza Cunha, Felipe Arias Fogliano; Samanez, Carlos Patricio	Bilişim teknolojilerinin sürdürülebilirlik performansında yönlendiriciliğinin tanımlanması: Araç geliştirme ve değerlendirme	2013	-
de Souza Cunha, Felipe Arias Fogliano; Samanez, Carlos Patricio	Brezilya Menkul Kıymetler Borsasında Sürdürülebilir Yatırımların Performans Analizi: Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi Üzerine Bir Çalışma	2013	Hasılat (Risk İlişkili)
Torugsa, Nuttaneeya Ann; O'Donohue, Wayne; Hecker, Rob	Proaktif KSS: Yetenekler ve Performans İlişkisi Üzerine Ekonomik, Sosyal ve Çevresel Boyutların Rolünün Deneysel Bir Analizi	2013	ROA, Net Satış Kârlılığı, Likidite
Simpson, Soni; Fischer, Bruce D.;	Bilinçli Kapitalizm Felsefesi Ödemesi: Bilinçli Kapitalizm Şirketlerinin Niteliksel ve Finansal Analizi	2013	Hisse Senedi Fiyatı, Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Kevin Huang, Shihping; Yang, Chih-Lung	Kurumsal sosyal performans: Neden önemli? Tayvan'dan bir vaka	2014	ROA, ROE
Kang, Hsin-hong; Liu, Shu-bing	Kurumsal sosyal sorumluluk ve şirket performansı: Nicel regresyon yaklaşımı	2014	ROA, ROE, Vergi Öncesi Karım ve Brüt Satışların Net Satışlara Oranı
Simionescu, Liliana Nicoleta; Gherghina, Stefan Cristian	Kurumsal sosyal sorumluluk ve şirket performansı: Bükreş Borsası'nda İşlem Gören Şirketler Paneli'nden deneysel kanıt	2014	ROA, ROE, ROS
Gregory, Alan; Tharyan, Rajesh; Whittaker, Julie	Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Şirket Değeri: Nakit Akışı, Risk ve Büyüme Üzerindeki Etkilerinin Ayrıştırılması	2014	Defter Değeri / Pay, Net Gelir / Pay, Uzun Vadeli Borçlar, Toplam Varlık, Satışlar
Chang, Yuan; Shen, Chung-Hua	Kurumsal Sosyal Sorumluluk - Arabulucu Olarak Borç Maliyeti	2014	ROA
Zhu, Yan; Sun, Liyun; Leung, Alicia S.; M	Kurumsal sosyal sorumluluk, şirket itibarı ve performansı: Etik liderliğin rolü	2014	ROE, ROI, ROS
Wang, Chung-Jen	Etik ve sürdürülebilir uygulamalar önemli midir? Kurumsal vatandaşlığın sağlık sektöründeki bir şirketin performansına etkileri	2014	ROI, Kâr Büyümesi
Jia, Ming; Zhang, Zhe	Para Kazanmak İçin Para Bağışlamak: Kurumsal Hayırseverlik Rolüne Halka Arzda Hissedarların Tepkisi	2014	Halka arzda racı kurum ve finansman maliyeti, Sermaye piyasası ve serbest piyasa şirket değerlendirme primleri
Hyoung Koo, Moon; Byoung Kwon, Choi	Bir organizasyonun etik iklimi müşteri tatmini ve finansal performansa nasıl katkıda bulunur	2014	ROI
Koo, Chulmo; Chung, Namho; Ryoo, Sung Yul	Ekolojik sorumluluk üretim şirketlerinin çevresel ve ekonomik performansını nasıl etkiler?	2014	Maliyet (azaltma) Yönetimi
Jia, Ming; Zhang, Zhe	Pay Piyasası Kurumsal Sosyal Performansı Nasıl Değerler? Davranışsal Teoriler Paydaş Teorisiyle Etkiletiğinde	2014	Stok Devir Oranı
Murtaza, Iqra Ali; Akhtar, Naeem; Ijaz, Aqsa; Sadiqa, Ayesha	Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Şirketin Finansal Performansındaki: Pakistan'da Bir Vaka Uygulaması	2014	ROA, ROE, EPS
Valmohammadi, Changiz	Kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarının organizasyonun performansına etkisi: ISO 26000 bakışı	2014	ROI, Satış Büyümesi

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Endrikat, Jan; Guenther, Edeltraud; Hoppe, Holger	Deneysel bulguların çelişkilerini anlamlandırılması: Kurumsal çevresel ve finansal performansın ilişkisi üzerine bir meta-analitik inceleme	2014	-
Oikonomou, Ioannis; Brooks, Chris; Pavelin, Stephen	Düzenli ve Karışık Kurumsal Sosyal Performansın Finansal Etkileri	2014	Defter Değeri / Piyasa Değeri
Singal, Manisha	Sürdürülebilirlik Girişimlerinde Şirket Finansal Performansı ve Yatırım Arasındaki Bağlantı	2014	Kredi Derecelendirmesi
Maletic, Matjaz; Maletic, Damjan; Dahlgaard, Jens J.; Dahlgaard-Park, Su Mi; Gomiscek, Bostjan	Sürdürülebilirlik Odaklı Yenilik Uygulamaları ve Örgütsel Performans Arasındaki İlişki: Slovenya İşletmelerinden Deneysel Kanıtlar	2014	ROI, Satış Büyümesi, Kâr Büyümesi, Piyasa Değeri
Bai, Xuan; Chang, Jeanine	Kurumsal sosyal sorumluluk ve şirket performansı: Pazarlama yeterliliğinin aracı rolü ve piyasa ortamının aracılık rolü	2015	Büyüme Derecesi, ROI, Toplam Kârlılık
Venkatraman, Sitalakshmi; Nayak, Raveendranath Ravi	Kurumsal sürdürülebilirlik: üçlü kâr hanesinin tek unsura entegre etmek için bir bilgi sistemleri yaklaşımı	2015	Hissetlere En yüksek Temettü Ödemesi, İşletme Kârlılığı, Ödenmiş Sermayenin Ortalama Getirisi, Vergi Yükümlülükleri, Borç/ÖzKaynak Oranı
Chernev, Alexander; Blair, Sean	İyi Yapararak İyileşmek: Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Yardımsever Halesi	2015	-
Delmas, Magali A.; Nairn-Birch, Nicholas; Lim, Jinghui	Dinamik Çevresel ve Finansal Performans: Yeşilev Gaz Emisyonu Vakası	2015	ROA, Tobin's Q
Revelli, Christophe; Viviani, Jean-Laurent	Sosyal sorumlu yatırımın finansal performansı: ne öğrendik? Bir Meta-Analiz	2015	Stok Devir Oranı
Wei, Yu-chen; Lin, Carol Yeh-yun	Kurumsal Sosyal Sorumluluk Şirketin Performansına Nasıl Öncülük Eder? Uzunlamasına Bir Tayvan Araştırması	2015	ROA, Verimlilik (Satışlar ve Çalışanlar)

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Saeidi, Sayedeh Parastoo; Sofian, Saudah; Saeidi, Parvaneh; Saeidi, Sayyedeh Parisa; Saaeidi, Seyyed Alireza	Kurumsal sosyal sorumluluk bir şirketin finansal performansına nasıl katkıda bulunur? Rekabet avantajının, itibarın ve müşteri tatmininin arabuluculuğu rolü	2015	ROA, ROE, ROI, ROS, Pazar Payı Büyümesi, Satış Büyümesi
Goyal, Praveen; Rahman, Zillur; Kazmi, Absar Ahmad	Kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının analitik hiyerarşi süreçlerinin tanımlanması ve önceliklendirilmesi	2015	-
Garg, Priyanka	Hindistan'daki Şirketlerde Sürdürülebilirlik Raporlamalarının Şirket Performansına Etkisi	2015	ROA, Tobin's Q
Hsu, Feng Jui; Chen, Yu-Cheng	Bir şirketin finansal riski kurumsal sosyal sorumlulukla ilişkilendirilir mi?	2015	-
Tippayawong, K. Y.; Tiwaratreevit, T.; Sopadang, A.	Yeşil Tedarik Zinciri Operasyonlarının Tayland Elektronik Firmalarının Finansal Performansına Olumlu Etkileri	2015	ROA, Stok Devir Oranı, Faaliyet Maliyeti Oranı, Net Kâr Marjı, Aktif Devir Oranı
Martínez-Ferrero, Jennifer; Frías- Aceituno, José Valeriano	Sürdürülebilir Büyüme ve Finansal Performans Arasındaki İlişki: Uluslararası Deneysel Araştırma	2015	Pazar Değeri, Defter Değeri, ÖzKaynak, Net Faaliyet Geliri
Venkatraman, Sitalakshmi; Nayak, Raveendranath Ravi	Üçlü kâr hanesi elemanları arasındaki ilişkiler	2015	-
Yu, Minna; Zhao, Ronald	Sürdürülebilirlik ve firma değerlemesi: uluslararası bir araştırma	2015	Tobin's Q
Isidro, Helena; Sobral, Márcia	Kadınların Kurumsal Kurullarda Firma Değeri, Finansal Performans ve Etik ve Sosyal Uygunluk Üzerine Etkileri	2015	ROA, ROS, Tobin's Q
Chetty, Sukanya; Naidoo, Rebekah; Seetharam, Yudhvir	Güney Afrika'da Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Şirketlerin Finansal Performansına Etkisi	2015	ROA, ROE, EPS, Stok Devir Oranı
Malik, Mahfuja	KSS'nin Değer Artırıcı Olanakları: Çağdaş Literatürün Kısa Bir İncelemesi	2015	Ödenmemiş Payların Piyasa Değeri
Afza, Talat; Ehsan, Sadaf; Nazir, Sajid	Şirketlerin Finansal Performansları İçin Kurumsal Sosyal Sorumluluğa Dikkat Edip Etmemesi Gereği? Ajans ve Çoklu Paydaş Kuramlarına Bakış	2015	ROA, ROE, EPS, Satış Büyümesi, Tobin's Q, Fiyat Kazanç Getirisi

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Verbeeten, Frank H. M.; Gamerschlag, Ramin; Möller, Klaus	KSS açıklamaları yatırımcılarla alakalı mı? Almanya'dan deneysel kanıtlar	2016	Hisse Senedi Fiyatı, Hisse Başına Kazanç
Harrison, Jeffrey S.; Berman, Shawn L.	Kurumsal sosyal performans ve ekonomik döngü	2016	GSYH
Lizhen Chen, lzhen@ujs.edu.cn; Marfo, Emmanuel Opoku kwench@hotmail.com; Xuhua, xuhuahua.com	Kurumsal Sosyal Sorumluluk davranışı: Bilişim teknolojisi odaklı bir toplumda Firmanın Finansal Performansına Etkisi	2016	ROA, Stok Devir Hızı
Fernández-gago, Roberto; Cabeza-garcía, Laura; Nieto, Mariano	Kurumsal sosyal sorumluluk, yönetim kurulu ve şirket performansı: Onların ilişkileri üzerine bir analiz	2016	Şirket Değeri
Hou, Mingjun; Liu, Heng; Fan, Peihua; Wei, Zelong	KSS Uygulaması Doğu Asya Şirketlerinde İşe Yarar Mı? Bir Meta-Analitik İnceleme	2016	ROA, ROE, ROI, Kâr Büyümesi, ÖzKaynak Getirisi, Nakit Akışı, Satış Büyümesi, Tobin's Q, Pazar Payı, Piyasa Değeri / Defter Değeri, Sermaye Piyasası Getirisi, Pazar Payı Büyümesi, İhracat Büyümesi
Shank, Todd M. PhD; Shockey, Benjamin M. B. A.	Sürdürülebilir şirketlerin seçiminde yatırım stratejileri	2016	Hasılat (Risk İlişkili)
Cegarra-Navarro, Juan-Gabriel; Reverte, Carmelo; Gómez-Melero, Eduardo; Wensley, Anthony K. P.	Sosyal ve ekonomik sorumlulukların finansal performans ile ilişkilendirilmesi: İnovasyonun rolü	2016	ROE, Satış Büyümesi, ROA ve Pazar Payı, Vergi Öncesi Gelir
Kiessling, Timothy; Isaksson, Lars; Yasar, Burze	Pazar Oryantasyonu ve KSS: Performans Uygulamaları	2016	ROA
Endrikat, Jan	Kurumsal Çevre Performansına İlişkin Pazar Tepkileri İlgili Olaylar: Deneysel Kanıtın Meta-analitik Birleştirilmesi	2016	-
Lee, Sunghee; Jung, Heungjun	Kurumsal sosyal sorumluluğun kârlılığa etkisi	2016	ROA

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Nor, Norhasimah Md; Bahari, Norhabibi Aishah Shaiful; Adnan, Nor Amiera; Kamal, Sheh Muhammad Qamarul Ariffin Sheh; Ali, Inaliah Mohd	Çevre Açıklamalarının Malezya'daki Finansal Performans Üzerindeki Etkileri	2016	ROA, ROE, EPS, Kâr Marjı
Feng, Taiwen; Wang, Dan	Çevresel Yönetim Sistemlerinin Finansal Performans Üzerindeki Etkisi: Moderatör-Aracılık Analizi	2016	ROA, ROI, ROS, Net Kâr Marjı, Satışların Büyümesi, Kârlılığın Büyümesi, Pazar Payının Büyümesi
Kang, Charles; Germann, Frank; Grewal, Rajdeep	Günahlarını Arındırmak? Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Kurumsal Sosyal Sorumsuzluk ve Firma Performansı	2016	Tobin's Q
Karim, Khondkar; Suh, SangHyun; Tang, Jiali	Etik şirketler değer yaratıyor mu?	2016	Pazar Getirisi
Tuppura, Anni; Arminen, Heli; Pätäri, Satu; Jantunen, Ari	Farklı sektörlerdeki kurumsal sosyal ve finansal performans: tavuk mu yumurta mı?	2016	ROA, Piyasa Değeri
Busse, Christian	İyi olanı yaparak iyileştiriyor musun? Satınalma şirketlerinin ve sürdürülebilir tedarik zinciri yönetiminin kişisel çıkarları	2016	-
Cuadrado-Ballesteros, Beatriz; Garcia-Sanchez, Isabel-Maria; Martinez Ferrero, Jennifer	Kurumsal açıklamalar sermaye maliyeti ile nasıl ilişkilidir? Bilgi asimetrisinin temel rolü	2016	EPS, Sermaye Maliyeti, Fiyat Kazançlarının Büyümesi
Auer, Benjamin R.	Sosyal Sorumluluk Sahibi Yatırım Politikaları Avrupa Menkul Kıymetler Portföyüne Değer Mi Katar, Yoksa Onu Yok Mu Eder?	2016	Sharpe Oranı
Osazuwa, Nosakhare Peter; Che-Ahmad, Ayoib	Malezya'nın halka açık şirketlerinde çevreci olmakla şirket değeri arasındaki ilişkinin kaldıraç ve kârlılığın ılımlı etkisi	2016	ROA, Piyasa Değeri, Net Defter Değeri, EPS, Kaldıraç
Lipiec, Jacek	Varşova Borsası kurumsal sosyal sorumluluğa değer veriyor mu?	2016	Sermaye Varlıkları Fiyatlama Modeli (CAPM)

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Wiengarten, Frank; Lo, Chris K.; Lam, Jessie Y.	“Sürdürülebilir Liderlik Şirket Performansını Nasıl Etkiler?” Kararlar CEO mu yoksa KSS ile mi alınıyor?	2017	ROA
Haffar, Merriam; Searcy, Cory	Kurumsal Sürdürülebilirlik Uygulamalarında Vazgeçiş Mücadelesinin Sınıflandırılması	2017	-
Wu, Junjie; Lodorfos, George; Dean, Aftab; Gioulmpaxiotis, Georgios	Ekonomik Çevrimi Sürecinde Sosyal Sorumlu Yatırımların Piyasa Performansı — FTSE (Finansal Ürün, Araştırma, Referans, Kıyaslama) Örneği Kullanılarak İfade Edildi	2017	Pay Senedi Fiyatı
Du, Xingqiang; Weng, Jianying; Zeng, Quan; Chang, Yingying; Pei, Hongmei	Borç Verenler Kurumsal Çevresel Performansı Alkışlıyor mu? Çinli Özel Şirketlerden Elde Edilen Kanıtlar	2017	Borçların Faiz Oranı
Panwar, Rajat; Nybakk, Erlend; Hansen, Eric; Pinkse, Jonatan	Ticari Vakalar Önemli mi? Algılanan Bir Ticari Vakanın Küçük İşletmelerin Sosyal Bağlılığı Üzerindeki Etkisi	2017	ROI, ROS, Satış Büyümesi, Net Kârlılık, Nakit Akış
Yawar, Sadaat Ali; Seuring, Stefan	Tedarik Zincirlerinde Sosyal Sorunların Yönetimi: Sosyal Sorunları, Eylemleri ve Performans Sonuçlarını İnceleyen Bir Literatür Taraması	2017	-
Rego, Arménio; Cunha, Miguel Pina; E.; Polónia, Daniel	Kurumsal Sürdürülebilirlik: Tepeden Bir Bakış	2017	-
Schmidt, Christoph G.; Foerstl, Kai; Schaltenbrand, Birte	Tedarik zinciri konumu paradoksu: yeşil uygulamalar ve firma performansı	2017	ROI, Satış Başına Kârlılık, İstihdam Verimliliği (satış/çalışanlar), Satış Büyümesi
Wang, Dan; Feng, Taiwen; Lawton, Alan	Etik Liderliği Şirket Performansı ile Bağlama: Çok Boyutlu Bir Bakış Açısı	2017	ROA, ROI, ROS, Satış Büyümesi, Kâr Büyümesi, Pazar Payı Büyümesi, Faaliyetlerin Toplam Entkinliği
Grewatsch, Sylvia; Kleindienst, Ingo	İyi Olmak Ne Zaman Karşılığını Alır? Kurumsal Sürdürülebilirlikteki Moderatörler ve Aracılar – Kurumsal Finansal Performans İlişkisi: Eleştirel Bir İnceleme	2017	-
Arouri, Mohamed; Pijourlet, Guillaume	KSS Performansı ve Nakit Kaynakların Değeri: Uluslararası Deliller	2017	EBIT, Piyasa Değeri (piyasa değeri ve toplam borçlar), Fama-French

Yazar	Konu	Yıl	Performans Göstergesi
Arevalo, Jorge A.; Aravind, Deepa	Gönüllü KSS'de Stratejik Sonuçlar: İlkelere Dayalı Girişimlerde Ekonomik ve İtibar Faydalarının Raporlanması	2017	Gelir Büyümesi, Verimlilik Geliştirmeleri, Maliyet Tasarrufu, Sermayeye Erişim
Oh, Hannah; Bae, John; Kim, Sang- joon	Günahkar Şirketler KSS Çabalarının Reklamını Yapmaktan Yararlanabilir Mi? Günahkar Şirketlerin Reklamlarının Şirket Performansı ile Eşleştirilen KSS İle Etkesi	2017	Stok Devir Oranı, Kendine Özgü Risk
Ibikunle, Gbenga; Steffen, Tom	Avrupa Yeşil Yatırım Fonu Performansı: Konvansiyonel ve Siyah Akranlarıyla Karşılaştırmalı Bir Analiz	2017	CAPM
Faris Alshubiri	Yeşil lojistik temelli faaliyetlerin Umman'ın sürdürülebilir parasal genişleme göstergelerine etkisi	2017	-
Székely, Nadine; Jan vom Brocke	Kurumsal sürdürülebilirlik raporlamasından ne öğrenebiliriz? Konu modelleme tekniği kullanılarak 1999 ve 2015 yılları arasında yayımlanan 9.500'ün üzerinde kurumsal sürdürülebilirlik raporundan araştırma ve uygulama önerileri türetme	2017	-
(Jean) Jeon, Hyo Jin; Gleiberman, Aaron	Sürdürülebilirlik ve yeşil stratejilerin kanallardaki rolünün incelenmesi: franchise endüstrisinden kanıtlar	2017	ROS

Kaynak: Alshehhi, (2017)