

**T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
2017-DR-088**

**SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNİN
FİRMALARIN HİSSE SENEDİ DEĞERİNE VE
KARLILIĞINA ETKİSİNİN İNCELENMESİ: BİST
100 ENDEKSİNDEKİ FİRMALAR ÜZERİNE BİR
ARAŞTIRMA**

**HAZIRLAYAN
Çağdaş GÜNDÜZ**

**TEZ DANIŞMANI
Doç. Dr. Mustafa ÖZTÜRK**

AYDIN-2017

T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

İşletme Anabilim Dalı Doktora Programı öğrencisi Çağdaş GÜNDÜZ tarafından hazırlanan “Sürdürülebilirlik Endeksinin Firmaların Hisse Senedi Değerine ve Karlılığına Etkisinin İncelenmesi: BİST 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir Araştırma” başlıklı tez, 20/09/2017 tarihinde yapılan savunma sonucunda aşağıda isimleri bulunan jüri üyelerince kabul edilmiştir.

Unvanı, Adı Soyadı	Kurumu	İmzası
Başkan : Prof. Dr. Yusuf KADERLİ	ADÜ
Üye : Doç. Dr. Mustafa ÖZTÜRK	ADÜ
Üye : Yrd. Doç. Dr. Eymen GÜREL	MSKÜ
Üye : Yrd. Doç. Dr. Umut Tolga GÜMÜŞ	ADÜ
Üye : Yrd. Doç. Dr. Esra Burcu BULGURCU GÜREL	MSKÜ

Jüri üyeleri tarafından kabul edilen bu Doktora tezi, Enstitü Yönetim KurulununSayılı kararıylatarihinde onaylanmıştır.

Doç. Dr. Ahmet Can BAKKALCI
Enstitü Müdür V.

T.C.
ADNAN MENDERES ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE
AYDIN

Bu tezde sunulan tüm bilgi ve sonuçların, bilimsel yöntemlerle yürütülen gerçek deney ve gözlemler çerçevesinde tarafımdan elde edildiğini, çalışmada bana ait olmayan tüm veri, düşünce, sonuç ve bilgilere bilimsel etik kuralların gereği olarak eksiksiz şekilde uygun atıf yaptığımı ve kaynak göstererek belirttiğimi beyan ederim.

...../...../2017

Çağdaş GÜNDÜZ

ÖZET

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNİN FİRMALARIN HİSSE SENEDİ DEĞERİNE VE KARLILIĞINA ETKİSİNİN İNCELENMESİ: BİST 100 ENDEKSİNDEKİ FİRMALAR ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

Çağdaş GÜNDÜZ

Doktora Tezi, İşletme Anabilim Dalı

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Mustafa ÖZTÜRK

2017, 232 sayfa

Şirketler, toplumsal ihtiyaçları gidermek için yürüttükleri faaliyetleri sonucu olumsuz sosyal ve çevresel etkiler yaratabilmektedir. Ortaya çıkan bu etkileri azaltmak ve ekolojik, sosyal, ekonomik düzenin uyumunu korumak için de çeşitli girişimlerde bulunmaktadır. Sürdürülebilirlik adı altındaki bu girişimler sosyal paydaşlarla olan her türlü etkileşimi kapsamakta ve literatürde gittikçe daha fazla yer almaktadır. Yaşanan gelişmelerden aynı zamanda finansal piyasalar da önemli derecede etkilenmektedir. Bu bağlamda, yatırımcılara sürdürülebilir şirketleri değerlendirme fırsatı vermek için menkul kıymet borsalarında sürdürülebilirlik endeksleri oluşturulmuştur. Türkiye’de de Borsa İstanbul A.Ş. tarafından BİST Sürdürülebilirlik Endeksi piyasaya sürülmüştür.

Bu çalışmada, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne dahil edilen firmaların endekse dahil edildikten sonra hisse senedi değerlerinde ve karlılık düzeylerinde meydana gelen değişim ampirik olarak incelenmiştir. 2014-2016 yılları arasında endekste işlem gören 42 firmanın finansal verileri kullanılmıştır. Analizler yatay kesit verilerini ve zaman serisi verilerini içerdiği için panel veri analiz tekniklerinden yararlanılmıştır. Çalışmanın bulguları, sürdürülebilirlik endeksine dahil olmanın firmaların finansal performans göstergeleri üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığını ortaya koymuştur. Ayrıca elde edilen sonuçlar, payları endekste işlem görmesine rağmen endeks şirketlerinin bu durumdan ekonomik fayda sağlayamadığını göstermiştir.

ANAHTAR SÖZCÜKLER: BİST Sürdürülebilirlik Endeksi, Sürdürülebilir Faaliyetler, Finansal Performans, Panel Veri Analizi.

ABSTRACT

ANALYZING THE EFFECT OF SUSTAINABILITY INDEX ON STOCK VALUE AND PROFITABILITY OF FIRMS: A RESEARCH ON THE BIST 100 FIRMS

Çağdaş GÜNDÜZ

PhD. Thesis, at Business Administration
Supervisor: Assoc Prof. Mustafa ÖZTÜRK

Companies are able to create negative social and environmental impacts as a result of their activities to meet social needs. They are taking various initiatives to mitigate these effects and to protect ecological, social and economic order harmony. These initiatives, called sustainability, involve all sorts of interactions with stakeholders and are increasingly involved in the literature. At the same time, financial markets are significantly affected by so called developments. In this context, sustainability indices are created in stock exchanges to give an opportunity for investors in order to evaluate sustainable companies. In Turkey, BIST Sustainability Index is released by Borsa Istanbul A.Ş. to the market.

In this study, the change in stock prices and profitability of firms after the inclusion in BIST Sustainability Index are empirically examined. Dataset comprising the period between 2014 and 2016 is used for 42 firms which are listed in the sustainability stock indice. Since our analysis includes both cross section data and time series data, panel data is used in the study. Empirical findings show that inclusion in the sustainability stock indice has no effect on financial performance indicators of companies. Besides, the results performed that listed companies could not provide economic benefits, even though their shares are listed in the sustainability stock index.

KEYWORDS: BIST Sustainability Index, Sustainable Activities, Financial Performance, Panel Data.

ÖNSÖZ

John Locke'un "Tüm farkı yaratan emektir" sözünden hareketle özverili ve yoğun bir çalışmanın ardından ortaya çıkan bu eserde birçok kişinin katkısı bulunmaktadır. Doktora tezimin hazırlanmasında değerli fikir ve katkılarıyla bana yol gösteren, tez danışmanım Sayın Doç. Dr. Mustafa Öztürk'e hoşgörüsü ve sabrı için teşekkürlerimi sunarım. Çalışma boyunca benden desteğini esirgemeyen, her zaman yardıma hazır oluşlarıyla bana güven ve çalışma gücü veren çok değerli hocalarım, Sayın Prof. Dr. Yusuf Kaderli'ye ve Sayın Yrd. Doç. Dr. Eymen Gürel'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Doktora sürecinde, üzerimdeki sorumlulukları hafifleterek çalışmama katkı sağlayan, iyi ve kötü günlerimde elimi hiç bırakmayan ve hayatı beraber paylaştığım değerli eşim Gonca Şimşek Gündüz'e şükran borçluyum.

Son olarak, beni bugünlere getiren, çağdaş, özgür ve sevgi dolu bir birey olmamı sağlayan ve sevgilerini benden hiç esirgemeyen, dahası beni Ozan gibi bir kardeşle mutlu kılan annem ve babam; sizlere şükran borçluyum.

Çağdaş GÜNDÜZ

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY SAYFASI.....	iii
BİLİMSEL ETİK BİLDİRİM SAYFASI.	v
ÖZET	vii
ABSTRACT.....	ix
ÖNSÖZ	xi
KISALTMALAR VE SİMGELER DİZİNİ.....	xvii
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	xxi
ÇİZELGELER DİZİNİ	xxiii
EKLER DİZİNİ.....	xxv
GİRİŞ	1
1. ARAŞTIRMA HAKKINDA AÇIKLAMALAR	3
1.1. Çalışmanın Konusu	3
1.2. Çalışmanın Amacı	3
1.3. Çalışmanın Önemi.....	4
1.4. Çalışmanın Varsayımları.....	5
1.5. Materyal ve Yöntem.....	5
1.6. Literatür Özeti	14
1.7. Kapsam ve Sınırlılıklar.....	26
2. KURAMSAL VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	29
2.1. Sürdürülebilir Kalkınmadan Sürdürülebilirliğe.....	29
2.1.1. Sürdürülebilir Kalkınmada Kilometre Taşları.....	29
2.1.2. Sürdürülebilir Kalkınmada İlkeler	36
2.1.3. Sürdürülebilir Olmayan Eğilimler.....	37
2.2. Şirketler ve Sürdürülebilirlik.....	41
2.2.1. Sürdürülebilir Kalkınmadan Kurumsal Sürdürülebilirliğe.....	41
2.2.2. Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramı	52

2.2.3. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Temel Bileşenleri	55
2.2.3.1. Sürdürülebilir kalkınma.....	57
2.2.3.2. Kurumsal sosyal sorumluluk	58
2.2.3.3. Sosyal paydaş teorisi	61
2.2.3.4. Kurumsal hesap verebilirlik	63
2.2.4. Sürdürülebilirliğin Şirketlere Sağladığı Katkılar.....	64
2.3. Borsalar ve Sürdürülebilirlik	69
2.3.1. Sürdürülebilir Borsalar Girişimi (SSE)	70
2.3.2. Sürdürülebilirlik Çalışma Grubu (SWG).....	73
2.4. Sürdürülebilir Yatırımlar	77
2.4.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Piyasalarda Sürdürülebilir Yatırımlar	79
2.4.2. Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım Prensipleri (UNPRI).....	82
2.4.3. Sürdürülebilir Yatırım Konusunda Diğer Küresel Düzenlemeler	83
2.4.3.1. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Yardımlaşma Konseyi (ICCR)	84
2.4.3.2. Kurumsal Yatırımcı Konseyi (Council of Institutional Investors)	84
2.4.3.3. İklim Riski Üzerine Yatırımcı Ağı (INCR).....	85
2.4.3.4. BM Çevre Programı Finans Girişimi (UNEP FI).....	85
2.4.3.5. Karbon Saydamlık Projesi (Carbon Disclosure Project)	85
2.4.3.6. Küresel Etki Yatırımı Ağı (Global Impact Investment Network)	86
2.4.3.7. Küresel Sürdürülebilir Yatırım Ortaklığı (GSIA)	87
2.4.3.8. Yatırımcılar Kurulu Merkezi.....	87
2.5. Sürdürülebilirlik Endeksleri	87
2.5.1. Dünya Geneline Sürdürülebilirlik Endeksleri	91
2.5.2. Sürdürülebilirlik Endeksi Derecelendirmelerinde Zorluklar	94
2.6. Finansal Raporlardan Sürdürülebilirlik Raporlarına	98
2.6.1. Zorunlu ve Gönüllü Raporlama Yaklaşımları	104
2.6.2. Sürdürülebilir Raporlamayla İlgili Küresel Düzenlemeler.....	106
2.6.2.1. Küresel Raporlama Girişimi (GRI)	106

2.6.2.2. BM Küresel İlkeler Sözleşmesi (UNGC).....	109
2.6.2.3. Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (IIRC).....	110
2.6.3. Neden Sürdürülebilir Raporlama?.....	110
2.6.4. Sürdürülebilirliği Teşvik Eden Mali Olmayan Gerekçeler	115
2.6.4.1. Öncülük ve inovasyon.....	115
2.6.4.2. Bilgiye erişim	115
2.6.4.3. Düzenleyici otoriteyi etkilemek	116
2.6.4.4. Kurumsal itibar.....	117
2.7. Türkiye’de Sürdürülebilirlik	118
2.7.1. Türkiye’de Sürdürülebilirliğe Yönelik Genel Bakış	118
2.7.1.1. Türkiye’de sürdürülebilirliğe yönelik temel sorunlar.....	121
2.7.1.2. Çevresel sorunlar.....	121
2.7.1.3. Sosyal sorunlar	124
2.7.1.4. Yönetişim sorunları	127
2.7.2. Borsa İstanbul’da Sürdürülebilirlik	130
2.7.2.1. BIST sürdürülebilirlik endeksi	134
2.7.2.2. Değerleme sürecine ve yöntemine ilişkin bilgiler	136
2.7.2.3. Endeks hesaplama yöntemine ilişkin bilgiler	141
2.8. Panel Veri Analizi Metodolojisi.....	143
2.8.1. Panel Veri Analizi	143
2.8.2. Panel Veri Kullanımının Avantajları ve Getirdiği Kısıtlamalar	144
2.8.3. Doğrusal Panel Veri Modelleri	146
2.8.3.1. Klasik modeller	146
2.8.3.2. Sabit etkiler modeli (Sabit etkili model)	148
2.8.3.3. Rassal etkiler modeli (Tesadüfi etkiler modeli)	150
2.8.4. Panel Veri Modellerinin Tahmini	152
2.8.4.1. Gölge değişkenli en küçük kareler yöntemi (GDEKK)	152
2.8.4.2. Grup içi tahmin yöntemi	153

2.8.4.3. Genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi (GEKK)	154
2.8.4.4. En çok olabilirlik yöntemi	155
2.8.5. Panel Veri Tahmin Yöntemlerinin Seçimi	156
2.8.5.1. Hausman testi	156
2.8.5.2. Breusch-Pagan (LM) testi.....	157
2.8.6. Panel Veri Modellerinde Temel Varsayımların Testi.....	158
2.8.6.1. Panel veri modellerinde değişen varyans (Heteroskedasite) testi.....	158
2.8.6.2. Panel veri modellerinde otokorelasyon testi.....	160
2.8.6.3. Panel veri modellerinde yatay kesit bağımlılığı testi.....	162
2.8.7. Heteroskedasite, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığının Varlığında Robust Tahminciler.....	164
3. ARAŞTIRMA BULGULARI	166
3.1. F-testi.....	167
3.2. Hausman Testi.....	169
3.3. Panel Regresyon Modelinde Temel Varsayımların Testleri.....	169
3.3.1. Değişen Varyans Testi.....	169
3.3.2. Otokorelasyon Testi	170
3.3.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi.....	171
3.4. Çoklu Doğrusal Bağlantı Testi	172
3.5. Dirençli (Robust) Tahminciler	173
TARTIŞMA VE SONUÇ.....	177
KAYNAKLAR.....	189
EKLER	225
ÖZGEÇMİŞ.....	231

KISALTMALAR VE SİMGELER DİZİNİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ADH	: Aktif Devir Hızı
AKT	: Aktif Toplamı
ALM	: Düzeltilmiş Lagrange Çarpanı
Ar-Ge	: Araştırma ve Geliştirme
BİST	: Borsa İstanbul A.Ş.
BM	: Birleşmiş Milletler
BM&FBOVESPA	: Brezilya Menkul Kıymetler Borsası
CD	: Yatay Bağımlılık (Cross Dependency)
CDP	: Karbon Saydamlık Projesi (Carbon Disclosure Project)
CEO	: İcra Kurulu Başkanı (Chief Executive Officer)
CII	: Kurumsal Yatırımcı Konseyi (Council of Institutional Investors)
D	: Firmanın Sürdürülebilirlik Endeksine Alındığı Yılı Gösteren Gölge Değişken
Deloitte	: Dört Büyük Bağımsız Denetim Şirketinden Birisi (Deloitte Touche Tohmatsu)
DJGI	: Dow Jones Global Endeksi (Dow Jones Global Indice)
DJSI STOXX	: Dow Jones Avrupa Sürdürülebilirlik Endeksi
DJSI	: Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi (Dow Jones Sustainability Indice)
DJSWI	: Dow Jones Sürdürülebilirlik Dünya Endeksi (Dow Jones Sustainability World Indice)
DW	: Durbin Watson Testi
EIRIS	: Ethical Investment Research Services Limited

EUROSIF	: Avrupa Sürdürülebilir Yatırım Forumu (European Sustainable Investment Forum)
FTSE4Good IBEX	: Madrid Menkul Kıymetler Borsası Sürdürülebilirlik Endeksi
FTSE4Good	: Londra Menkul Kıymetler Borsası Sürdürülebilirlik Endeksi
GDEKK	: Gölge Değişkenli En Küçük Kareler
GEKK	: Genelleştirilmiş En Küçük Kareler
GIIN	: Küresel Etki Yatırımı Ağı (Global Impact Investment Network)
GRI	: Küresel Raporlama Girişimi (Global Reporting Initiative)
GSIA	: Küresel Sürdürülebilir Yatırım Ortaklığı (Global Sustainable Investment Alliance)
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
GYO	: Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
ICCR	: Interfaith Center On Corporate Responsibility
IFC	: Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation)
IIRC	: Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (International Integrated Reporting Council)
INCR	: Investor Network On Climate Risk
ISE	: Brezilya Borsası Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi
IUCN	: Dünya Doğa ve Doğal Kaynakları Koruma Birliği (International Union for Conservation of Nature)
JSE	: Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası
KAL	: Finansal Kaldıraç Oranı
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KPMG	: Dört Büyük Bağımsız Denetim Şirketinden Birisi
LBI	: Yerel En İyi Değişmez Testi

LM	: Breusch-Pagan Lagrange Çarpanı (Lagrange Multiplier)
MCED	: Çevre ve Kalkınma Bakanlar Konferansı (Ministerial Conference on Environment and Development)
NET	: Net Satışlardaki (%) Büyüme
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organization for Economic Cooperation and Development)
PDDD	: Piyasa Değeri Defter Değeri Oranı
PISA	: Uluslararası Öğrenci Değerlendirme Programı (Programme for International Student Assessment)
PWC	: Dört Büyük Bağımsız Denetim Şirketinden Birisi (PriceWaterhouseCoopers)
RESPECT	: Varşova Borsası Sürdürülebilirlik Endeksi
Rio+20	: Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Konferansı (United Nations Conference on Sustainable Development)
ROA	: Aktif Karlılık Oranı
ROE	: Özsermaye Karlılık Oranı
SGI	: Sürdürülebilir Yönetişim Göstergeleri (Sustainable Governance Indicators)
SKD	: İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği
SRI	: Sosyal Sorumlu Yatırımlar (Socially Responsible Investment)
SSE	: Sürdürülebilir Borsalar Girişimi (Sustainable Stock Exchanges Initiative)
SWG	: Sürdürülebilirlik Çalışma Grubu (Sustainability Working Group)
TBL	: Üçlü Performans Yaklaşımı (Triple Bottom Line)
TİSK	: Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu
TOB	: Tobin's Q Değerleri
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
UFRS	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları

UMS	: Uluslararası Muhasebe Standartları
UN DESA	: Birleşmiş Milletler Ekonomik ve Sosyal İlişkiler Departmanı (United Nations Department of Economic and Social Affairs)
UNCED	: Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı (United Nations Conference on Environment and Development)
UNCSD	: Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Komisyonu (United Nations Commission on Sustainable Development)
UNEP FI	: Birleşmiş Milletler Çevre Programı Finans Girişimi (United Nations Environment Programme Finance Initiative)
UNEP	: Birleşmiş Milletler Çevre Programı (United Nations Environment Programme)
UNGC	: Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi (United Nations Global Compact)
UNICEF	: Birleşmiş Milletler Çocuklara Yardım Fonu (United Nations International Children's Emergency Fund)
UNPRI	: Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım Prensipleri (United Nations Principles for Responsible Investment)
US SIF	: Sürdürülebilir ve Sorumlu Yatırım Forumu (The Forum for Sustainable and Responsible Investment)
VIF	: Varyans Şişirme Faktörleri
WB	: Dünya Bankası (World Bank)
WCED	: Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu (World Commission on Environment and Development)
WCS	: Dünya Koruma Stratejisi (World Conservation Strategy)
WEF	: Dünya Ekonomik Forumu (World Economic Forum)
WFE	: Dünya Borsalar Federasyonu (World Federation of Exchanges)
WHO	: Dünya Sağlık Örgütü (World Health Organization)
WSSD	: Dünya Sürdürülebilir Kalkınma Zirvesi (World Summit on Sustainable Development)

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 2.1. Sürdürülebilir Kalkınma Üçgeni	35
Şekil 2.2. Sylvicultura Oeconomica Adlı Eserin Kapak Sayfası.....	43
Şekil 2.3. Şirketler ve Sürdürülebilirlik Teorilerinin Evrimi	45
Şekil 2.4. Yeşil Ekonomiye Geçiş Süreci	51
Şekil 2.5. Kurumsal Sürdürülebilirlik ve Diğer İlişkili Terimler	57
Şekil 2.6. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Piramidi.....	59
Şekil 2.7. Borsaların Sürdürülebilirlik Yaklaşımları.....	71
Şekil 2.8. Borsaların Sürdürülebilirlik Konusundaki Girişimleri.....	74
Şekil 2.9. Borsaların Sürdürülebilirliği Seçme Nedenleri	75
Şekil 2.10. Yatırımcının İlgisi	76
Şekil 2.11. Sürdürülebilir Yatırımların ABD’deki Seyri (1995-2016).....	80
Şekil 2.12. Sürdürülebilir Yatırımların Avrupa’daki Seyri (2011-2015).....	81
Şekil 2.13. Sürdürülebilir Yatırım Konusunda Düzenlemeler	84
Şekil 2.14. Dünyadaki Sürdürülebilir Endeks Sayısındaki Seyir	92
Şekil 2.15. Sürdürülebilir Raporlarının Gelişimi	101
Şekil 2.16. Sürdürülebilir Raporlamada Küresel Trendler	108
Şekil 2.17. Yıllar İtibariyle Sürdürülebilirlik Raporu Sayısı.....	114
Şekil 2.18. PİSA 2015 Türkiye’nin Sıralaması	126
Şekil 2.19. BİST’de Öncelikli Konular	131

ÇİZELGELER DİZİNİ

Çizelge 1.1. Konu ile İlgili Çalışmaların Listesi	14
Çizelge 1.2. Endekste Yer Alan Şirketlerin Listesi.....	27
Çizelge 2.1. Sürdürülebilir Kalkınmada Kilometre Taşları	32
Çizelge 2.2. BM Sürdürülebilir Kalkınma Konu Başlıkları	34
Çizelge 2.3. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Temel Bileşenleri.....	56
Çizelge 2.4. Paydaş Haritası.....	62
Çizelge 2.5. Küresel 100 Listesi (İlk 5 Şirket).....	68
Çizelge 2.6. Dünya Borsaları Genelindeki Sürdürülebilir Endeksleri	93
Çizelge 2.7. Derecelendirmede Yaşanan Zorluklar.....	95
Çizelge 2.8. Gönüllü ve Zorunlu Sürdürülebilirlik Raporu Trendi	105
Çizelge 2.9. Sürdürülebilir Raporlama Düzeyi	108
Çizelge 2.10. Sürdürülebilirlikte Kilometre Taşları	132
Çizelge 2.11. Endeks Göstergelerinin Listesi	137
Çizelge 3.1. F Testi Sonuçları	168
Çizelge 3.2. Hausman Testi Sonuçları	169
Çizelge 3.3. Değişen Varyans Testi Sonuçları	170
Çizelge 3.4. Otokorelasyon Testlerine İlişkin Sonuçlar	171
Çizelge 3.5. Friedman Yatay Kesit Bağımlılığı Testine İlişkin Sonuçlar	171
Çizelge 3.6. Korelasyon Matrisi ve VIF Değerleri	172
Çizelge 3.7. ROA Modelinin Dirençli Tahmin Sonuçları.....	173
Çizelge 3.8. ROE Modelinin Dirençli Tahmin Sonuçları	174
Çizelge 3.9. LnTOB Modelinin Dirençli Tahmin Sonuçları.....	175
Çizelge 3.10. LnPDDD Modelinin Dirençli Tahmin Sonuçları.....	176

EKLER DİZİNİ

Ek 1. BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Şirketlerinin Finansal Verileri	225
--	-----

GİRİŞ

Temelini daha çok ekonomik konuların oluşturduğu küreselleşme olgusu dünya üzerinde birtakım dönüşümlere neden olmaktadır. Küreselleşmenin yol açtığı bu dönüşümler ekonomik ve finansal sonuçların yanında çevresel, siyasal, kültürel ve teknolojik değişimleri de beraberinde getirmektedir. Dünya üzerindeki bu geniş çaplı ve hızlı etkileşimler doğal olarak şirketlerin stratejileri üzerinde etkili olmaktadır.

Temel amacın kar sağlamak olduğu kabul edilse de günümüzde şirketlerin geniş bir sosyal paydaş grubuna karşı sorumlulukları bulunduğu görüşü de yaygın bir şekilde kabul görmektedir. Artık şirketler kar peşinde koşmaktan ziyade toplumsal bir misyon üstlenerek müşterilerine, çevreye ve devlete değer yaratmayı hedefleyen kurumsal yapılara dönüşmektedir. Üretim sürecindeki faaliyetleri nedeniyle ekonomik, çevresel ve sosyal sorunların çözümünde aktif rol oynamaları kendilerinden beklenmektedir. Bu durum şirketlerde sosyal sorumluluk bilincinin gelişmesine ve sürdürülebilirlik adı altında yeni bir anlayışın doğmasına zemin hazırlamaktadır.

Genel anlamda sürdürülebilirlik, kaynak tüketiminde sonraki kuşakları da dikkate almak, çevresel ve toplumsal sağlığa uygun yaşam koşulları oluşturmak ve daha etkin bir ekonomik düzen sağlamak temelinde sosyal eşitlik, çevre koruma ve ekonomik kalkınma konularıyla ilgili bir kavram olarak değerlendirilmektedir. Şirketler açısından ele alındığında ise finansal, çevresel, sosyal, etik konuların şirket kültürü ile uyumlaştırılmasını ve bu şekilde sürdürülebilir bir anlayışın kurumsal yapıya egemen olmasını sergilemektedir. Sürdürülebilirlik uygulamaları işletmelerin küresel ortamda ayakta kalabilmeleri için büyük önem taşımaktadır. Bu nedenle, şirketler stratejilerini bu çerçevede geliştirmektedir.

Şüphesiz ki sürdürülebilirlik anlayışının gelişimi finansal piyasaları etkilemektedir. Gelinek noktada menkul kıymet borsaları da yatırımcılarına yönelik birtakım yenilikler yaratma konusunda kendilerini zorunlu hissetmektedir. Çeşitli dünya borsaları tarafından hizmete sunulan sürdürülebilirlik endeksleri bu yeniliklerden en dikkat çeken olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sayede sorumlu yatırımlar özendirilmekte ve bu tür yatırımları önemseyen şirketler ile yatırımcı grupları buluşturulmaktadır.

Borsa İstanbul A.Ş. (BİST) bu alanda yatırımcısını sürdürülebilirlik endeksi hizmeti ile buluşturan bir menkul kıymet borsası olarak dünya borsaları arasında önemli bir yer tutmaktadır. Türkiye’de faaliyet gösteren şirketlerin sürdürülebilirlik uygulamalarına ait bilgileri yatırımcılara iletmek amacıyla BİST Sürdürülebilirlik Endeksi oluşturulmuştur. Bu çalışmanın amacı tam olarak bu noktada BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne dahil edilen işletmelerin endekse dahil edildikten sonra hisse senedi değerlerinde ve karlılık düzeylerinde meydana gelen değişimi incelemektir. Bu amaçla, endeks yayın tarihinden itibaren BİST 100 endeksinde dört çeyrekte de işlem gören işletmeler üzerine bir araştırma yapılmıştır. İhtiyaç duyulan bilgiler geniş bir literatür taraması ve endekse dahil edilen firmalardaki hisse senedi değerleri ve karlılık düzeylerinde meydana gelen değişimin panel veri analizi yöntemi kullanılarak değerlendirilmesi neticesinde elde edilmiştir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde çalışmanın konusu, amacı, önemi, varsayımları ile materyal ve yöntem, literatür özeti, kapsam ve sınırlılıklar hakkında bilgi verilmiştir. İkinci bölümde, sürdürülebilirlik, kurumsal sürdürülebilirlik ve menkul kıymet borsalarında sürdürülebilirlik konuları detaylı biçimde incelenmiştir. Ayrıca, Türkiye’deki kurumsal sürdürülebilirlik ile ilgili düzenlemelere ve sürdürülebilirlik uygulamalarına değinilmiştir. BİST Sürdürülebilirlik Endeksi hakkında bilgilendirmeler yapılmıştır. Ayrıca, bu bölümde araştırma amacına uygun olarak kullanılan ekonometrik yöntem Panel Veri Analizi teorisi hakkında bilgilendirme yapılmıştır. Üçüncü bölümde ise araştırmanın amacı doğrultusunda panel veri analizi çerçevesinde gerçekleştirilen testlerin sonuçlarına, elde edilen bulgulara yer verilmiştir. Son bölümde ise araştırma bulgularının yorumuna ve sonuçların değerlendirilmesine yer verilmiştir.

1. ARAŞTIRMA HAKKINDA AÇIKLAMALAR

Çalışmanın bu bölümünde çalışmanın konusuna, amacına, önemine, varsayımları ile materyal ve yönteme, literatür özetine, kapsam ve sınırlılıklara yer verilmektedir.

1.1. Çalışmanın Konusu

Ekonomik ve sosyal kalkınmanın kuşaklar boyu daha adil ve daha etkili bir şekilde devam etmesi için en gerekli unsur olan “sürdürülebilirlik kavramı” esasında çalışmanın konusunu oluşturmaktadır.

Sürdürülebilirlik kavramı çalışmada finansal çerçevede incelenmektedir. Sürdürülebilirlik anlayışına verdikleri değer nedeniyle BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’nde işlem gören şirketlerin endekse alınma olayının hisse senedi değerlerinde ve karlılık düzeylerinde değişikliğe yol açıp açmadığı konusunda değerlendirmeler yapılmaktadır. Bununla birlikte, endekse alınma olayına yatırımcıların nasıl bir tepki gösterdikleri ve sürdürülebilirlik kavramının finansal yatırımcıların yatırım kararlarında ne derece etkili olduğu konuları da incelenerek çerçevesi çizilmeye çalışılmaktadır. Bu nedenle, çalışmanın teoride sürdürülebilirliği konu edinen bölümlerinde söz konusu kavram şirketler ve menkul kıymet borsaları ile bütünleştirilmektedir. Çalışmanın ampirik analizlere yer verildiği bölümünde teorik çerçeve ve literatür yazını da dikkate alınarak şirketlerin BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne alınmalarının hisse senedi değerlerinde ve karlılık düzeylerinde değişikliğe yol açıp açmadığını belirlemeye yarayan bir ampirik modelden hareket edilmektedir.

1.2. Çalışmanın Amacı

Sürdürülebilirlik anlayışı, şirketlerin sorumluluk alanlarını ortaklarından veya hissedarlarından oluşan dar bir çerçevenin dışına taşıyarak sosyal paydaş grubunun oluşturduğu geniş bir çerçeveye doğru genişletmektedir. Sorumluluk sınırları genişleyen işletmeler ortağından müşterisine, yatırımcısından çevreye birçok kesime karşı sorumlu olmakta ve bu kesimlerin çıkarını gözetmektedir. İşte bu noktada sürdürülebilirlik, sürdürülebilir faaliyetlere önem veren yatırımcılar ile sorumlu yatırım sahibi şirketleri menkul kıymet borsaları aracılığıyla bir araya getirmektedir. Bu bağlamda çalışmanın amacı, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne dahil edilen işletmelerin endekse dahil edildikten sonra hisse senedi değerlerinde

ve karlılık düzeylerinde meydana gelen değişimi incelemek ve elde edilen uygulama sonuçlarına göre önerilerde bulunmak şeklinde özetlenebilmektedir.

1.3. Çalışmanın Önemi

Sosyal, çevresel ve toplumsal olayların şirket faaliyetlerine yön verebildiği günümüzde başta gelişmiş ekonomiler olmak üzere dünya genelinde sürdürülebilir bir anlayışa doğru seyir izlenmektedir. Diğer bir deyişle, paydaş grubunun şirketlerden hesap verebilir olmaya, şeffaf olmaya, kaynak kullanımında ve dağıtımında eşit davranmaya yönelik beklentileri şirketleri bu noktada daha titiz uygulamalar gerçekleştirmeye itmektedir. Bu bağlamda, menkul kıymet borsalarında hisse senetlerine yatırım yapma düşüncesinde olan yatırımcı grupları da finansal kararlarında şirketlerin sürdürülebilirlik uygulamalarını değerlendirebilmektedirler.

Dünya borsalarında şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarını değerlendirme aracı olarak kullanılan sürdürülebilirlik endekslerinin sayısı gün geçtikçe artmaktadır. Türkiye de dünya borsalarının pek çoğunda olduğu gibi bu gelişmeleri yakından takip etmekte ve konuya BİST nezdinde gereken önemi vermektedir. Ancak, kurumsal sürdürülebilirliğe gittikçe daha fazla yönelim sergilenirken finans yazınında halen bu alandaki gelişmelerin şirket değerini ne yönde ve hangi oranda etkilediği konusuna tam bir açıklık getirilememiş olması ve yapılan ampirik çalışmalara ilişkin mevcut sorunlar konunun önemini göstermektedir. Ayrıca, yatırımcılar tarafından sürdürülebilir yatırımların finansal piyasalarda nasıl fiyatlandırıldığı ya da fiyatlandırılmadığı, sürdürülebilirlik endeksine alınma veya endeksten çıkarılma olayına yatırımcıların ne yönde tepki gösterdikleri hususlarının son zamanlarda literatürde tartışılan önemli konulardan olması da çalışma konusunun önemini bir diğer açıdan göstermektedir. Bu çalışmanın alan yazına temel katkısı, ampirik analizlerde sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının şirketlerin hisse senedi değerlerine ve karlılık düzeylerine etkisinin incelenmesi açısından dikkate alınmasıdır. Yapılan literatür taraması neticesinde görece olarak yeni sayılabilecek bir araştırma konusu olması yüzünden konuyla ilgili sınırlı sayıda çalışma yapılmış olması ve özellikle Türkiye’de bu konuda panel veri analizi ile yapılmış az sayıda çalışmaya rastlanılması dolayısıyla çalışmadan bu alandaki boşluğu doldurması yönünde katkı sunması beklenmektedir.

1.4. Çalışmanın Varsayımları

Çalışmanın temel varsayımını Türkiye’de BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne alınan şirketlerin endekse dahil edilmelerinin ilgili şirketlerin değerlerine ve karlılık düzeylerine yansımış olması beklentisi oluşturmaktadır.

Bu varsayım temelinde ayrıca, firmaların sürdürülebilirlik endeksine alınmasının şirket değerleri üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı bulunduğu varsayılmaktadır.

1.5. Materyal ve Yöntem

Çalışmada izlenecek yöntem, güvenilir sonuçlar elde edilmesi açısından oldukça önem arz etmektedir. Çalışmada, sürdürülebilirlik endeksinin endekse dahil edilen işletmelerin hisse senedi değerine ve karlılığına etkisini inceleyebilmek için panel veri analizi uygulanmıştır. Çalışmada, çok sayıda şirkete ait zaman serilerinin analizi gerçekleştirildiğinden ekonometrik yöntem olarak yatay kesit ve zaman serisi analizlerini birleştiren panel veri analizinin uygulanması tercih edilmiştir.

İstatistiksel araştırmalarda kullanılan yöntemlerden panel veri analizi, belirli bir dönemde bireyler, hane halkları, firmalar gibi birimlere ilişkin yatay kesit gözlemlerin bir araya getirilmesi şeklinde açıklanmaktadır (Wooldridge, 2015: 9). Yöntem yatay kesit veya zaman serisi analizlerine kıyasla önemli avantajlara sahip bulunmaktadır. Çok sayıda veri ile çalışma fırsatı yakalanması, birimlerde heterojenliğe dikkat edilmesi, bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon nedeniyle meydana gelen parametre tahminlerindeki sapmanın kontrol altına alınması, daha yüksek serbestlik derecesi ile tahminler yapılması gibi birtakım avantajlara sahip bulunmaktadır (Baltagi, 2005: 4; Hsiao, 2014: 4; Longhi ve Nandi, 2015: 5). Bunun yanında, verilerin elde edilmesinde yaşanan zorluklar ve panel veri modelindeki her birim ile hesaplanan hata terimleri arasında korelasyon olduğunu belirten yatay kesit bağımlılığı ise yöntem açısından en önemli kısıtlamaları oluşturmaktadır (Baltagi, 2005: 7).

Çalışmada kullanılan veriler Kamuyu Aydınlatma Platformu’ndan (KAP) ve şirketlerin web sitelerinde kamuya açıkladıkları bilgilerden elde edilmiştir. Çalışmanın örneklemini, 2014 ve 2016 yıllarında BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’nde işlem gören 42 şirket oluşturmaktadır. Söz konusu şirketlerin 2013-

2016 yılları arasında yayınlanan yıllık faaliyet raporları, bağımsız denetimden geçmiş dönem sonu bilanço ve gelir tabloları üzerinden elde edilen veriler dahilinde analizler gerçekleştirilmiştir. Finansal tablolar KAP internet sitesinden elde edilmiş olup, işletmelere ait birtakım finansal bilgiler söz konusu şirketlerin internet sitelerinden elde edilmiştir. 2013 yılı dönem sonu mali verilerinin de kullanılmasının sebebi endeksin yayınlandığı 2014 yılında endekse dahil olan şirketlerin endekse dahil olmadan önceki durumlarını ortaya koymaktır. Sonuç olarak çalışma zaman boyutuna ve yatay kesit boyutuna sahip bir panel veri setinden oluşmaktadır.

İşletmelerin finansal performanslarının değerlendirilmesinde konuyla ilgili akademik çalışmalardan yararlanılmıştır. Finansal oranların seçiminde, Waddock ve Graves (1997), McWilliams ve Siegel (2000), Becchetti, Giacomo ve Pinnacchio (2008), Ziegler ve Schröder (2010), Guenster, Bauer, Derwall ve Koedijk (2011), Ortas ve Moneva (2011), Ziegler (2012), Santis, Albuquerque ve Lizarelli (2016) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda kullanılan işletmelerin finansal ve sosyal performanslarını etkileyen oranlar dikkate alınmıştır.

Analizde kullanılan finansal oranlar ve bu oranların hesaplanma biçimleri aşağıda gösterilmektedir:

Aktif Karlılık Oranı	: Net Kar / Aktif Toplamı
Özsermaye Karlılığı Oranı	: Net Kar / Özkaynaklar
Tobin's Q Oranı	: (Borçlar Toplamı + Piyasa Değeri) / Aktif Toplamı
PDDD Oranı	: Özsermayenin Piyasa Değeri / Özsermayenin Defter Değeri
Aktif Toplamı	: Aktiflerin Toplamı
Finansal Kaldıraç Oranı	: Borçlar Toplamı / Aktif Toplamı
Aktif Devir Hızı	: Net Satışlar / Aktif Toplamı
Net Satışlardaki Büyüme	: Cari yılda bir önceki yıla göre net satışlarda meydana gelen % değişim

Araştırmada kullanılan model, Telle (2006), Becchetti vd. (2008), Ziegler (2012) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda kullanılan modellerden esinlenerek oluşturulmuştur. Buna göre çalışmada kullanılmak üzere aşağıdaki modeller kurulmuştur:

$$ROA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 LnAKT_{it} + \beta_2 LnKAL_{it} + \beta_3 LnADH_{it} + \beta_4 NET_{it} + \beta_5 D_{it} + \varepsilon_{1it}$$

$$i=1, \dots, 42; t=2013, \dots, 2016 \quad (1.1)$$

$$ROE_{it} = \alpha_2 + \beta_6 LnAKT_{it} + \beta_7 LnKAL_{it} + \beta_8 LnADH_{it} + \beta_9 NET_{it} + \beta_{10} D_{it} + \varepsilon_{2it}$$

$$i=1, \dots, 42; t=2013, \dots, 2016 \quad (1.2)$$

$$LnTOB_{it} = \alpha_3 + \beta_{11} LnAKT_{it} + \beta_{12} LnKAL_{it} + \beta_{13} LnADH_{it} + \beta_{14} NET_{it} + \beta_{15} D_{it} + \varepsilon_{3it}$$

$$i=1, \dots, 42; t=2013, \dots, 2016 \quad (1.3)$$

$$LnPDDD_{it} = \alpha_4 + \beta_{16} LnAKT_{it} + \beta_{17} LnKAL_{it} + \beta_{18} LnADH_{it} + \beta_{19} NET_{it} + \beta_{20} D_{it} + \varepsilon_{4it}$$

$$i=1, \dots, 42; t=2013, \dots, 2016 \quad (1.4)$$

Bu modeller çerçevesinde ampirik analizde kullanılacak değişkenler aşağıda sunulmaktadır:

ROA: Aktif karlılık oranı

ROE: Özsermaye karlılık oranı

TOB: Tobin's Q değerleri

PDDD: Piyasa değeri defter değeri oranı

AKT: Aktif toplamı

KAL: Finansal kaldıraç oranı

ADH: Aktif devir hızı

NET: Net satışlardaki (%) büyüme

D: Firmanın sürdürülebilirlik endeksine alındığı yılı gösteren gölge değişken

Modellerde belirtilen Ln , değişkenlerin doğal logaritmalarının kullanıldığını göstermektedir. Çünkü modelin regresyon analizine tabi tutulabilmesi açısından doğrusallaştırılması gerekmektedir. Bu nedenle TOB, PDDD, AKT, ADH, KAL değişkenlerinin logaritmaları alınmıştır. Ancak, ROA, ROE ve NET değişkenleri negatif değerler de aldığından doğal logaritmaları alınamamıştır.

Modelde bağımlı değişkenler olarak aktif karlılık oranı (ROA), özsermaye karlılık oranı (ROE), Tobin's Q değerleri (TOB) ve piyasa değeri defter değeri oranı (PDDD) kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan değişkenlere ait veriler KAP ve şirketlerin web sitelerinde kamuya açıkladıkları bilgilerden elde edilmiştir. Çalışmada temel olarak dikkate alınan açıklayıcı değişkenler ise işletmelerin sürdürülebilirlik endeksine alındığı yılı gösteren gölge değişken (D), aktif toplamı (AKT), finansal kaldıraç oranı (KAL), aktif devir hızı (ADH) ve net satışlardaki (%) büyüme (NET) değerleri olmuştur.

İlk kez 1969 yılında Nobel ödüllü iktisatçı James Tobin tarafından hesaplanan Tobin's Q oranı, firmaların performans değerlendirilmesinde yaygın olarak kullanılan göstergelerden biri olarak bilinmektedir. Oran, firmanın piyasa değerinin firma varlıklarının yenileme maliyetine bölünmesi ile hesaplanmaktadır (Tobin, 1969). Lindenberg ve Ross (1981), Lewellen ve Badrinath (1997), McConnel ve Servaes (1990), Chung ve Pruitt (1994) çalışmalarında Tobin's Q oranını firma değerinin bir göstergesi olarak kullanmışlardır.

Tobin's Q oranının hesaplanmasında literatürde farklı yaklaşımlar geliştirildiği görülmektedir. Bu yaklaşımlardan Lindenberg ve Ross (1981) yaklaşımları ile Tobin's Q oranını hesaplamak, oranın hesaplanması için gereken verilerin güç elde edilmesi nedeniyle son derece zor olmaktadır. Bu nedenle çalışmada hesaplanması daha kolay olan Chung ve Pruitt (1994) yöntemi esas alınarak Tobin's Q oranı hesaplanmıştır. Buna göre oran, varlıkların piyasa değerinin toplam varlıkların defter değerine bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır.

Varlıkların piyasa değeri ise kısa ve uzun vadeli borçların toplamı ile özsermayenin piyasa değerinin toplamı şeklinde hesaplanmıştır. Özsermayenin piyasa değeri, ödenmiş sermayeyi temsil eden hisse senedi sayısı ile şirket hisse senedinin borsa fiyatıyla çarpılması ile bulunmuştur (Damodaran, 2012: 538). Çalışmada dönem sonu değerler kullanılmıştır.

Yatırımlardan beklenen getirinin (r), sermaye maliyetine (k) eşit olduğu durumda Tobin's Q oranı bir olmaktadır. Bu durum, şirketin büyüme fırsatlarına karşı yatırımcının ilgisiz kaldığı anlamına gelmektedir. Ancak yatırımların getirisi yatırımların sermaye maliyetinden büyükse ($r > k$), Tobin's Q oranı da birden büyük çıkmaktadır. Bu durumda ise, şirketin büyüme fırsatları karşısında yatırımcıların pozitif bir beklenti içerisinde olduğu anlaşılmaktadır. Ayrıca, oranın birin üstünde olması şirketin yatırım yapma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Tobin's Q oranının birin altında olması ise, şirketin yatırım yapmaktan kaçınması anlamına gelmektedir. Böyle bir durumda ($r < k$), yatırımcılar negatif beklenti içerisinde kalmaktadırlar (Brealey, Myers ve Marcus, 1995/2001: 480).

Lourenco vd. (2012), Dow Jones Global Toplam Borsa Endeksi'nde (DJGTSM) yer alan 600 şirket üzerinden yürüttükleri çalışmada endekste yer almanın şirketlerin Tobin's Q oranını olumlu etkilediği sonucunu belirtmişlerdir. Guenster vd. (2011), çalışmalarında araştırma kapsamındaki firmalar için sürdürülebilirlik uygulamaları ile Tobin's Q oranı arasında pozitif ilişki olduğuna dair bulgular elde etmişlerdir. Lo ve Sheu (2007), 349 şirketin örnekleme dahil edildiği çalışmalarında Tobin's Q değerini firma değeri için bir gösterge olarak ele almış ve kurumsal sürdürülebilirlik ile piyasa değeri arasında belirgin bir pozitif ilişki açığa çıkarmıştır. Bunun yanında, Ziegler (2012), Ziegler ve Schröder (2010), Guimaraes (2010) çalışmalarında ise sürdürülebilirlik endekslerine dahil olmanın firma değerini gösteren Tobin's Q oranı üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır.

Çalışmada bir başka bağımlı değişken olarak aktif karlılığı kullanılmıştır. Oran, şirketlerin dönem sonu gelir tablolarında yer alan net kar rakamının dönem sonu bilançolarında gösterilen aktif toplamına bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. Santis vd. (2016), Brezilya borsası kurumsal sürdürülebilirlik endeksinde işlem gören şirketler ile endeks dışındaki şirketler arasındaki finansal performans farklılıklarını karşılaştırmış ve endekse alınmanın aktif karlılığı üzerindeki etkisinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını vurgulamışlardır. DiSegni, Huly ve

Akron (2015) Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'nde (DJSI) yer alan inceleme kapsamındaki şirketlerin diğer borsa şirketlerine kıyasla daha yüksek aktif karlılığı yakaladığını belirtmişlerdir. Ziegler (2012), sürdürülebilirlik endeksine alınmanın inceledikleri kıtasal Avrupa ülkelerindeki şirketlerin aktif karlılığı üzerinde olumlu etkiler yarattığını ancak bazı Anglo-Sakson Avrupa ülkeleri üzerinde ise önemsiz etkiler yarattığını ortaya koymuştur.

Çalışmada finansal performans göstergelerinden bir diğeri olarak özsermaye karlılığı kullanılmıştır. Özsermaye karlılığı oranı, şirketlerin dönem sonu gelir tablolarında yer alan net kar rakamının yine dönem sonu bilançolarında gösterilen özsermaye rakamına bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır. DiSegni vd. (2015), DJSI kapsamında bulunmanın özsermaye karlılığı üzerinde anlamlı ve pozitif etkisinden söz etmiştir. Waddock ve Graves (1997), 469 firma üzerinden yürüttükleri çalışmada şirketlerin sürdürülebilirlik performansları ile mali performansları arasında anlamlı pozitif ilişki bulmuşlardır.

Literatür gözlemlendiğinde firma performanslarının değerlendirilmesinde muhasebe verilerinden elde edilen geleneksel oranların sıklıkla kullanıldığı anlaşılmaktadır. Hart ve Ahuja (1996), Waddock ve Graves (1997), Russo ve Fouts (1997), McWilliams ve Siegel (2000), Guenster vd. (2011) bu çalışmalara örnek gösterilebilmektedir. Özsermaye karlılığı, aktif karlılığı, satış karlılığı gibi söz konusu oranlar şirketlerin geçmiş ve mevcut performansını yansıtmaktadır. Ancak, Tobin's Q oranı ise geçmiş ve mevcut performansla birlikte gelecek performans hakkında da bilgiler vermektedir. Dolayısıyla bu çalışmada elde edilen araştırma sonuçlarının şirketlerin sürdürülebilirlik performansının değerlendirilmesinde iyi bir ölçüt olduğu düşünülmektedir.

Çalışmada son bağımlı değişken olarak ise piyasa değeri defter değeri oranı ele alınmıştır. Oran, özsermayenin piyasa değerinin özsermayenin defter değerine bölünmesiyle hesaplanmaktadır ve hem sektör içi hem de sektörler arası firma kıyaslamalarına fırsat tanımaktadır (Ercan, Öztürk ve Demirgüneş, 2003: 130). Valencia-Herrera (2015) Meksika Sürdürülebilirlik Endeksi'nde işlem görme ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişki bulmuşlardır.

Çalışmada yukarıda belirtilen değişkenler dışında birtakım açıklayıcı değişkenler bulunmaktadır. Literatürde kurumsal sürdürülebilirlik ve ekonomik

performans arasındaki ilişkiyi araştıran Becchetti vd. (2008), Orlitzky (2001), McWilliams ve Siegel (2000) gibi çalışmalarda firma byklg bağımsız bir değişken olarak kullanılmıştır. Bu çalışmada firma byklğunn bir göstergesi olarak King ve Lenox (2001), Waddock ve Graves (1997) alışmaları ile uyumlu toplam aktifler (TL cinsinden) kullanılmıştır. Ayrıca, Waddock ve Graves (1997), Guenster vd. (2011) alışmalarına uygun olarak toplam borçların toplam varlıklara oranından oluşan finansal kaldıraç oranı da açıklayıcı değişken olarak analize dahil edilmiştir. Diğer taraftan, finansal kaldıraç oranının hesaplanması çalışma kapsamındaki firmalar içerisinde yer alan bankalar açısından farklılık arz etmektedir. 5 Kasım 2013 tarih ve 28812 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Bankaların Kaldıraç Düzeyinin llmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik’te belirtildiği şekliyle oran, ana sermayenin toplam risk tutarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır. Yine aynı yönetmelikte, toplam risk tutarının bilanço içi varlıkların, bilanço dışı işlemlerin, türev finansal araçlar ile kredi türevlerinin ve menkul kıymet veya emtia teminatlı finansman işlemlerinin risk tutarlarının toplamından oluştuğu belirtilmektedir. Dolayısıyla, hesaplamadaki zorluklar nedeniyle bankaların söz konusu oranları yıllık faaliyet raporlarındaki bilgilerden alınmıştır. Bir şirketin borç miktarının yükseldikçe finansal riskinin de artacağı kabul edilmektedir. Bu nedenle oran, hem finansal yapının bir göstergesi olarak hem de özellikle firma riskinin, yani yönetimin risk toleransının bir göstergesi olarak kullanılmaktadır. King ve Lenox (2001), Konar ve Cohen (2001) ile uyumlu olarak satışların büyümesi değişkeni de diğer bir bağımsız değişken olarak modele dahil edilmiştir. Oran, net satışlarda bir önceki yıla göre meydana gelen % değişimi göstermekte ve ilgili şirketin büyüme dinamiklerinin bir ls olarak yorumlanabilmektedir. Son açıklayıcı değişken olarak aktif devir hızı oranı kullanılmıştır. Aktif devir hızı oranı varlıkların yıl içinde kaç kez dndrldğun göstermektedir. Ayrıca, firmaya yapılan yatırımların etkin kullanılıp kullanılmadığının bir göstergesi olarak da bilinmektedir. King ve Lenox (2001) ile uyumlu olarak oran çalışmada hesaplanmıştır.

Çalışmanın amacı, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne dahil edilen işletmelerin endekse dahil edildikten sonra hisse senedi değerlerinde ve karlılık düzeylerinde meydana gelen değişimi incelemek şeklinde daha önce açıklanmıştır. Bu doğrultuda, şirketlerin BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne dahil edilme yılları son derece önemli olmaktadır. Endekse alınmanın şirketlerin hisse senedi değeri ve karlılık düzeylerine etkisini ölçebilmek için panel veri modellerinin dönemler

arasındaki etki farklılıklarını ölçmek amacıyla model spesifikasyonunda kukla değişkenler tanımlanmıştır. Dolayısıyla, modeldeki açıklayıcı değişkenlerden birisi de firmanın sürdürülebilirlik endeksine alındığı yılı gösteren kukla değişken (D) şeklinde model spesifikasyonunda tanımlanmıştır. Bu açıdan bakıldığında, kukla değişkene şirketlerin endekse alındığı yıllar için “1”, diğer durumlarda “0” değeri verilmiştir.

Çalışmanın analizinde, öncelikle havuzlanmış en küçük kareler, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modellerinin tahmincileri arasında seçim yapabilmek için birim etkinin önemi F testi ile test edilmektedir. Sonrasında, tahminciler arasında bir seçim yapmak için Hausman testi uygulanmaktadır. Daha sonra, tahmin edilen modellerde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı problemlerinin olma ihtimaline karşı birtakım testler uygulanmaktadır. Tahmin edilen modellerde değişen varyans problemi olup olmadığı Levene (1960), Brown ve Forsythe (1974) testleri ile araştırılmaktadır. Otokorelasyon sorunu olup olmadığı Bhargava, Franzni ve Narendranathan (1982) tarafından modifiye edilen Durbin Watson (DW) istatistiğinden, Baltagi ve Wu (1999) tarafından geliştirilen LBI istatistiğinden ve ayrıca Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen Lagrange çarpanları (LM) testleri yardımıyla araştırılmaktadır. Sonrasında ise birimler arası korelasyonun önemli olup olmadığı Friedman (1937) testi yardımıyla test edilmektedir. Öte yandan, modellerde çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity) olup olmadığını belirlemek için bağımsız değişkenlere ait korelasyon matrisi ve varyans şişirme faktörleri (VIF) elde edilmektedir.

Yatay kesit bağımlılığı araştırıldıktan sonra panel veri setlerinin zaman boyutunun da olması sebebiyle serinin durağanlığının yani serinin zaman içerisinde sabitliğinin incelenmesi gerekmektedir. Bu amaçla, panel birim kök testleri uygulanmaktadır. Literatürde, yatay kesit bağımlılığının olmadığı durumlarda birinci nesil birim kök testleri, yatay kesit bağımlılığının olduğu durumlarda ise ikinci nesil birim kök testleri uygulanmaktadır.

Panel birim kök testinin zaman serisi testlerine göre en büyük farkı, zaman serisi boyutu T 'nin ve yatay kesit boyutu N 'nin asimptotik davranışını göz önüne almak gerektiği şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Durağan olmayan panel verileri için kullanılan tahmincilerin ve testlerin asimptotik davranışını belirlemek istiyorsak, bu durumda N ve T 'nin sonsuzluğa yakınsaması kritik önem

taşımaktadır. Asimptotik özellikleri ele alınan çeşitli olasılıkları bulunmaktadır (Baltagi, 2005: 239):

1. Sıralı limit teorisi: Bir boyutun (N) sabit olduğu bu durumda, diğer boyutun (T) sonsuza kadar gitmesine izin verilmektedir ve bir ortanca sınır sağlanmaktadır, bu ortanca noktadan başlayarak N'nin büyümesine izin verilmektedir.

2. Diyagonal limit teorisi: N ve T, diyagonal bir yol boyunca sonsuza gitmektedir. Bu yol N ve T arasında monotonik fonksiyonel bir ilişki ile belirlenebilmektedir.

3. Ortak limit teorisi: N ve T'nin aynı anda sonsuza kadar gitmesine izin verilmektedir.

Görüldüğü üzere her üç durum için de T'nin sonsuza gitmesi söz konusu olmaktadır. Yapılan Monte Carlo simülasyonları T'nin küçük olması durumunda birim kök testlerinin güçlerinin (power) çok düşük olduğunu göstermektedir. Kaldı ki bu çalışmalarda bile çok küçük T (very small T) olarak T=10 hatta bazı çalışmalarda T=20 olarak alınmıştır.

Dengesiz panellerde (zaman boyutu T'nin birimlere göre farklı olduğu panel veri setleri) bazı birimlerin zaman boyutunun küçük olması sorun yaratmayabilmektedir. Bu tür dengesiz panellerde genele bakıldığında ortalama T değerinin yine de büyük olduğu görülmektedir. Örneğin uluslararası indeksli bir dergide yayınlanmış Mert ve Bölük (2016) çalışmalarında, dengesiz panel veri analizi yapılmış ve çalışmada en küçük T=17, en büyük T=40 ve ortalama T=34,8 değerleri elde edilmiştir. Dolayısıyla bu çalışmada birim kök analizi ve panel eş bütünleşme analizleri elde edilmiştir. Yine uluslararası indeksli bir başka dergide yayınlanan Mert ve Bölük (2014) çalışmalarında, dengeli panel analizi yapılmış ve T=19 olmasına rağmen birim kökten bahsedilmemiştir. Dolayısıyla, çalışmada birim kök analizi yapılmamıştır.

Bütün bunların dışında, çalışmamızda olduğu gibi T=4 yıllık bir seride birim kökün varlığını aramak iktisadi teoriye göre de oldukça ters bir durum olmaktadır. Serinin bir şoka nasıl direnç gösterdiğini, trendinin değişip değişmediğini ya da anlık bir değişimin bir süre sonra tekrar serinin ortalamasına dönüp dönmediğini gözlemlemek için en az 20-30 yıl gibi uzun bir süreye ihtiyaç

duyulmaktadır. 4 yıllık bir seri ile durağanlık analizi yapılması doğru bulunmamaktadır. Örneğin bir ülkenin son 4 yıllık Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) değerlerine bakarak ekonomik büyümenin durağan ya da durağan dışı olduğunu söylemek bu bağlamda doğru olmayacaktır.

Ayrıca, panel veri analizlerinde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyondan en az birinin olması durumunda dirençli (robust) standart hataların tahmin edilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, çalışmada Huber (1967), Eicker (1967), White (1980) tarafından ve Arellano (1987), Froot (1989), Rogers (1993) tarafından tutarlı tahminler yapan sağlam ya da dirençli (robust) standart hatalar elde edilmektedir.

1.6. Literatür Özeti

Literatür taramasının amacı, araştırma konusu ile ilgili olarak daha önce yapılan çalışmalar hakkında bilgi vermektir. Dolayısıyla bu kısımda söz konusu araştırmalara yer verilmektedir. Literatür incelendiğinde sürdürülebilirlik endeksine dahil edilmenin ya da endeks dışı bırakılmanın şirketin hisse senedi değeri ve karlılığı üzerinde bir etki yaratıp yaratmadığı, nispeten yeni sayılabilecek bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu ilişkiyi incelemek için özellikle 2000’li yıllardan sonra çeşitli araştırmalar yapıldığı görülmektedir. Bununla birlikte, kurumsal sürdürülebilirlik ve/veya kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarının firmaların finansal performansı üzerindeki etkisine yönelik çalışmalara daha önceki yıllarda da literatürde sıkça rastlanılmaktadır. Konu ile ilgili araştırmalar aşağıda kısa özetler halinde incelenmektedir.

Çizelge 1.1. Konu ile İlgili Çalışmaların Listesi

Yazarlar	Araştırma Bulguları
Schröder (2004)	Negatif ilişki
Van de Velde vd. (2005)	Pozitif ve tarafsız ilişki
Brammer vd. (2006)	Negatif ilişki
Dias (2007)	Tarafsız ilişki
Lo ve Sheu (2007)	Pozitif ilişki
Lopez vd. (2007)	Negatif ilişki
Curran ve Moran (2007)	Tarafsız ilişki
Becchetti vd. (2008)	Pozitif ve negatif ilişki
Collison vd. (2008)	Pozitif ilişki
Bogea vd. (2008)	Tarafsız ilişki
Machado ve Machado (2008)	Tarafsız ilişki

Çizelge 1.1. Konu ile İlgili Çalışmaların Listesi (devamı)

Yazarlar	Araştırma Bulguları
Luz vd. (2008)	Tarafsız ilişki
Dias ve Barros (2008)	Pozitif ilişki
Consolandi vd. (2009)	Pozitif ilişki
Guimaraes (2010)	Tarafsız ilişki
Nunes (2010)	Tarafsız ilişki
Gonçalves (2010)	Tarafsız ilişki
Artiach vd. (2010)	Pozitif ilişki
Ortas ve Moneva (2011)	Tarafsız ilişki
Perez-Calderon vd. (2011)	Pozitif ilişki
Tavares (2011)	Tarafsız ilişki
Cheung (2011)	Pozitif ve tarafsız ilişki
Robinson vd. (2011)	Pozitif ilişki
Ortas vd. (2012)	Pozitif ilişki
Patari vd. (2012)	Pozitif ilişki
Perez-Calderon vd. (2012)	Pozitif ilişki
Skare ve Golja (2012)	Pozitif ilişki
Ziegler (2012)	Pozitif ve tarafsız ilişki
Ameer ve Othman (2012)	Pozitif ilişki
N. Burhan ve Rahmanti (2012)	Pozitif ilişki
Berthelot vd. (2012)	Pozitif ilişki
Lourenco vd. (2012)	Pozitif ilişki
Cunha ve Samanez (2013)	Tarafsız ilişki
Oberndorfer vd. (2013)	Negatif ve tarafsız ilişki
Ortas vd. (2013)	Tarafsız ilişki
Nakai vd. (2013)	Pozitif ilişki
Cheung ve Roca (2013)	Pozitif ve negatif ilişki
Achim ve Borlea (2014)	Pozitif ve negatif ilişki
Daszyńska-Żygadlo vd. (2014)	Negatif ve tarafsız ilişki
Charlo vd. (2015)	Pozitif ilişki
DiSegni vd. (2015)	Pozitif ve negatif ilişki
Marti vd. (2015)	Pozitif ilişki
Çıtak ve Ersoy (2016)	Pozitif ve tarafsız ilişki

Çizelge 1.1. incelendiğinde yapılan araştırmalar neticesinde varılan sonuçlar hakkında karmaşık sonuçlar elde edildiği görülmektedir.

Genel olarak çevresel, toplumsal, etik, çalışan hakları, yenilenebilir enerji kullanımı, emisyon salınımları gibi çeşitli başlıklar altında sürdürülebilirlik konularına özen göstererek faaliyetlerini sürdüren şirketlerin, bu açıdan yakaladıkları sürdürülebilirlik performanslarının mali performansları üzerindeki etkisi farklı araştırmacılar tarafından kısa ve uzun dönemli analizler çerçevesinde incelenmiştir. Cochran ve Wood (1984), McGuire, Sundgren ve Schneeweis (1988), Worrell, Davidson ve Sharma (1991), Hart ve Ahuja (1996), Klassen ve

Mclaughlin (1996), Pava ve Krausz (1996), Preston ve O'Bannon (1997), Russo ve Fouts (1997), Waddock ve Graves, (1997), Judge ve Douglas (1998), Stanwick ve Stanwick (1998), Dowell, Hart ve Yeung (2000), Ruf, Muralidhar, Brown, Janney ve Paul (2001) yaptıkları çalışmalarda bu etkileşimin pozitif yönlü olduğunu vurgulamışlardır.

Yine benzer amaçla yürütülen çalışmalarda, Aupperle, Carroll ve Hatfield (1985), Hamilton ve Statman (1993), Guerard (1997), Balabanis, Philips ve Lyall (1998), McWilliams ve Siegel (2000), Moore (2001), Van de Velde, Vermeir ve Corten (2005) sürdürülebilirlik performansı ve finansal performansın birbirleri üzerinde önemli derecede etki yaratmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, literatürde negatif ilişkiyi vurgulayan çalışmalara (Boyle, Higgins ve Rhee, 1997; Schröder, 2004; Brammer, Brooks ve Pavelin, 2006; Lopez, Garcia ve Rodriguez, 2007) da rastlanmaktadır.

Van De Velde vd. (2005), sorumlu yatırımcıların, yatırım politikalarına çevresel, sosyal ve etik gibi sürdürülebilirlik konularını entegre edip, geleneksel yatırımcılar ile aynı getiriyi sağlayıp sağlamadığını araştırmışlardır. Uzman bir derecelendirme kuruluşunun (Vigeo) kurumsal sosyal sorumluluk derecelendirmesine dayanarak, şirketlerin sürdürülebilirlik performansını ölçmüşlerdir. Araştırma bulguları, yüksek sürdürülebilirlik derecelendirmeli portföylerin düşük puanlar elde eden portföylerden daha iyi performans gösterdiğini ortaya koymuştur. Ancak istatistiksel olarak bu pozitif ilişki önemli ölçüde çıkmamıştır. Sonuçlar aynı zamanda yatırımcıların hissedarlar, müşteriler ve tedarikçilerle olan ilişkilerini iyi yöneten şirketlere yatırım yapmaya hazır olduğunu göstermiştir.

Kurumsal sürdürülebilirlik performansı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen bir başka çalışma Brammer vd. (2006) tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışmada, sosyal ve finansal performans arasındaki etkileşimi, çevre, istihdam ve topluluk faaliyetleri için ayrılmış bir dizi sosyal performans göstergesi ile değerlendirmişlerdir. Ethical Investment Research Services Limited (EIRIS) göstergeleri kullanarak çeşitli başlıklar altında sosyal performans göstergeleri oluşturulmuştur. Sonuçta, bileşik sosyal performans göstergelerindeki puanlar, hisse senedi getirileri ile negatif olarak ilişkiliyken, çevresel ve toplumsal konular üzerinde yeterli sosyal performansa sahip şirketlerin finansal olarak bu durumdan zayıf şekilde etkilendikleri tespit edilmiştir.

Curran ve Moran (2007), finansal performansın sürdürülebilir performans tarafından etkilenip etkilenmediğini çalışmalarında incelemiştir. FTSE4Good UK Endeksi'ne dahil edilmeyi ve endeksten silinmeyi sürdürülebilirlik performansı göstergesi olarak kullanmışlardır. Endekse alınmaya ve endeksten silinmeye yönelik pozitif ve negatif duyurular ile hisse senedi fiyatlarındaki veya günlük getirilerdeki değişim arasındaki ilişkiyi incelemek için olay etüdü yöntemini kullanmışlardır. Sonuçlar, endekse alınma ve endeksten çıkarılmayla ilgili olumlu ve olumsuz duyuruların günlük getiriler üzerinde etki yarattığını göstermektedir. Fakat bu etkiler önemli bulunmamıştır. Kısacası, şirketin endekse alınması ve endeksten çıkarılması olayı hisse senedi fiyatlarında anlamlı bir farklılık yaratmamıştır.

Lopez vd. (2007), kurumsal performansın sürdürülebilirlik kapsamında yer alan uygulamalardan etkilenip etkilenmediğini incelemiştir. Bu sebeple de, 1998-2004 yılları arasında Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan 55 firma ile bu endekste yer almayı da Dow Jones Global Endeksi'nde (DJGI) yer alan diğer 55 firmanın performansları arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığını araştırmıştır. Sonuç olarak, incelenen şirketler arasında performans farklılıklarının bulunduğu ve bu farklılıkların sürdürülebilirlik uygulamaları ile ilişkili olduğu sonucuna varmışlardır. Yani, söz konusu uygulamaların performans göstergeleri üzerinde kısa dönemli negatif etki yarattığını belirtmişlerdir.

Lo ve Sheu (2007), kurumsal sürdürülebilirliğin şirketlerin piyasa değeri üzerindeki etkisini 1999-2002 yıllarını kapsayan bir dönemde incelemiştir. Örneklem hacmi 1999-2002 dönemlerinde DJGI'ye giren şirketlerin yaklaşık olarak % 60'ından fazlasını kapsamaktadır. Toplamda 349 şirketi örnekleme dahil etmiştir. Tobin's Q değerini firma değeri için gösterge olarak ele almış ve kurumsal sürdürülebilirlik ile piyasa değeri arasında belirgin bir pozitif ilişki açığa çıkarmıştır. Dahası, sürdürülebilir olmanın şirketlerin değerini arttırmasına neden olduğunu destekleyen kanıtlar bulunduğunu belirtmiştir. Diğer bir ifadeyle, sürdürülebilirliğe değer veren firmaların, finansal piyasalarda daha yüksek değerler biçilmek suretiyle yatırımcılar tarafından ödüllendirilebileceğini belirtilmiştir.

Collison, Cobb, Power ve Stevenson (2008) çevresel sürdürülebilirlik, paydaşlarla ilişkiler, insan haklarına yönelik tutumlar, tedarik zinciri çalışma standartları ve rüşvetle mücadele gibi önceden belirlenen sürdürülebilirlik

kriterleri çerçevesinde FTSE4Good endeksi şirketlerinin finansal performansını incelemişlerdir. 1996- 2005 dönemini kapsayan analiz sonucunda, FTSE4Good endeksinde kurumsal sürdürülebilirlik kriterlerini karşılayan şirketlere yatırım yapan yatırımcıların, hisse senedi satın alırken sorumlu yatırım stratejisi izlemeyen yatırımcılardan daha kötü durumda olmadıklarını ortaya koymuşlardır. Diğer taraftan Schröder (2004) Avrupa FTSE4Good Endeksi'nde işlem gören fonların performansını, hem fon yönetiminin piyasa zamanlaması yeteneklerini hem de kamuya açık olan bilgilerini dikkate alan regresyon yaklaşımlarıyla ölçmüştür. Sonuçta, endeksin daha düşük performans sergilediğini gözlemlemiştir. Ziegler, Schröder ve Rennings (2007), bazı Avrupalı şirketlerin sürdürülebilirlik performansının, 1996 yılından 2001 yılına kadar aylık ortalama hisse senedi getirisi olarak ölçülen hisse performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Yaptıkları ekonometrik analiz, çok faktörlü varlık fiyatlandırma modeline dayandırılmıştır. Ortaya çıkan sonuca göre, sektörün ortalama çevresel performansının hisse senedi performansı üzerinde belirgin bir olumlu etkisi olmuştur. Buna karşılık, sektörün ortalama sosyal performansı ise önemli ölçüde olumsuz bir etkiye sahip çıkmıştır.

Sürdürülebilirlik endekslerine dahil olmanın, şirketlerin finansal performansı üzerinde uzun vadeli bir etkisi olup olmadığı Becchetti, Giacomo, ve Pinnacchio (2008) tarafından araştırılmıştır. Domino Sosyal Endeksi'ne (DSI) dahil edilmenin, kurumsal performansı etkileyip etkilemediği 13 yıllık bir süre zarfında yaklaşık 1000 firma üzerinden yürütülen bir inceleme sonucunda gerçekleştirilmiştir. Panel veri analizinde gözlemlenmemiş sağlam heterojenliği kontrol etmek için sabit etkiler modeli kullanmışlardır. Becchetti vd., çalışmalarında muhasebe verilerine dayalı göstergeleri kullanmışlardır. Bu durum, çevresel veya sosyal faaliyetlerin, Tobin's Q, aktif karlılığı, satışlardaki getiri veya özkaynak karı gibi finansal performansı simgeleyen kalemler üzerindeki etkisini inceleyen diğer birçok çalışmayla (Hart ve Ahuja, 1996; Waddock ve Graves, 1997; Russo ve Fouts, 1997; McWilliams ve Siegel, 2000; Telle, 2006; Guenster vd., 2011) uyumlu bulunmaktadır. Bununla birlikte, söz konusu çalışmaların çoğunda yalnızca tek boyutlu ve oldukça dar kapsamlı sürdürülebilirlik göstergeleri veya yalnızca çevresel boyuta işaret eden daha genel kapsamlı göstergeler kullanılmıştır. Sonuç olarak Becchetti vd. (2008), yaptıkları analizlerde çalışan başına düşen toplam satışlar üzerinde pozitif, ancak özkaynak karlılığı üzerinde negatif etkiler rapor etmiştir.

Consolandi, Jaiswal-Dale, Poggiani ve Vercelli (2009) tarafından yapılan çalışmada, 2002-2006 döneminde Dow Jones Sürdürülebilirlik Stoxx Endeksi'nde (DJSSI) yer alan Avrupa şirketlerinin endekse alınma ve endeksten çıkarılmasının neticesinde ilgili şirketlerin hisse değerine karşı piyasa tepkisinin ne olduğunu analiz etmek için olay etüdü yöntemiyle analiz gerçekleştirilmiştir. Sonuçlar, sürdürülebilirlik performansı değerlendirmesinin, şirketlerin karlılığı açısından önemli bir kriter olduğunu düşündürmektedir.

Artiach, Lee, Nelson ve Walker (2010), DJGI'de yer alan şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarını yönlendiren etkenleri araştırmıştır. Yüksek derecede kurumsal sürdürülebilirlik performansına sahip olan firmaların, söz konusu endekste yer almayan firmalara kıyasla daha yüksek büyüme düzeyine ve daha fazla öz sermaye getiri oranına sahip olduğunu göstermektedir. Ayrıca beklentinin aksine, bu tür şirketlerin diğerlerine nazaran daha yüksek seviyede serbest nakit akışları veya daha düşük kaldıraç oranları bulunmamaktadır.

Cheung (2011), 2002-2008 yılları aralığında DJSI'de işlem gören Amerikan şirketlerini inceleyerek, endekse alınmanın veya endeksten çıkarılmanın firmalar üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Söz konusu etkileri, hisse senedi getirisi, risk ve likidite açısından değerlendirmiştir. Buna göre, endeks kapsamına dahil olmaya yönelik duyuruların tek başlarına hisse senedi getirisi ve riski üzerinde anlamlı bir etki yarattığına dair güçlü bulgulara rastlanılmamıştır. Ancak, söz konusu endekste işlem gören şirketlerin değiştirildiği gün, endekse alınan şirket hisselerinde anlamlı ama geçici bir artış yaşandığı görülmüştür. Aynı şekilde, endeksten çıkarılan şirket hisselerinde ise geçici bir azalış yaşandığı tespit edilmiştir. Ayrıca duyurulardan sonra sistematik riskte çok az bir değişim olmasına karşın işletme riskinde artış yaşandığı görülmüştür.

Cheung'e (2011) göre, endekse dahil edilmenin ve endeksten çıkarılmanın firma değeri üzerindeki pozitif (negatif), kalıcı (geçici) fiyat etkilerine ilişkin güçlü ampirik kanıtlara literatürde rastlanmaktadır. Önemli fiyat etkilerini açıklamak için Shleifer (1986) tarafından aşağı doğru eğimli talep eğrisi hipotezi, Harris ve Eitan (1986) tarafından fiyat baskısı hipotezi, Merton (1987) tarafından bilgi maliyeti hipotezi, Jain (1987), Dhillon ve Johnson (1991), Denis, McConnell, Ovtchinnikov ve Yun (2003) tarafından işaret hipotezi ve Beneish ve Whaley (2002), Hegde ve McDermott (2003) tarafından likidite hipotezi ortaya konmuştur (Cheung, 2011: 147). Bu hipotezlerden ilk ikisi, endekse dahil etme ve endeksten

çıkarma olaylarının bilgi içermediğini ve bu yüzden de hisse fiyatını etkileyemeyeceğini, geri kalan üçü ise söz konusu olayın bilgi taşıdığını ve menkul kıymetlerin değerini etkilediğini varsaymaktadır. Önemli fiyat etkileri, bilgiye dayalı olmayan portföy dağılımından kaynaklanan talep değişikliklerinden meydana gelmektedir. İlk hipotez, talep artışının kalıcı olduğunu ortaya koymaktadır. Talep artışı kalıcı olduğu için bu şekilde uyarılan fiyat ve hacim etkilerinin de kalıcı olduğunu belirtmektedir. Fiyat baskısı hipotezi ilkinin aksine talepteki artışla beraber fiyat ve hacim etkisinin de geçici olduğunu varsaymaktadır. Geri kalan üç hipotezden bilgi maliyeti hipotezi, endekse alınmanın bilgi arama maliyetlerini düşürebileceğini ileri sürmektedir. Çünkü endekse alınma, yatırımcılara daha fazla bilgi sunması ve bilgi asimetrisi problemlerini azaltması nedeniyle yatırımcıların bilincini artırarak maliyet azalışına katkı sunabilmektedir. Sonuç olarak, yatırımcıların farkındalığı asimetrik fiyat tepkilerinin varlığına katkıda bulunmaktadır. Bu da olaylardan sonra eklenen şirketlerin hisse senedi fiyatlarında kalıcı bir değişikliğin beklendiği ancak çıkarılan firmalar için kalıcı bir düşüş beklenmediğinde mümkün olabilmektedir (Chen, Noronha ve Singal, 2004: 1916). İşaret hipotezi, olayların, hisselerin gelecekteki değeri ile ilgili olarak yatırımcılar tarafından bir uyarı gibi yorumlandığını iddia etmektedir çünkü endeks şirketine ait özel bilgilerin bu yolla açığa çıkabileceğini ifade etmektedir. Diğer koşullar sabitken, menkul kıymetin gelecek değerinde beklenen bir artış, menkul kıymet fiyatında da bir artışa neden olmaktadır. Likidite hipotezine göre, endekse dahil olma, hisse senedinin piyasadaki likiditesini arttırarak hisse senedi volatilitesini azaltmaktadır. Yani, önemli fiyat etkilerinin, likidite riskindeki değişmelerin neden olduğu iskonto oranındaki değişikliklerden kaynaklandığını iddia etmektedir (Cheung, 201: 147).

Ortas ve Moneva (2011), kısa vadede sürdürülebilirlik endeksi kapsamına dahil edilme ya da kapsam dışı bırakılma açısından önemli bir piyasa tepkisinin olmadığını vurgulamışlardır. Dahası, bir şirketin endekse dahil edilmesine ilişkin spekülasyonlar olumlu etkiler yaratırken, dışarda bırakılmasıyla ilgili spekülasyonların olumsuz etkileri olduğu araştırmada vurgulanmaktadır. Ancak bu etkilerin önem dereceleri yüksek bulunmamaktadır.

Robinson, Kleffner ve Bertels (2011), DJSI World'e dahil edilmenin veya çıkarılmanın Kuzey Amerika şirketleri üzerindeki kısa ve orta vadeli etkilerini incelemişlerdir. 2003 ile 2007 yılları arasını kapsayan dönemde 318 firmayı incelemişlerdir. DJSI World'e eklenen Kuzey Amerika ve Kanada şirketlerinin

hisse fiyatlarında artışlar yaşandığını tespit etmişlerdir. Ayrıca, endeksten çıktıktan sonraki ilk on gün içinde hisse fiyatlarının geçici olarak düştüğü araştırma sonuçlarında belirtilmiştir.

Perez-Calderon, Milanes-Monter, Meseguer-Santamaria, ve Mondejar-Jimenez (2011) ve Perez-Calderon, Milanes-Montero ve Ortega-Rossell (2012) yaptıkları çalışmalarda, DJSI Avrupa’da işlem gören şirketler arasında çevresel açıdan en iyi performansa sahip olanlar ile enerji ve su kullanımında en yüksek verimlilik sergileyen şirketlerin değer yaratmada sürdürülebilir eylemlerden pozitif olarak etkilendiklerini belirtmişlerdir. Ayrıca söz konusu şirketlerin bu tür eylemler sebebiyle önemli derecede ekonomik ve finansal yararlar sağladığı ve dolayısıyla mali performans açısından da iyi durumda oldukları açıklanmıştır.

Diğer bir çalışmada Ortas, Moneva ve Salvador (2012), gelişmekte olan piyasalardan biri olan Brezilya’da sürdürülebilirlik endeksi ISE’nin finansal performansını incelemişlerdir. ISE’de işlem gören şirketlerin, IBOVESPA ve BM&FBOVESPA (Brezilya Borsası) Endeksleri’ndeki diğer şirketlerle karşılaştırıldığında daha kötü risk ve getiri performansları göstermediğini belirtmişlerdir. Sonuçlar, gelişmekte olan diğer pazarlarda olduğu gibi Brezilya’daki sürdürülebilir yatırımların sosyal ve kurumsal faktörlerden oldukça etkilendiğini ortaya koymaktadır.

Sürdürülebilirlik uygulamalarının şirketlerin mali performansları üzerinde yarattığı olumlu etkilere örnek olarak gösterilebilecek çalışmalardan birisi de Patari, Jantunen, Kylaheiko ve Sandström (2012) olarak gösterilmektedir. Çalışmanın örnekleme, DJSI’ye dahil edilen enerji firmaları ile enerji sektöründeki en büyük şirketlerden oluşmaktadır. Çalışmada amaç olarak DJSI’ye dahil edilen enerji şirketleri ile bu endekslerde yer almayan şirketler arasında istatistiksel olarak önemli bir performans farklılığı olup olmadığını tespit etmek açıklanmaktadır. Analizlerde veriler normal dağılım gösterdiğinde bağımsız örnek t-testi ve veriler normal dağılıma uymadığında ise Wilcoxon iki-örneklem testi uygulandığı belirtilmektedir. Sonuç olarak, DJSI’de işlem gören enerji şirketlerinin, sektör liderlerinden daha iyi mali performans gösterdikleri belirtilmektedir. Rossi (2009), 2005-2007 dönemini kapsayan analizinde BMve FBOVESPA Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi (ISE) üzerinden hareket ederek sürdürülebilirliğin şirket değeri üzerindeki etkisini ele almıştır. Şirketlerin Tobin’s

Q değerlerini piyasa değeri için bir gösterge olarak kullanarak kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının firma değerini artırdığı sonucuna ulaşmıştır.

Skare ve Golja (2012), kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarının şirketler açısından önemini ortaya koyan bir araştırma gerçekleştirmiştir. Bu amaçla, 2006 ile 2008 dönemini kapsayarak yaptıkları analizlerde DJSI World'e dahil olan ve olmayan 45'er şirketi incelemişlerdir. Araştırma bulguları, DJSI World'de işlem gören 45 büyük şirketin, endekse dahil olmayan şirketlerden çok daha iyi finansal performans gösterdiğini açığa çıkarmıştır. Buna ilaveten, finansal performans ve sürdürülebilir performans arasında pozitif bir ilişki olduğunu doğrulamıştır. Benzer bir şekilde, Ameer ve Othman (2012) ve N. Burhan ve Rahmanti (2012), kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarına destek vermenin firmaların hisse değeri, aktif karlılığı ve satışların karlılığı gibi finansal göstergeleri üzerinde olumlu etkiler yarattığı sonucuna ulaşmışlardır. Berthelot, Coulmont ve Serret (2012), konuya sürdürülebilirlik raporlamasının şirketlere sağladığı mali katkılar açısından yaklaşarak, yatırımcıların bu tür raporlamaya olumlu bir şekilde değer verdiklerini ortaya koymuştur. Yani araştırma sonuçlarına göre, yatırımcılar sürdürülebilirlik raporları hazırlayan şirketleri daha pozitif bir bakış açısıyla değerlendirmektedir.

Ziegler (2012), DJSI World endeksine dahil olmanın, şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak incelemiştir. Dow Jones Stoxx 600 Endeksine zamanla eklenen Avrupa firmalarının panel verilerine dayanarak ekonometrik bir analiz uygulamıştır. Sonuç olarak, endekse alınmanın kıtasal Avrupa ülkelerindeki şirketlerin varlık getirisi üzerinde olumlu etkiler yarattığını ancak Birleşik Krallık ve İrlanda gibi Anglo-Sakson Avrupa ülkeleri üzerinde ise önemsiz etkiler yarattığını ortaya koymuştur.

Lourenco, Branco, Curto ve Eugenio (2012) çalışmalarında, kurumsal sürdürülebilirlik performansının şirketin piyasa değerine nasıl yansıdığına dair ampirik kanıtlar sunmuşlardır. Yapılan çalışma, 2010 yılı sonunda Dow Jones Global Toplam Borsa Endeksi'nde (DJGTSM) yer alan Kanada ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki en büyük 600 şirkete dayandırılarak gerçekleştirilmiştir. 2007-2010 yılları arasındaki dönemde her yıl mevcut olan tüm şirketler aranmış ve bu dönemde defter değeri negatif olan şirketler araştırma kapsamından çıkarılmıştır. Daha sonra, araştırma döneminde tüm şirketler Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirketler ve hiçbir zaman bu endekste yer

almayan şirketler olmak üzere iki grupta sınıflandırılmıştır. Yapılan bu sınıflandırmayla, kurumsal sürdürülebilirlik performansı düzeyi için bir gösterge oluşturularak çalışma açısından en önemli bağımsız değişken yaratılmıştır. Endekste yer almak şirket sürdürülebilirliğinin bir göstergesi olarak kullanılırken, Tobin's Q oranı da şirket değerinin bir göstergesi olarak kullanılmıştır. Araştırma kapsamında yapılan incelemeler, kurumsal sürdürülebilirlik performansının hisse senedi fiyatları üzerinde defter değeri gibi geleneksel muhasebe ölçülerinden daha fazla açıklayıcı güce sahip olduğunu göstermiştir. Bununla birlikte, araştırma bulguları, yatırımcıların düşük sürdürülebilirlik performansına sahip yüksek karlı firmaları cezalandırdıklarını da göstermiştir.

Oberndorfer, Schmidt, Wagner ve Ziegler (2013), 1999-2002 dönemini kapsayan olay etüdü analizinde, Alman şirketlerinin Dow Jones STOXX Sürdürülebilirlik Endeksi'nde (DJSI STOXX) ve Dow Jones Global Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer almalarının hisse performansları üzerindeki etkisini ampirik olarak analiz etmişlerdir. Çalışmada, Alman şirketlerinin DJSI STOXX'e dahil edilmesinin performansları üzerinde belirgin bir etkisinin olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Buna karşın, DJSI World'e dahil olan şirketlerin ise bundan olumsuz yönde etkilendiği sonucuna ulaşılmıştır.

Nakai, Yamaguchi ve Takeuchi (2013), şirketlerin sürdürülebilirlik endeksine üyeliğinin yatırımcılar tarafından nasıl değerlendirildiğini incelemişlerdir. 2003-2010 yılları arasındaki dönemde Japonya merkezli Morningstar Sosyal Sorumluluk Yatırım Endeksi'ndeki verileri kullanarak endekse girmenin ve endeksten çıkmanın hisse senedi fiyatına etkisini araştırmışlardır. Gerçekleştirilen olay etüdü metodolojisi sonuçlarına göre, endeksten çıkarılmanın piyasa fiyatlarında önemli bir düşüşe yol açmadığı halde, endekste yer almanın olumlu bir şekilde değerlendirildiğini ortaya koymuştur.

Ortas, Burritt ve Moneva (2013) çalışmalarında Dow Jones Asya Pasifik Sürdürülebilirlik Endeksi'nin performansını analiz ederek, sürdürülebilirliğe yönelik uygulamaların, o bölgedeki sorumlu yatırım stratejilerine entegrasyonunun sonuçları hakkında gerekli bilgileri sağlamayı amaçlamışlardır. Elde edilen sonuçlar, sürdürülebilirlik uygulamalarının şirketlere ilave maliyet yükü veya maddi kayıp yaratmadığını ortaya koymaktadır. Araştırma sonuçları yatırımcıların sürdürülebilir yatırımlara ve konulara daha fazla özen göstermeye kararlı şirketleri destekleyebileceklerini vurgulamaktadır.

Cunha ve Samanez (2013), 2005 ile 2010 yılları arasında Brezilya Borsası (BM ve FBOVESPA) Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi'ni inceleyerek Brezilya borsasındaki sürdürülebilir yatırımların performansını analiz etmeye çalışmışlardır. Bu amaçla, ISE portföylerini belirleyerek bu portföylerin performansını piyasa portföyünü temsil eden IBOVESPA endeksi ve diğer BM&FBOVESPA sektörel endeksleriyle karşılaştırmışlardır. Performans karşılaştırmasında, likidite, getiri ve risk göstergelerinin yanı sıra kullandıkları Sharpe, Treynor, Sortino ve Omega performans ölçütleri aracılığıyla sürdürülebilir yatırımların likiditeyi artırmak ve çeşitlendirilebilir riski azaltmak gibi bazı ilginç özellikler sunduğunu açıklamışlardır. Ancak, buna rağmen analiz döneminde söz konusu endeks performansları arasında anlamlı ilişki bulunamamıştır.

Cheung ve Roca (2013), Asya Pasifik piyasalarında işlem gören şirketlerin 2002-2010 döneminde Dow Jones Sürdürülebilirlik Dünya Endeksi'ne (DJSWI) alındığında ya da endeksten çıkarıldığında, bu durumun ilgili şirket hisse senetlerinin getirileri, riskleri ve likiditesi üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bir yandan bir şirketin sürdürülebilirlik endeksine dahil edildiğinde veya sürdürülebilirlik endeksinden çıkarıldığında hisse senedi performansının ne olacağını açıklamışlar diğer yandan, yatırımcıların aynı duruma hangi yönde tepki vererek, sürdürülebilirlik kavramını nasıl ve ne şekilde değerlendirdiğini ifade etmişlerdir. Olay etüdü metodolojisi kullanarak geliştirdikleri iki yeni hipotezi test etmişlerdir. Buna göre, hem endekse alınma hem de endeksten çıkarılma durumlarında hisse getirilerinde belirgin bir düşüş, işlem hacminde ise bir artış gözlemlenmiştir. Bunun yanında, sistematik riskte bir değişiklik yaşanmadığını belirterek şirkete özgü risklerde artış olduğunu belirtmişlerdir.

Achim ve Borlea (2014) çalışmalarında, Bükreş Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören Rumen şirketlerinin bir kısmını incelemişlerdir. Sürdürülebilir yatırımların şirketlerin iç performanslarındaki artışa hemen yansımadığını hatta aktif karlılığını negatif etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte, sürdürülebilir yatırımlar şirketin uzun vadeli sürdürülebilirliğini sağlayacak bir faktör olarak yatırımcılar açısından "iyi haberler" olarak değerlendirilmektedir. Bu sebeple de şirketlerin piyasa değeri ile sürdürülebilirlik performansı arasında olumlu bir ilişkinin varlığını ortaya koymuşlardır.

Charlo, Moya ve Munoz (2015), İspanyol sürdürülebilirlik endeksi FTSE4Good IBEX üzerinden yürüttükleri çalışmada FTSE4Good IBEX

şirketlerinin hisse senetlerinin piyasa getirisindeki değişimlere daha duyarlı olduğunu ortaya koymuşlardır. Diğer bir ifadeyle, sürdürülebilirlik endeksine dahil olan şirketlerin aynı düzeyde sistematik risk için diğerlerine kıyasla daha yüksek kazançlar elde ettiğini ve daha fazla finansal risk almak eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir.

DiSegni, Huly ve Akron (2015), yapılan analizler neticesinde, DJSI'yi oluşturan şirketlerin pazarın geneli üzerinde olmasa da, ilgili sektörün geri kalanına kıyasla daha yüksek kar ve uzun vadeli kaldıraç oranı sergilediklerini vurgulamış buna karşın daha düşük kısa vadeli likidite oranına sahip olduklarını göstermiştir.

Bir başka çalışmada Marti, Rovira-Val ve Drescher (2015), 2007 ile 2010 yılları arasındaki dönemde Stoxx Avrupa 600 endeksinde ve Stoxx Avrupa Sürdürülebilirlik endeksinde listelenen firmalardaki veriler üzerinde panel veri metodolojisini uygulamışlardır. Elde edilen sonuçlar, Stoxx Avrupa Sürdürülebilirlik endeksindeki şirketlerin, Avrupa'da daha geleneksel bir yönetim profili olan şirketlerden daha iyi finansal performans elde ettiklerini göstermektedir.

Orsato, Garcia, Da-Silva, Simonetti ve Monzoni (2015a: 166), sürdürülebilirlik endekslerine alınmanın veya endeksten çıkarılmanın, şirketlerin piyasa değeri ile arasındaki ilişkiyi araştıran bazı çalışmaları analiz etmiştir. İnceledikleri çalışmaların çoğunda şirketlerin piyasa değeri ile kurumsal sürdürülebilirlik arasında bir korelasyon bulunamamıştır. Bu çalışmaların bir kısmında (Dias, 2007; Boga, Campos ve Camino, 2008; Machado ve Machado, 2008; Luz vd., 2008; Tavares, 2011) olay etüdü analizleri gerçekleştirilmiştir. Korelasyon bulunamayan çalışmaların geri kalanları ise (Guimaraes, 2010; Nunes, 2010; Gonçaves, 2010) olarak belirtilmiştir. İki çalışmada ise (Dias ve Barros, 2008, Nunes, Teixeira, Nossa ve Galdi, 2010) ise korelasyona rastlanmıştır. Ancak, analiz edilen çalışmalar hakkında genel olarak, bir şirketin kurumsal sürdürülebilirlik endeksine katılımı ve paylarının değeri üzerindeki etkisi arasında istatistiksel olarak önemli farklılıklar göstermediği sonucunun çıktığı söylenebilmektedir. Daszynska-Zygadlo, Ryszawska, Slonski ve Zawadzki (2014), de sürdürülebilirlik endeksine alınmaya ilişkin duyuruların hisse senedi performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Yatırımcıların tepkisini ölçmek için olay etüdü analizi gerçekleştirilmiştir. Konuyla ilgili Avrupa piyasaları

üzerindeki etkiyi test etmek için STOXX Avrupa Sürdürülebilirlik Endeksi ve RESPECT Endeksi (Polonyalı şirketlerin hisselerini kapsayan Varşova Borsası tarafından oluşturulmuştur) üzerinde araştırma yapılmıştır. 2005-2010 yılları arasındaki inceleme döneminde STOXX Avrupa Sürdürülebilirlik Endeksi alınmaya yönelik yapılan 107 duyurunun negatif etki yarattığı belirtilmiştir. Bununla birlikte, 2009-2012 döneminde RESPECTS Endeksi'ne alınmaya yönelik yapılan 33 duyurunun ise ortalama aşırı getiri oranı üzerinde anlamlı bir etki yaratmadığını tespit etmiştir

Çıtak ve Ersoy (2016), 2014 yılı Ocak ve Mart ayları arasındaki dönemde BİST 30 Endeksi kapsamındaki şirketlerden BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan ve alamayan 15'er tanesinin finansal performanslarının birbirinden farklı olup olmadığını incelemiştir. Olay etüdü yöntemi aracılığıyla BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan şirket hisse senetlerinin istatistiksel olarak anlamlı aşırı getiri ve kümülatif aşırı getiri oranlarına sahip olup olmadıkları analiz edilmiştir. Araştırma bulgularına göre, Piyasa Değeri/Defter Değeri ortalaması BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan firmalar için daha yüksek çıkmıştır. Ancak, günlük, haftalık ve aylık getiri oranları için herhangi bir fark çıkmamıştır. Bu durum, yatırımcıların endekste yer alan firmaların hisse senetlerine olumlu tepki vermediği şeklinde yorumlanmıştır. Olay etüdü incelemesi, sürdürülebilirlik endeksine alınma duyurusunun, yatırımcıların yatırım kararlarını kısa vadede etkilemediğini göstermiştir. Diğer taraftan bir başka sonuç da, duyuru tarihi öncesinde yatırımcıların endekste yer alan firmaları tahmin ederek yatırım yapmadıkları yönünde çıkmıştır.

Görüldüğü gibi, yukarıda bahsedilen çalışmalar, sürdürülebilirlik endeksine alınmanın endekse dahil olan şirketin hisse senedi değeri ve karlılığı üzerinde bir etki yaratıp yaratmadığı hakkında karmaşık sonuçlar vermektedir.

1.7. Kapsam ve Sınırlılıklar

Çalışmanın kapsamını, yayınlanmaya başlandığı tarihten bu yana 2014 ve 2016 yılları arasında BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde işlem gören şirketler oluşturmaktadır. Söz konusu şirketlerin 2013-2016 yılları arasında yayınlanan bağımsız denetimden geçmiş dönem sonu bilanço ve gelir tabloları üzerinden elde edilen veriler dahilinde analizler gerçekleştirilmiştir. Çalışmada kullanılan finansal veriler KAP ve şirketlerin web sitelerinde kamuya açıkladıkları bilgilerden elde

edilmiştir. Çalışmaya, 2013 yılı dönem sonu mali verilerinin de ilave edilmesinin sebebi endeksin yayımlandığı 2014 yılında endekse dahil olan şirketlerin endekse dahil olmadan bir önceki durumlarını ortaya koymaktır.

Çalışmanın yatay kesit boyutunda 42 (N=42), zaman boyutunda ise 4 (T=4) dönemden oluşan panel veri kümeleri yer almaktadır. Buna göre veri kümelerinin her birinin örneklem boyutu 168 (NxT= 42x4) olmaktadır. N, oluşturulduğundan bu yana BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde işlem gören şirketleri belirtmektedir. T ise, 2013-2016 yılları arasındaki dört yıllık dönemi kapsamaktadır. Bu durumda örneklem boyutu 168 olmaktadır.

Çalışma kapsamına alınan şirketlere ait çizelge aşağıda sunulmaktadır.

Çizelge 1.2. Endekste Yer Alan Şirketlerin Listesi

1	ADEL	Adel Kalemcilik	22	PGSUS	Pegasus
2	AKBNK	Akbank	23	PETKM	Petkim
3	AKSEN	Aksa Enerji	24	SAHOL	Sabancı Holding
4	AEFES	Anadolu Efes	25	SISE	Şişe Cam
5	ARCLK	Arçelik	26	HALKB	T. Halk Bankası
6	ASELS	Aselsan	27	TSKB	T.S.K.B.
7	BRISA	Brisa	28	TATGD	Tat Gıda
8	CCOLA	Coca Cola İçecek	29	TAVHL	Tav Havalimanları
9	DOHOL	Doğan Holding	30	TKFEN	Tekfen Holding
10	DOAS	Doğuş Otomotiv	31	TOASO	Tofaş Oto. Fab.
11	EREGL	Ereğli Demir Çelik	32	TUPRS	Tüpraş
12	FROTO	Ford Otosan	33	THYAO	Türk Hava Yolları
13	GARAN	Garanti Bankası	34	TTKOM	Türk Telekom
14	GLYHO	Global Yat. Holding	35	TTRAK	Türk Traktör
15	ISCTR	İş Bankası	36	TCELL	Turkcell
16	ISGYO	İş GMYO	37	ULKER	Ülker Bisküvi
17	KCHOL	Koç Holding	38	VAKBN	Vakıflar Bankası
18	KORDS	Kordsa Global	39	VESTL	Vestel
19	MGROS	Migros Ticaret	40	VESBE	Vestel Beyaz Eşya
20	NETAS	Netaş Telekom.	41	YKBNK	Yapı ve Kredi Bankası
21	OTKAR	Otokar	42	ZOREN	Zorlu Enerji

Daha önceden araştırma kapsamına dahil edilen ancak inceleme döneminde Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı (GYO) A.Ş. tarafından devralınarak birleşme işlemi gerçekleştirilen Saf GYO A.Ş.'nin şirket hisseleri borsa kotundan çıkarılmıştır (Akiş GYO A.Ş., 2017). Bu sebeple, ilgili şirket araştırma kapsamı dışında bırakılmıştır.

Türkiye’de sürdürülebilirlik konusunda henüz yeterli standart oluşturulmamış olması çalışma açısından ciddi anlamda bir kısıt oluşturmaktadır. Bu durum sürdürülebilirliğin yaygınlaştırılmasına ilişkin atılacak adımlarda gecikmelere neden olmaktadır. Türkiye’de şirketlerin sürdürülebilirliğe dönük uygulamalarını ve bilgilerini sorumlu yatırımcılara iletmek amacıyla Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde oluşturulan BİST Sürdürülebilirlik Endeksi henüz üç dönem boyunca yayınlanmaktadır. Yayınlanan bu endekse de şu an için katılım kriterlerini sağlayan sınırlı sayıda şirketler dahil edilmektedir. Dolayısıyla, çalışmada en büyük kısıt olarak gözlem sayısının az olması karşımıza çıkmaktadır. Buna rağmen, çalışmanın Türkiye’de BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne alınma olayının endekse dahil olan şirketin hisse senedi değeri ve karlılığı üzerinde bir etki yaratıp yaratmadığına yönelik sonuçlar elde edilmesinde öncü olması beklenmektedir.

2. KURAMSAL VE KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Bu bölümde, kuramsal ve kavramsal çerçeve kapsamında sürdürülebilirlik, kurumsal sürdürülebilirlik ve menkul kıymet borsalarında sürdürülebilirlik konuları detaylı bir şekilde açıklanmaktadır. Ayrıca, Türkiye’de kurumsal sürdürülebilirlik ile ilgili düzenlemelere ve sürdürülebilirlik uygulamalarına değinilmekte ve BİST Sürdürülebilirlik Endeksi hakkında bilgilendirmelerde bulunmaktadır. Yine bu bölümde araştırma amacına uygun olarak kullanılan ekonometrik yöntem Panel Veri Analizi teorisi hakkında da bilgilendirmeler yapılmaktadır.

2.1. Sürdürülebilir Kalkınmadan Sürdürülebilirliğe

Önceleri çevresel sorunlara yönelik çözüm arayışları için bir araç olarak ortaya çıkan sürdürülebilir kalkınma kavramı özünde bugünün ve geleceğin kuşaklarını bilinçli kaynak tüketimi bağlamında bir araya getirmektedir. Kavram, zaman içerisinde çevresel kaynakların sürekliliğinden ekonomik kalkınmanın sürdürülebilirliğine doğru bir yönelim sergilemekte olduğundan çalışmamız açısından ayrıca önem taşımaktadır. Bu çerçevede sürdürülebilir kalkınmadan sürdürülebilirliğe doğru olan dönüşüm, tarihi seyri içerisinde aşağıda incelenmektedir.

2.1.1. Sürdürülebilir Kalkınmada Kilometre Taşları

Temelini ekonomik konuların oluşturduğu küreselleşme olgusu etkisini sadece ekonomik alanda değil aynı zamanda çevresel, endüstriyel, siyasi hatta teknolojik alanlarda da göstermektedir. Çok boyutlu bir kavram olarak ideolojik tartışmalara da konu edilen küreselleşme kavramının tanımı üzerinde tam anlamıyla bir fikir birliği bulunmamaktadır.

Global ölçekli finansal, çevresel, politik, sosyal ve kültürel faaliyetlerin yerel, ulusal ve bölgesel düzeylerde giderek artan etkisi küreselleşme kavramının çok boyutlu olma özelliğini yansıtmaktadır (Pham, 2017: 207). Bu özelliği dikkate alındığında, bazı çevrelerce özellikle gelişmekte olan ülkelere ciddi fırsatlar sunduğu düşünülen küreselleşme kavramı ekonomilerin bütünleşerek gelişmesi şeklinde algılanmaktadır.

İşbölümünün ve uzmanlaşmanın daha da derinleşmesiyle büyüyen bireysel ekonomiler dünya çapında işlemlerin yönetilmeye başlanması ve üretimin giderek ulusal sınırları aşması sonucunda gerçek küresel ekonomiler ortaya çıkarmaktadır. Üretim için gereken kaynakları dünya çapında tedarik etmek ve maliyetleri aşağı çekmek fırsatı doğmaktadır. Bu sayede gelişmekte olan ülkelerde yaşayan insanlar geçim zorluğu çekmekten kurtulmaktadır (Greenspan, 2007/2008: 370). Dolayısıyla, ülke ekonomilerinin entegrasyonu ve aralarındaki ticaret hacminin genişlemesinin yalnızca ekonomik büyümeyi sürdürdüğüne değil aynı zamanda istihdam fırsatları yarattığına da inanılmaktadır (Bacchetta, Ernst ve Bustamante, 2009: 21). Bu açıdan bakıldığında küreselleşme ülkelerin bir anlamda küresel politikalara entegre oluş biçimi gibi görülmektedir.

Piketty (2013/2014) serbest piyasa ekonomisinin yarattığı gelir ve servet eşitsizliği üzerinde durarak küreselleşmenin, elinde güçlü sermayesi bulunan iyi eğitilmiş son teknoloji yenilikçi fırsatlara sahip olan kesimleri daha da güçlendirdiğini vurgulamaktadır.

Küreselleşme bazı kesimlerce ekonomik ve kültürel gelişmeye, çağdaşlaşmaya, ülkeler arası ticaretin hızlanmasına olanak sağladığı için faydalı olarak yorumlanmaktadır. Yani ekonomik açıdan faydalı görülmektedir. Bu görüşe göre küreselleşmenin desteklenmesi gerekmektedir. Ayrıca demokrasi ve insan hakları değerlerini dikkate alması ve bu kavramları geliştirmesi sebebiyle politik açıdan da yararlı görülmektedir. Diğer görüş ise küreselleşmenin kapitalist anlayışın dünyaya yayılması demek olduğuna inanmakta, ekonomik ve siyasal açıdan yararlı olmadığını vurgulayarak gelişmiş ülkelerin bu sayede az gelişmiş ülkelerdeki ulusal devlet benliğini zayıflatarak bu devletleri baskı altına almaya çalıştığına inanmaktadır (Oran, 2009: 2).

Yukarıda belirtildiği üzere ekonomik bir fenomen gibi görülen küreselleşmenin neden olduğu ekonomik ve finansal sonuçların siyasal ve kültürel değişimleri beraberinde getirdiği anlaşılmaktadır. Ülkeler arasındaki ekonomik ilişkilerin artması ve finansal piyasaların giderek derinleşmesi emek, sermaye, teknoloji gibi kaynakların dolanım hızının artmasına neden olmaktadır. Dahası, kaynakların daha mobil olması dünyanın ortak bir pazar haline gelmesi sonucunu doğurmaktadır.

Küresel alandaki bu hızlı ve etkili gelişmeler şirketlerin amaç ve politikaları üzerinde kuşkusuz etkili olmaktadır. Günümüzde şirketler, daha çok kar elde etmeyi değil, müşterilerini daha çok düşünerek müşterilerine değer yaratmayı hedeflemektedir (Kotler, 2000: 12). İşletmeler bu hedef doğrultusunda sosyal, ekonomik ve teknolojik kalkınmaya katkıda bulunarak bir anlamda toplumsal rol üstlenmektedir.

Ancak, zaman zaman işletmeler faaliyetleri esnasında sosyal ve çevresel sorunlara yol açmakla eleştirilebilmektedir (Başar ve Başar, 2006: 214). Söz konusu eleştiriler daha çok çevre kirliliği, atık maddeler, sorumsuz kaynak tüketimi, iş güvenliği ve işçi sağlığı gibi toplumsal sorumluluğun ön planda tutulduğu konular çerçevesinde yapılmaktadır (Uluslan, 2009: 182). Bu nedenle birçok şirket artık kendi performanslarının çevresel ve sosyal yönleri üzerinde önemle durmaktadır (Skouloudis ve Evangelinos, 2009: 43).

Bir diğer ifadeyle, son yıllarda firmalardan sürdürülebilir kalkınmaya hedefleri doğrultusunda politikalar üretmeleri talep edilir hale gelmektedir. Dolayısıyla, şirketlerin sadece hissedarların menfaatlerini maksimize etmenin ötesine geçen daha geniş kapsamlı hedefleri içeren kurumsal stratejiler geliştirmeleri gerektiği anlaşılmaktadır çünkü şirketin başarısı daha geniş bir paydaş grubunun memnuniyetine bağlı olmaktadır (Michael ve Gross, 2004: 34; Buchholz ve Rosenthal, 2005: 138). Kısacası işletmelerin sosyal paydaşlarına yani işletmeden yarar sağlayan herkese karşı sorumlu olmaları gerekmektedir (Aras ve Crowther, 2008: 435). Bu sorumluluk aynı zamanda şirketlere, kurumsal yönetim aracılığıyla uzun vadeli kazançlar sağlayarak faaliyetlerini ve süreçlerini yeniden gözden geçirmek suretiyle sürdürülebilir kalkınmaya katkıda bulunabileceklerini göstermektedir (Lopez vd., 2007: 287). Finansal konuların yanında sosyal ve çevresel konulara önem vermek gerekliliğinden doğan sürdürülebilir kalkınmanın, sosyal eşitsizlik, çevresel tahribat, gelecek nesilleri dikkate almadan tüketim faaliyetini sürdürmek gibi çağımızın sorunlarına çözüm bulması beklenmektedir (Kuşat, 2012: 227).

Sürdürülebilir kalkınma terimi, ekonomi ile ilgili çağrışımlar yapan bir kavram gibi görünse de sosyal politika, sağlık, eğitim, temiz enerji, sosyal adalet, iklim değişikliği konuları ile de yakından ilgili bir kavramdır. Sürdürülebilir kalkınma için teorik çerçeve 1972 yılından başlayarak günümüze kadar geçen süreçte gerçekleştirilen bir dizi uluslararası konferans ve girişimler vasıtasıyla

belirlenmiştir. Çizelge 2.1., söz konusu konferans ve girişimlerden önemli görülenlerin yer aldığı tarihler dizisini göstermektedir.

Çizelge 2.1. Sürdürülebilir Kalkınmada Kilometre Taşları

Tarih	Etkinlik	Tema
1972	Birleşmiş Milletler İnsan Çevresi Sempozyumu (United Nations Conference on the Human Environment - Stockholm Conference)	İnsan ve çevresi
1987	Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu – Ortak Geleceğimiz Raporu (Report of the WCED - Our Common Future)	Sürdürülebilir kalkınma için küresel eylem planı
1992	Gündem 21 (UNCED Earth Summit – Agenda 21)	Çevresel değerler, insan kaynakları
1997	Kyoto Protokolü (Kyoto Protocol)	İklim değişikliği, atıklar, kirlilik
2000	Birleşmiş Milletler Milenyum Deklarasyonu (Millennium Summit and Millenium Declaration)	Yoksulluk, eğitim, cinsiyet eşitliği, kadın hakları, sağlık, çevre
2002	Dünya Sürdürülebilir Kalkınma Zirvesi (World Summit on Sustainable Development)	Yaşam kalitesi, doğal kaynaklar
2006	Yenilenen AB Sürdürülebilir Kalkınma Stratejisi (Renewed EU Sustainable Development Strategy)	Çevresel koruma, ekonomik refah, sosyal eşitlik, uluslararası sorumluluklar
2009	Stiglitz Raporu (Stiglitz Report)	Ekonomik kriz
2010	Avrupa 2020 Stratejisi (Europe 2020 Strategy)	Ekonomik dönüşüm, sürdürülebilir ve kapsayıcı büyüme
2012	Rio 20 Zirvesi - İstedığımız Gelecek (Rio+20 Conference The Future We Want)	Yeşil ekonomi, yoksulluğun azaltılması
2014	BM Raporu (Report of the UN: The Road to Dignity by 2030)	Yoksulluğun ortadan kaldırılması, gezegenin korunması
2015	BM 2030 Gündemi (Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development)	Açlık, enerji, ekosistemin korunması

Kaynak: Birleşmiş Milletler Ekonomik ve Sosyal İlişkiler Departmanı, 2017; Asya Kalkınma Bankası, 2012; Quental, Lourenço ve Da Silva, 2011: 19

Sürdürülebilirliği küresel ölçekte tartışmak için yapılan ilk büyük uluslararası toplantı 1972 yılında Stockholm’de yapılan Birleşmiş Milletler (BM) İnsan Çevresi Sempozyumu’dur. Genel olarak kaynakların kullanımında hakkaniyet, sağlıklı bir çevrede yaşam için yapılması gerekenlere yönelik kararlar

alınmıştır. Konferans, BM Çevre Programı'nın (UNEP) kurulmasına ve ulusal düzeylerde birçok çevre koruma ajansının oluşturulmasına yol açmıştır (Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Komisyonu (UNCSD), 2010: 7).

Sürdürülebilir kalkınma kavramı ilk kez 1987 tarihli Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu'nun (WCED) hazırladığı Ortak Geleceğimiz (Brundtland raporu) adlı raporda detaylı bir şekilde ele alınmıştır. Raporda, sürdürülebilir kalkınma hedefleri doğrultusunda çevresel sorunlara çözüm arayarak doğal kaynakların tamamen yok edilmeden bilinçli ve dengeli bir şekilde kullanılarak gelecek nesillere aktarılması amaçlanmaktadır (Quental, Lourenço ve Da Silva, 2011: 20). Raporda sürdürülebilir kalkınma kavramı “gelecek nesillerin kendi ihtiyaçlarını karşılayabilmelerini tehlikeye atmadan bugünkü nesillerin ihtiyaçlarını karşılayan kalkınma” şeklinde tanımlanmaktadır (WCED, 1987: 24; Gray, 2006: 67; Davidson, 2011: 351; Sisaye, 2011: 385). Raporda ayrıca büyük sorunların çözümünde ekonomik kalkınmanın gerekli olduğu ancak bunu gerçekleştirirken bugünkü kaynakların yok edilmemesi gerektiği vurgulanmaktadır (Isaksson ve Steimle, 2009: 169).

1992 yılında, Rio de Janeiro kentinde gerçekleştirilen Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı'nda (UNCED) sürdürülebilir kalkınma çabalarının tarım, su kaynakları, atıkların kontrolü, yoksulluk, açlık, eğitimsizlik gibi alanlarda önemle uygulanması gerektiği vurgulanarak küresel eylem planı oluşturulmuştur (UNCED, 1992).

2002'de iş dünyasından temsilcilerin de katıldığı Dünya Sürdürülebilir Kalkınma Zirvesi'nde (WSSD) gıda, su, barınak, enerji, sağlık hizmetleri ve güvenlik konularında giderek artan talepler ile nüfus artışı karşısında doğal kaynaklarımızı korumak ve insan yaşamını iyileştirmek konuları görüşülmüştür (WSSD, 2002).

Rio+20 Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Konferansı 20-22 Haziran 2012'de yine Rio de Janeiro kentinde gerçekleştirilmiştir. Diğerlerinden farklı olarak yeşil ekonomiden söz edilerek, yeşil ekonominin sürdürülebilir kalkınma ve yoksulluğun azaltılması için önemli bir araç olabileceği üzerinde durulmuştur (BM, 2012).

Yukarıda belirtilenlerden anlaşılacağı gibi sürdürülebilir kalkınma konusuna gösterilen ilginin temelinde BM'nin çabalarının önemli bir yer tuttuğu görülmektedir. BM Ekonomik ve Sosyal İlişkiler Departmanı (UN DESA), konuya daha fazla dikkat gösterilmesi ve ulusal düzeylerde sürdürülebilir kalkınmayı destekleyici daha net politikalar üretilmesini sağlamak üzere birtakım konu başlıkları belirlemiştir. Çizelge 2.2.'de söz konusu konu başlıkları yer almaktadır.

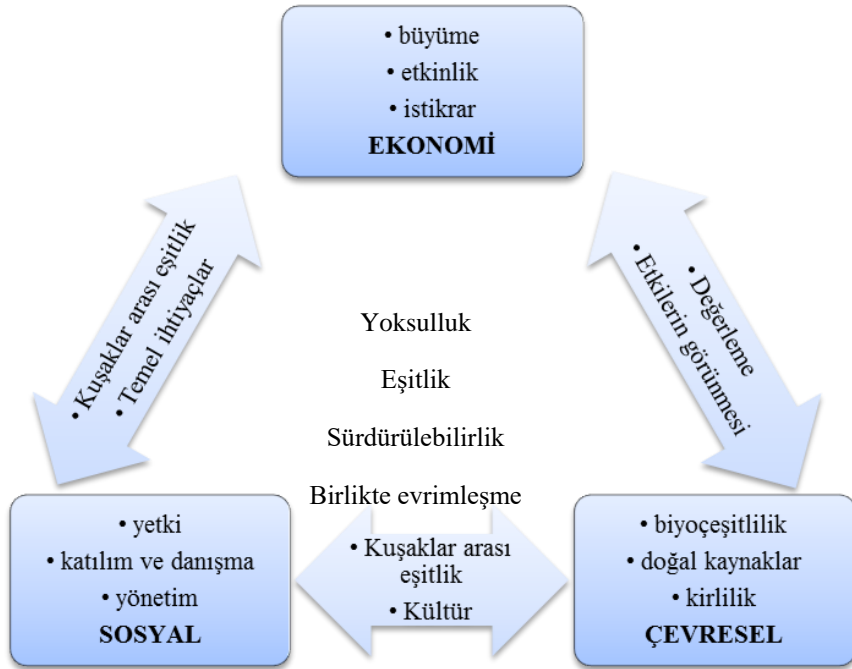
Çizelge 2.2. BM Sürdürülebilir Kalkınma Konu Başlıkları

Konu Başlıkları		
Yoksulluk	Doğal tehlikeler	Biyolojik çeşitlilik
Yönetişim	Atmosfer	Ekonomik kalkınma
Sağlık	Karalar	Küresel ekonomik ortaklıklar
Eğitim	Temiz su	Üretim ve tüketim şekilleri
Demografik bilgiler	Okyanuslar, denizler ve kıyılar	

Kaynak: BM Ekonomik ve Sosyal İlişkiler Departmanı, 2007: 9

Çizelge 2.2.'deki konu başlıklarına bakıldığında, ekonomik, sosyal ve çevresel konuların sürdürülebilir kalkınmanın yakalanması açısından önem taşıdığı görülmektedir. Anlaşıldığı üzere sürdürülebilir kalkınmada sosyal, ekonomik ve çevresel ilişkiler ön planda yer almaktadır. Doğal yaşam alanları ve bu alanlarda yaşayan insanlar birbirlerinden bağımsız olarak düşünülmemektedir. Dahası, bu birliktelik ekonomik aktiviteler ile de etkileşim içerisinde bulunmaktadır. Sonuçta, toplum, çevre ve ekonomik sistemler arasındaki ilişkinin sağlıklı bir şekilde sürdürülmesi gerekmektedir.

Daha öncede belirtildiği gibi, toplum, çevre ve ekonomik sistemler arasındaki bağlantıların dengeli ve tutarlı biçimde ele alınması gerekmektedir. Diğer bir ifadeyle, ekonomik, sosyal ve çevresel sistemler arasında entegrasyon sağlanması gerekmektedir. Bu durum Munasinghe (1993: 2; 2002: 126) tarafından oluşturulan bir üçgen yardımıyla net bir şekilde ortaya konmaktadır.



Şekil 2.1. Sürdürülebilir Kalkınma Üçgeni

Şekil 2.1.'e göre, köşelerde yer alan noktalarda sosyal, çevresel ve ekonomik amaçlar bulunmaktadır. Ekonomik hedefler, insanların temel ihtiyaçlarını karşılayacak mal ve hizmet tüketimindeki artışla birlikte refah düzeyinin yükseltilmesine odaklanmaktadır. Sosyal hedefler, insan ilişkilerinin zenginleştirilerek bireysel ve grup amaçlarının gerçekleştirilmesini vurgulamaktadır. Çevresel hedefler ise, ekolojik sistemlerin korunmasına ve iyileştirilmesine odaklanmaktadır. Ekonomik, sosyal ve çevresel hedefler arasındaki etkileşimlerin birbirleriyle çelişmemesi gerekmektedir. Ayrıca, yoksulluk, eşitlik, sürdürülebilirlik, ortak evrimleşme gibi konular tüm hedeflerle ilişkili oldukları için üçgenin ortasında yer almaktadır (Munasinghe, 2002: 126).

Görüldüğü gibi sürdürülebilir kalkınma, ekonomik büyüme ve çevresel koruma arasında köprü kurma çabalarına yönelik bir gelişmedir. Sürdürülebilir kalkınma, canlı türlerinin çeşitliliğini destekleyici, yoksulluğu giderici, uzun vadeli kalkınmanın sağlanabilmesi için kısa vadede doğal sermayeyi kullanmadan ekonomik büyümeyi destekleyen araçlar geliştirmek istemektedir (Aras ve Crowther, 2009: 282).

Sürdürülebilir kalkınma kavramının ülkelerin uyguladıkları büyüme politikalarının doğal kaynakları ve çevreyi tahrip etmesinden dolayı ortaya atıldığı anlaşılmaktadır. Tarihsel gelişim süresi içinde incelendiğinde, sürdürülebilir kalkınmayı sağlayabilmek için çevreyi ve doğayı tahrip etmeden ekonomik ve sosyal kalkınma hedeflerine ulaşmak büyük önem taşımaktadır. Çünkü artık günümüzde ülke ekonomilerinde yaşanan büyümeler ancak doğal kaynakların verimli kullanımı sonucu sürdürülebilir hale gelebilmektedir. Dolayısıyla, çevresel, ekonomik ve sosyal sürdürülebilirlik birlikte sağlandığı takdirde sürdürülebilir kalkınma sağlanmış olmaktadır.

Sonuç olarak, sürdürülebilir kalkınma insan ihtiyaçlarının doğal düzeni bozmadan karşılanması, bugünün ve geleceğin nesillerinin hem kendi içlerinde hem de birbirleri arasındaki sosyal adaletin sağlanması ile bunları yaparken ekonomik, sosyal ve çevresel boyutların da mutlaka dikkate alınması gerektiğini vurgulamaktadır (Zink, Steimle ve Fischer, 2008: 5).

2.1.2. Sürdürülebilir Kalkınmada İlkeler

Brundtland Raporu'nun sürdürülebilir kalkınma tanımında bugünkü ve gelecek nesillerin ihtiyaçlarının karşılanması konusunda bir denge kurulması gerekliliği belirtilmektedir. Söz konusu ihtiyaçlar temelde gıda, sağlık, barınma, ekonomik, sosyal ve kültürel, ekolojik ihtiyaçların tümünü kapsamaktadır. Ayrıca, denge kurulurken doğal kaynakların sınırlı olmasına yönelik bir kısıttan da bahsedilmektedir.

Sürdürülebilir kalkınma, ekonomik refahın, çevresel kalitenin ve toplumsal eşitliğin eşzamanlı olarak uygulanmasını içermektedir (Chang vd., 2017: 49). Ekonomik refah, çevre kalitesi ve sosyal eşitlik ilkelerinin her biri gerekli görülmektedir. Ancak herhangi biri desteklenmiyorsa sürdürülebilir bir kalkınmanın mümkün olmadığı vurgulanmaktadır (Bansal, 2005: 198). Bu ilkeler aşağıda açıklanmaktadır:

- *Ekonomik refah ilkesi:* Ekonomik refah ilkesi, dünya genelinde yaşam standardının yükseltilmesine yardımcı olacak mal ve hizmetlerin üretilmesini ve üretilen bu mal ve hizmetlerin dağıtımını içermektedir. Buna göre, yenilikçi, verimlilik yaratma kapasitesine sahip aynı zamanda rekabetçi, dışa açık pazarlar sürdürülebilir kalkınmanın temel unsurları

olarak gösterilmektedir. Aksine ekonomik refah yaratmayan toplumların geleceklelerini tehlikeye atacakları belirtilmektedir (WCED, 1987; Bansal, 2005: 199). Buradan, küresel rekabet şartlarında insanların temel ihtiyaçlarının uygun şekilde karşılandığı, refah düzeyini yükseltici bir anlayıştan bahsedildiği anlaşılmaktadır.

- *Çevresel bütünlük ilkesi:* Çevre bütünlüğü ilkesi, insan faaliyetlerinin yeryüzündeki toprak, hava ve su kaynaklarına zarar vermemesi gerektiğini vurgulamaktadır (Bansal, 2005: 198). Zararlı gazların atmosfere salınması, azalan biyoçeşitlilik, ormansızlaşma, toksik döküntüler, atık yönetimi gibi müdahaleler hem yerel hem de küresel ölçekte ekosistemi tehdit etmektedir. Dolayısıyla, insan faaliyetleri dünyadaki yaşamı destekleyen atmosferi, su kaynaklarını, toprakları tehlikeye atmamalıdır (WCED, 1987: 55; WSSD, 2002: 22).
- *Sosyal eşitlik ilkesi:* Sosyal eşitlik ilkesine göre ise, tüm insanların daha kaliteli bir yaşam için kaynaklara ve fırsatlara eşit erişime sahip olmaları gerektiği vurgulanmaktadır. İnsan ihtiyaçları sadece yiyecek, giyecek ve sığınma evi gibi temel ihtiyaçları içermekle kalmayıp aynı zamanda sağlık, eğitim ve siyasi özgürlük gibi iyi bir yaşam kalitesini de içermektedir (Bansal, 2005: 198). İlke, daha iyi bir yaşam için herkesin temel ihtiyaçlarının karşılanmasını ve bunun için gerekli olan fırsatların insanlara sunulması gerektiğini açıklamaktadır (WCED, 1987).

Sonuç olarak, yukarıda adı geçen ilkeler çevre ve insan faaliyetleri arasında denge kurarak, bu dengenin bozulmasına fırsat vermeden, içinde bulunduğumuz zamanın ve gelecek zamanın beklentilerini karşılayacak bir süreçten bahsetmektedir. Bu süreç aynı zamanda kalkınmanın sürdürülebilir olmasını da sağlayacak bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır. Yukarıda değinildiği üzere, sürecin başarısı aynı zamanda herkes açısından fırsatların eşit ve adil bir şekilde dağıtımını da kapsamaktadır.

2.1.3. Sürdürülebilir Olmayan Eğilimler

Sürdürülebilir kalkınmanın küresel çerçevede uygulanması kolay olmamakla birlikte, bu konuda birtakım aşamaların kaydedildiğine önceki 2.1.1. *Sürdürülebilir Kalkınmada Kilometre Taşları* kısmında değinilmiştir. Aradan geçen zaman içinde;

- gelir dağılımındaki eşitsizliğin giderilmesi,
- yoksullukla mücadele açısından istihdamın artırılması,
- eğitim ve sağlık alanlarında kalitenin yükseltilmesi,
- çölleşmenin önüne geçilmesi,
- biyoçeşitliliğin korunması,
- iklim değişikliği ile mücadele,
- doğal kaynakların sürdürülebilir kullanımı,
- gıdaya, temiz enerjiye ve sağlıklı su kaynaklarına erişimin sağlanması,
- cinsiyet eşitliğininin sağlanması,
- sürdürülebilir sanayi altyapısının tesis edilmesi,
- sürdürülebilir şehirler oluşturulması

gibi konularda birtakım ilerlemeler yaşansa da küresel kapsamda işbirliklerinin geliştirilmesine devam etmek gerekmektedir (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2012). Ancak, sürdürülebilir kalkınma konusundaki ilerlemelere rağmen olumsuz eğilimler hala devam etmektedir. Küreselleşmenin doğurduğu ekonomik, sosyal, teknolojik, politik sonuçların etkileriyle dünyanın herhangi bir bölgesinde yaşanan sorun rahatlıkla başka bölgelerdeki yaşamları etkilemektedir. Ekonomik sistemler, doğal yaşam alanları ve bu alanlarda yaşayan insanlar bir bütünün parçaları oldukları için de yaşanan sorunlar doğrudan ve dolaylı olarak toplum ve çevresini etkilemektedir.

Dünya Bankası'nın (WB) verilerine göre dünya çapında GSYİH 2015 yılı sonu itibarıyla yaklaşık 74 trilyon dolar seviyesinde gerçekleşmiş olup, bunun yalnızca yaklaşık 6 trilyon dolarlık kısmı düşük ve düşük orta gelir düzeyindeki ülkelere ait bulunmaktadır (WB, 2017). Üst orta gelir ve üst gelir grubu ülkelerinde insanların çoğu gelirlerinin bir bölümünü beslenme, barınma, giyinme gibi fizyolojik ihtiyaçları dışındaki mal ve hizmetler için harcama imkanına sahip bulunmaktadır. Yani yoksulluk ve bunun yarattığı yoksunluk henüz varlığını sürdürmektedir.

Dünya Sağlık Örgütü' nün (WHO) verilerine göre, yetersiz beslenmenin beş yaşının altındaki çocuklarda yaygınlığı düşük gelir düzeyindeki ülkelerde %37

civarında, düşük orta gelir düzeyindeki ülkelerde ise %33 dolayında seyretmekte olup, bu oranlar dünya ortalaması olan %23'ün üzerinde seyretmektedir (WHO, 2017).

WHO ve Birleşmiş Milletler Çocuklara Yardım Fonu (UNICEF) verilerine göre içme suyu kaynaklarına erişim 2015 yılında düşük gelir düzeyindeki ülkelerde nüfusun %66 ile sınırlı kalmaktadır. Sahra-altı Afrika ülkelerinde bu oran %68'dir. Yine aynı yıl itibariyle gelişmiş sağlık tesislerine erişim açısından incelendiğinde, gelişmiş sağlık tesislerini kullanan nüfusun yüzdesi düşük gelir düzeyindeki ülkelerde 28, üst gelir grubu ülkelerinde ise 99'dur. Sahra-altı Afrika ülkelerinde nüfusun sadece %30'u bu imkana sahipken, düşük orta gelir düzeyindeki ülkelerde nüfusun %52'si gelişmiş sağlık tesislerini kullanabilmektedir (WHO/UNICEF, 2015).

Dünya Bankası (2017) verilerine göre, yenilenebilir enerji tüketimi üst gelir düzeyindeki ülkelerde nüfusun yaklaşık %10'u iken, düşük gelir düzeyindeki ülkelerde %81'dir. Gelişmiş ülkelerde bu oranın bir hayli düşük olduğu görülmektedir. Dünya ortalaması %18'dir. Bugünkü tüketimin gelecek nesillere etkisinin bilincinde olanların sayısı artıyor gibi görünse de aslında dünya ortalamasına bakıldığında bu durumun istenilen seviyede olmadığı anlaşılmaktadır. Bu şekilde gittiği takdirde, sürdürülebilir olmayan tüketime bağlı sorunların yakın zamanda daha büyük toplumsal, ekonomik ve çevresel sorunlara yol açabileceğinin düşünülmesi gerekmektedir.

O yüzden, satın aldıkları ürünün ve ambalajının ne kadar atığa neden olduğu, çevreye ne derece zarar verdiği, üretilmesi aşamasında ne kadar su, enerji ve başka kaynaklar kullanıldığı ve bunları üretenlerin yaşam ve çalışma koşullarının nasıl olduğu gibi sosyal sorumlulukların bilincinde olan tüketicilerin sayısında artış yaşanması gerekmektedir.

Bugüne kadarki süreçte sürdürülebilir kalkınma konusunda bir ilerleme yaşansa da bu ilerlemenin beklenenden az olduğu anlaşılmaktadır. Bunun nedenlerinden biri olarak, özellikle ulusal ve yerel düzeylerdeki girişimlerin yetersiz kalması ve sürdürülebilir kalkınmanın genellikle bir çevre sorunu gibi algılanmaya devam edilmesi gösterilebilmektedir. Sürdürülebilir olmayan eğilimlerin, sürdürülebilir kalkınma veya mevcut koşullar için gerekli olan kaynaklardan yoksun bir geleceği planlamak olduğunu unutmamak gerekmektedir

(Aras ve Crowther, 2008: 436). Diğer bir ifadeyle, sürdürülebilir kalkınma bugünün ve yarının nesilleri için yaşanabilir bir dünya sağlanmasıyla ilgili bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.

Diğer bir neden olarak ise, kalkınma kavramı denildiğinde ilk akla gelen ekonomik kalkınma kavramının hala hakim paradigma olmaya devam etmesi gelmektedir. Hükümetlerin ne derece başarılı olduklarını gösteren kriterler genellikle ekonomik kriterler şeklinde algılanmaktadır.

Küresel değişimler hızlı bir biçimde gerçekleşmekte ve hükümetler, kurumlar vb. orgtler açısından birtakım zorluklar getirmektedir. Bununla birlikte, söz konusu zorluklarla karşı karşıya olan kurumların çoğu karar alma süreçlerinde birbirinden bağımsız ve dışa kapalı olma eğilimindedir. Bakış açısı ve kurumsal yapı olarak ekonomiyi yönetenler ile doğal kaynakları yönetmekten ve çevreyi korumaktan sorumlu olanlar birbirinden ayrılmaktadır. Ekonomik ve ekolojik sistemler arasındaki dengeyi sağlayabilmek için kurumlar arası işbirliğine gidilmesi ve bu doğrultuda ilgili politikalar ortaya konulması bir zorunluluk olmaktadır (WCED, 1987: 25).

Ayrıca, gelişmiş ülkelerin konuyla ilgili taahhütlerini ne derece yerine getirdikleri hususunda da ciddi eleştiriler bulunmaktadır. Zaman zaman hükümetlerin, faaliyetleri nedeniyle ekosisteme zarar veren kesimlere yönelik olarak, onları bu zararlardan sorumlu tutup, gereken yaptırımları uygulamaktan kaçındıkları hususunda da eleştirildikleri olmaktadır. Bu sebepten ötürü, uluslararası orgtlere ve gelişmiş ülkelere olan güvenin ve onlara verilen desteğin gittikçe azalmakta olduğu üzücü bir gerçek şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

Sonuç olarak, sürdürülebilir kalkınmayı destekleyebilmek için hükümetlerin, uluslararası orgtlerin, iş dünyasının, sivil toplum kuruluşlarının, toplumun da bu bilinçte olması gerekmektedir. Dolayısıyla, sadece hedefler değil, bunlara ulaşmak için kullanılması gereken politikalar hatta politikaları uygulama araçları da sürdürülebilir olmak zorundadır. Sürdürülebilir olmayan eğilimler eninde sonunda sorun üretme potansiyeline sahip bulunduğu için, ürettiği sorunları çözme kabiliyetine sahip olmayan bu eğilimlerden uzaklaşmak gerekmektedir.

2.2. Şirketler ve Sürdürülebilirlik

Şirketlerin toplumsal rolünü sadece ekonomik anlamda değil sosyal ve çevresel anlamda da değerlendirmek gerekmektedir. Dolayısıyla, ekonomik, sosyal ve çevresel parametrelerin şirketlerin stratejik ve operasyonel süreçlerine ve karar alma mekanizmalarına dahil edilmesi önem taşımaktadır. Bu sayede şirketlerin uzun vadede sürdürülebilir bir ekonomik ve sosyal performans ile faaliyetlerine devam edebileceği öngörülmektedir. Bu açıdan bakıldığında sürdürülebilirlik kavramı şirketler açısından da önem taşımakta ve günümüzde sürdürülebilirliği kurumsal düzenlemeler aracılığıyla şirket kültürü içerisine yerleştiren şirketlerin ulusal ve küresel ölçekli gelişmelere karşı daha hızlı bir şekilde adapte olma şansı yakalayacakları anlaşılmaktadır.

2.2.1. Sürdürülebilir Kalkınmadan Kurumsal Sürdürülebilirliğe

Sürdürülebilir ekonomi, sürdürülebilir kalkınma, sürdürülebilir tarım, sürdürülebilir mimari, sürdürülebilir şehirler, sürdürülebilir finans, sürdürülebilir turizm, sürdürülebilir yatırım ve sürdürülebilir yaşam gibi kavramlar günümüzde sık sık kullanılmaktadır. Politikacılar, turizmciler, yerel yöneticiler, iş adamları ya da ekonomistler tarafından yapılan konuşmalardan, akademisyen ya da bilim adamları tarafından yazılan makalelerden ya da televizyon ve radyo programları gibi farklı platformlardan sürdürülebilirlik kavramına çok sık rastlanıldığına tanık olunmaktadır. Lele (1991) bu duruma, kavrama uluslararası yardım kuruluşlarının ve kalkınma planlamacılarının jargonunda, gerçekleştirilen konferanslarda, tartışılan makalelerde ve çevresel aktivistlerin sloganlarında sıkça kullanıldığını belirterek değinmektedir. Gerçekten de “sürdürülebilirlik” kelime olarak kendisini takip eden terimlere farklı anlamlar yüklemekte midir yoksa mevcut terimleri modern hayatın koşullarına göre evrimleştirmekte midir? Bu soruya verilecek yanıt kişiden kişiye, kurumdan kuruma değişiklik göstermektedir. Ancak değişmeyen şey, sürdürülebilirlik kavramının son dönemde giderek artan bir ilgiyi de beraberinde getirdiğidir.

Devlet adamları, iş dünyası temsilcileri ya da uluslararası örgütler sürdürülebilir kalkınma veya sürdürülebilirlik kavramları ile ilgili olarak bu kavramları dikkate alıp, uygulamaya geçireceklerine dair bazen taahhütler vermektedirler. Bununla birlikte, kavramlara farklı anlamlar yüklediklerine de zaman zaman şahit olunmaktadır. Bu açıdan bakıldığında, aslında bu iki kavramın

“esasen tartışmalı kavramlar - essentially contested concepts” (Gallie, 1955-1956: 169) olduklarını söylemek pek de yanlış olmamaktadır. Bir kez daha belirtmek gerekirse, tartışılan konular değişikçe kavramlara yüklenen anlamlar ve kullanım alanları değişeceğinden herkes tarafından kabul görmüş bir tanımın yapılması da güç hale gelebilmektedir (Yavuz, 2010: 65).

Etimolojik olarak incelemek gerekirse “sustainability (sürdürülebilirlik)” kelimesi, Latince desteklemek anlamında kullanılan “sus tenere” kelimelerinden türetilmiştir. “Sustain (sürdürmek)” fiili edilgen çağrışımlarda bulunurken, “sustainable (sürdürülebilir)” sıfatı etken anlamda kullanılmaktadır (Redclift, 1993: 4).

Sürdürülebilirlik kavramının ilk olarak hangi amaçla ve ne zaman kullanıldığı kesin olarak bilinmemektedir. Ancak, düşünce olarak ortaya çıkışına ve gelişimine yönelik birtakım değerlendirmeler bulunmaktadır. Buna göre, sanayi öncesi dönemde yaşamış bazı eski toplulukların ve doğu kültürlerinin bu konu üzerinde durdukları belirtilmektedir (Campbell, 1996: 302).



Kaynak: Vehkamäki, 2005: 3

Şekil 2.2. Sylvicultura Oeconomica Adlı Eserin Kapak Sayfası

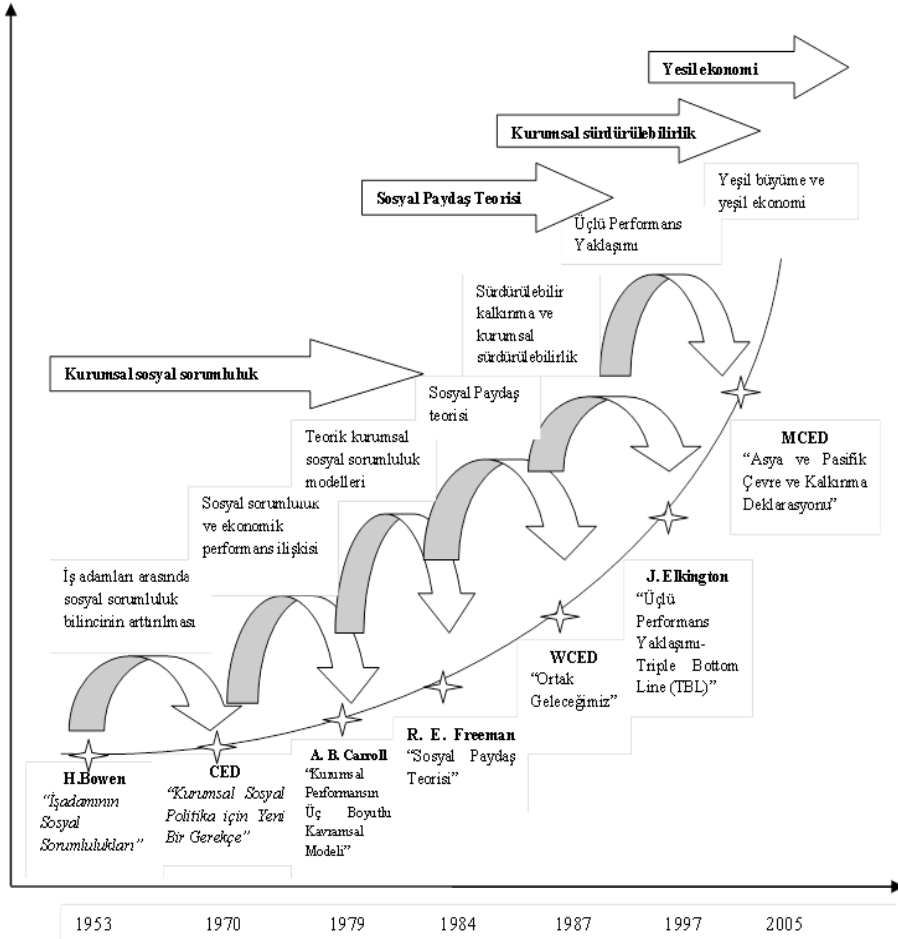
Vehkamäki (2005: 3), 18. yüzyılın başlarında Almanya’da sürdürülebilirlik kavramının ilk defa maden direktörü Hanns Carl von Carlowitz tarafından “Sylvicultura Oeconomica” adlı kitabında kullanıldığını belirtmiştir. Bu bağlamda, kitapta ormanların korunması sürdürülebilirlik kavramı ile ilişkilendirilmiştir. Dahası, ormanların kurtarılmasına yönelik yasalar oluşturulmuş ve oluşturulan bu yasalarda ormanların ekosisteme olan faydalarının sürekliliğini sağlamak amaç edinirken, ormanların sadece bugün için değil, sonraki kuşaklara da hizmet etmesinin gerekliliği üzerinde durulmuştur. Ayrıca kavram daha sonraki yıllarda sürdürülebilir ürün şeklinde İngilizce dillerinde kullanılmaya başlanmıştır. Bu dönemlerde kavrama ekolojik açıdan yaklaşıldığı görülmekte, kavrama

toplumsal anlamların yüklenmesi sonraki yıllara rastlamaktadır (Kaplan, 1999: 160).

19. yüzyıla gelindiğinde başlangıçta orman kaynaklarının kullanımının düzenlenmesine ilişkin yürütülen sürdürülebilir faaliyetler kapsamını genişletmiş, balıkçılık alanında avlanma ve avcılık faaliyetlerinin sürdürülebilirliği üzerinde durulmuştur (Vehkamäki, 2005; 4).

Bununla birlikte, henüz 19. yüzyılda kaynak kıtlığının ekonomik büyümeyi sınırlayabileceğini öngördüğü düşünülen Thomas Malthus ve David Ricardo tarafından ileri sürülen teoriler genel olarak sürdürülebilirliğe ilişkin kaygıları ilk kez bünyesinde barındırmaktadır. Yaklaşımları, ekonomik büyümenin çevresel sınırları olması gerektiğini sergilemektedir. Doğal kaynakların bulunabilirliği ekonominin uzun vadede sürekliliği açısından önemli bulunmakta, artan nüfus ile birlikte tarım alanlarının yok olması insan yaşamının sürdürülebilirliği açısından tehdit olarak algılanmaktadır (Mebratu, 1998: 498-499). John Stuart Mill ise nüfus artışı ve ekonomik büyümenin dengede kalması gerektiğini savunarak, sınırsız bir büyümenin sürdürülemez bir durum olduğunu vurgulamıştır (Sandmo, 2015: 47).

Şirketler ve sürdürülebilirlik konusunda geliştirilen sistematik teorilerin başlangıcının 1950'li yıllara dayandığı kabul edilmektedir (Carroll, 1979: 497; Lee, 2008: 56). Buna göre, kurumsal sosyal sorumluluk, sosyal paydaş kuramı, kurumsal sürdürülebilirlik ve yeşil ekonomi olmak üzere dört ana teori belirlendiği anlaşılmaktadır. Geliştirilen kuramlar ve bu kuramların dayandırıldığı belgeler Şekil 2.3.'de özetlenmiştir.



Kaynak: Chang vd., 2017: 49

Şekil 2.3. Şirketler ve Sürdürülebilirlik Teorilerinin Evrimi

Sürdürülebilirlik konsepti bağlamında şirketler ve toplum arasındaki ilişki, 1953 yılına kadar teorik bir şekilde incelenmemiştir. Bu tarihte Howard Bowen tarafından ortaya konulan “İşadamların Sosyal Sorumlulukları” adlı kitabı, şirketler ve toplum arasındaki ilişkiyi teorize etmek için gerçekleştirilen ilk girişim olarak kabul görmektedir (Carroll, 1979: 497). Ancak, bu durumun konunun daha önce bir başkası tarafından incelenmediği anlamına gelmemesi gerekmektedir. Henry Ford, C. Wright Mills gibi birçok isim şirketler ve toplum arasındaki ilişkiyi çeşitli çalışmalarda irdelemeye çalışmıştır (Lee, 2008: 57). Bowen, özellikle büyük şirketlerin uygulamaya geçirdikleri stratejiler ile insanların hayatlarını çeşitli yönlerden etkileyebildiklerini savunmaktadır. Ona göre

işadamlarının toplumsal sorumlulukları, toplumun değerleri ve beklentileri doğrultusunda kararlar almak, politikalar üretmek gibi birtakım yükümlülükleri ifade etmektedir. Bu noktadan sonra iş adamları için tanımlanan sosyal sorumluluk kavramı kademeli olarak kurumsal sosyal sorumluluk kavramına dönüşmeye başlamaktadır (Chang vd., 2017: 50). Anlaşılacağı üzere, Bowen artan sayıda iş adamının sosyal sorumluluk kavramına neden önem vermeleri gerektiği üzerinde durmaktadır. Dahası, kavramın gönüllülük esasına dayalı olmadığını vurgulamaktadır. Tersine toplumsal değerlere ve beklentilere yönelik davranış sergilemenin iş dünyası için bir zorunluluk olduğunu belirtmektedir.

1960'lı yılların sonuna gelindiğinde gelişmiş ülkeler ile az gelişmiş ülkeler arasındaki dengesizlikler ve az gelişmiş ülkelerin ekonomik gelişme için yürüttükleri faaliyetleri sebebiyle yol açtıkları çevresel sorunlar bu ülkeler arasındaki ilişkileri etkilemiştir. Az gelişmiş ülkelerdeki yoksulluk, yoksunluk, doğal kaynakların tahrip edilmesi, hızlı nüfus artışı gibi ekolojik ve sosyal tehditlere neden olan pek çok sorunun ekonomik gelişmeye zarar verdiği görülmüştür. Ekonomik açıdan gelişememe sorunu da beraberinde daha fazla çevresel sorun doğurmuştur (Jänicke ve Weidner, 1996: 299). Anlaşıldığı üzere, bu yıllarda gelişmiş ülkeler ile az gelişmiş ülkeler arasındaki dengesizliklerin ekolojik anlamda sürdürülebilirlik kavramının sorgulanmasına neden olduğu söylenebilmektedir (Kellow, 2014: 25). Mevcut yaklaşımların sanayileşmiş ve sanayileşmemiş toplumlar arasındaki farkları giderememesi yeni arayışlar içine girilmesine neden olmuştur. Aradaki farkların daha da belirgin bir şekilde ortaya çıkışıyla birlikte çevrenin ve ekonomik gelişmenin sürdürülebilirliğine yönelik olarak uluslararası örgütler ve hükümetler sorunlara daha farklı bir açıdan bakmaya başlamışlardır.

1970'lere gelindiğinde ise sürdürülebilirlik kavramının yine ekolojik tartışmaların odak noktasında olduğu görülmektedir. Yaşanan ekonomik ve sosyal sorunların ekosisteme verdiği zararlar üzerinde durulmakta, küresel kirlilik ve kaynakların hızlı bir şekilde bilinçsizce tüketilmesi, geleneksel ekonomi politikalarının başarısızlığı konusundaki endişeler ele alınmaktadır (Schumacher 1973/2014).

Dahası, ülke ekonomilerinin sürdürülebilir bir geleceğinin olmadığı, sınırlı doğal kaynaklar ile sınırsız insan ihtiyaçlarının sebep olduğu tüketim bolluğu ile ilişkilendirilerek açıklanmaya çalışılmıştır. Buna ilaveten, mevcut politikaların

devamı halinde aşırı nüfus, gıda ve hammadde kıtlığı ve çevresel sorunlar yüzünden insan hayatının yok olma tehdidi karşısında sürdürülemeyeceği belirtilmiştir (Meadows, Meadows, Randers ve Behrens, 1972). Aslında, sürdürülebilirlik konusunun kavramsal açıdan gelişimi 1970 yılında Ekonomik Kalkınma Komitesi'nin (CED) yayınladığı “*Kurumsal Sosyal Politika için Yeni Bir Gerekeçe*” adlı kitap ile gerçekleşmiştir (Lee, 2008: 58). Söz konusu kitap, şirket ve toplumun birbirlerini bütünleyen parçalar olduklarından bahsetmektedir. Şirketlerin toplumsal isteklere önem vermesi gerektiği üzerinde durulmaktadır. Bunun yanında, çevresindeki toplumun beklentilerinin yerine getirilmemesi durumunda şirketlerin toplumsal destekten mahrum kalacağını söylemektedir. Bu nedenle, toplumun refahını artırmak uzun vadede şirket çıkarı için son derece uygundur (Baumol, Likert, Wallich ve Mc Gowan, 1970).

Carroll (1979: 499), konuyu bir adım ileri taşıyarak şirketlerin topluma karşı yükümlülüklerini “*Kurumsal Performansın Üç Boyutlu Bir Kavramsal Modeli*” ile açıklamaya çalışmıştır. Model şirketlerin sorumluluk alanlarını ekonomik, yasal, etik ve isteğe bağlı sorumlulukların bir birleşimi olarak ele almaktadır. Bunlardan her biri şirketin kurumsal sosyal performansında etkili olmaktadır. Her bir sorumluluk alanının genişliği birbirinden farklı olabilmektedir. Örneğin, ekonomik sorumluluk şirketler için etik sorumluluktan daha fazla öneme sahip olabilmektedir. Ancak her bir sorumluluk kategorisi bir şirketin toplam sosyal sorumluluğunun ayrılmaz bir parçası olarak önemle vurgulanmaktadır. Daha sonraları söz konusu model çeşitli araştırmacılar tarafından geliştirilmiştir. Bu araştırmacılardan biri olan Wood (1991), örgütsel kurumsalcılık, paydaş yönetimi teorisi ve sosyal konulara yönelik yönetim teorileri gibi çeşitli kuramlarla model arasında bağlantı kurmaya çalışmıştır. Şirketin sosyal performansına bir dizi teorik anlayış dahil ederek, kurum için daha pratik ve daha yararlı bir model oluşturmaya çalışmıştır (Lee, 2008: 60).

1980 yılında Dünya Doğa ve Doğal Kaynakları Koruma Birliği (IUCN) tarafından yayınlanan Dünya Koruma Stratejisi (WCS)'nde doğal kaynakların tükenmesi, çevrenin tahrip edilmesi ve aşırı nüfus sorunlarına değinilmiştir. Söz konusu sorunlara karşı mevcut kaynakların korunmasının insanlığın hayatta kalma olasılığına ve sürdürülebilir kalkınmaya katkısı açıklanmaya çalışılmıştır (IUCN, 1980).

Bu yıllara kadar yapılan çalışmalar genellikle şirket ve toplum ilişkileri üzerinde yoğunlaşmış, şirketlerin faaliyetlerinden kimlerin ne derece etkilendiği, etkilenen kesimin niteliklerinin neler olduğu gibi konuları incelemiştir. Bunun yanında, paydaşların isteklerini elde edebilmek adına şirkete karşı nasıl bir tutum içine girdikleri ve işletme faaliyetlerine nasıl yön verdikleri üzerinde çok fazla durulmamıştır (Ertuğrul, 2008: 216).

Freeman (1984) ortaya koyduğu “*Sosyal Paydaş Teorisi*” ile şirketlerin tedarikçiler, müşteriler, çalışanlar gibi geleneksel gruplarla olan ilişkilerini değil, aynı zamanda hükümet, çevreciler, özel ilgi grupları gibi kesimleri de önemseyen ve onların beklentilerini dikkate alan bir anlayışı açıklamaktadır. Adı geçen teori, paydaş ilişkilerini anlayabilmek için şirketler adına ciddi ipuçları içermektedir.

1987 yılında WCED tarafından kamuoyu ile paylaşılan Brundtland Raporu ile birlikte sürdürülebilir kalkınma kavramının giderek önem kazandığı kabul edilmektedir. Raporda sürdürülebilirlik kavramı teknik açıdan sürdürülebilir kalkınma kavramı gibi tanımlanmasa da, ekonomik ve sosyal kalkınmanın hedeflerinin tüm ülkelerde sürdürülebilirlik açısından açıklanması gerektiğine değinilmektedir (WCED, 1987: 54). Aslında raporda, her iki kavramın da çevre, ekonomi ve sosyal adalet ile olan bağlılığına değinilerek, zaman zaman birbirlerinin yerine kullanıldığı görülmektedir. Çevre ile ekonomik kalkınma arasındaki ilişki tesis edilirken sürdürülebilirliğe önem vermek gerektiği ayrıca belirtilmektedir. Çok tartışılan bir konu olması sebebiyle sürdürülebilirlik kavramıyla ilgili olarak literatürde farklı tanımlarla karşılaşılmaktadır.

Pearce, Turner ve Bateman (1990) sürdürülebilirliği, ekonomik kalkınmanın sağladığı faydaları maksimum düzeye çıkarmak şeklinde tanımlamışlardır. Ayrıca, bu fayda maksimizasyonunu sağlarken zaman içinde doğal kaynakların hizmet ve kalitesini korumanın da gerekli olduğunu belirtmişlerdir (Pearce vd., 1990: 54). Doğal kaynak kalitesinin korunmasının yanında insan hayatı kalitesinin de korunması ve geliştirilmesini dikkate alan IUCN ise sürdürülebilirlik kavramını insan hayatı kalitesinin dünya ekosistemlerin mevcut taşıma kapasitesi içinde yaşarken iyileştirilmesi olarak tanımlamaktadır (IUCN, 1991: 10).

Fresco ve Kroonenberg ise doğal ekosistemlerin sürdürülebilirliğini, doğal girdi ve çıktılar arasında, iklim değişikliği ve doğal felaketler gibi dış olaylar

tarafından şekillendirilen dinamik denge olarak tanımlanmışlardır (Fresco ve Kroonenberg, 1992: 155).

Daha geniş bir ifadeyle belirtmek gerekirse, sürdürülebilirlik şimdiki zaman ve gelecek zaman bağlamında günümüzde alınan önlemlerin gelecekteki seçenekler üzerinde yarattığı etki ile açıklanabilmektedir. Örneğin, kömür, demir veya yağ gibi doğadan elde edilen mevcut ham maddelerin sınırlı miktarda olması göz önünde bulundurulduğunda bu kaynakların bilinçsiz kullanımı sonucunda gelecekteki kullanımı açısından birtakım sıkıntılar yaşanması söz konusu olabilecektir. Gelecekte mevcut kaynakların tükenmesi durumunda ise bu kaynakların alternatiflerine ihtiyaç duyulması söz konusu olacaktır (Crowther, 2012: 49). Bir başka ifadeyle, sürdürülebilirlik ekosistemin kapasitesi ile kaynak tüketimi arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Dolayısıyla, sürdürülebilirliği kaynak tüketiminin bu kapasiteyi aşmayacak ölçüde gelecek nesillerin çevre kapasitesini azaltmadan ekonomik taleplerinin karşılanabilmesi şeklinde tanımlamak da mümkün olmaktadır (Hawken, 1993: 139). Benzer bir ifadeyle, sürdürülebilirlik, toplumun yenileme potansiyelinden daha fazla kaynağı kullanmaması gerektiğini ifade etmektedir (Aras ve Crowther, 2009: 280). Burada amaç, tüm kaynakların dengeli bir şekilde kullanılarak toplumda bu anlayışa yönelik bir vizyon yaratılması ve benimsetilmesi yoluyla katılımcı bir süreç oluşturmaktır (Viederman, 1994: 17). Diğer bir ifadeyle, sürdürülebilirlik kavramı, toplumun sahip olduğu tüm sosyal, kültürel, bilimsel, doğal ve insan kaynaklarının geleceği de dikkate alacak bir şekilde yani ihtiyatlı bir şekilde kullanımını sağlayan ve buna yönelik bir bakış oluşturan bir süreç olarak tanımlanmaktadır (Gladwin, Kennely ve Krause, 1995: 877).

Sürdürülebilirlik, Costanza (1993) tarafından insan yaşamının süresiz devam edebileceği, bireylerin ve insan kültürlerinin gelişebileceği iktisadi sistemler ile ekolojik sistemlerin arasındaki ilişki şeklinde tanımlanmıştır. Dovers, Norton ve Handmer (1996: 1143) çalışmalarında sürdürülebilirliği her ne kadar ekolojik kaygılar açısından ele alsalar da aslında ekolojik, sosyal ve ekonomik olaylara yönelik kaygıların hepsinin dengelenmesi gerektiğini belirtmişlerdir.

Sürdürülebilirlik kavramı işletme bağlamında genellikle Elkington (1997) tarafından geliştirilen bir kavram olan “*Üçlü Performans Yaklaşımı (TBL)*” aracılığıyla açıklanmaya çalışılmaktadır. Buna göre TBL’nin sosyal, çevresel ve ekonomik olmak üzere üç boyutu bulunmaktadır. Şirket yöneticileri kurumsal

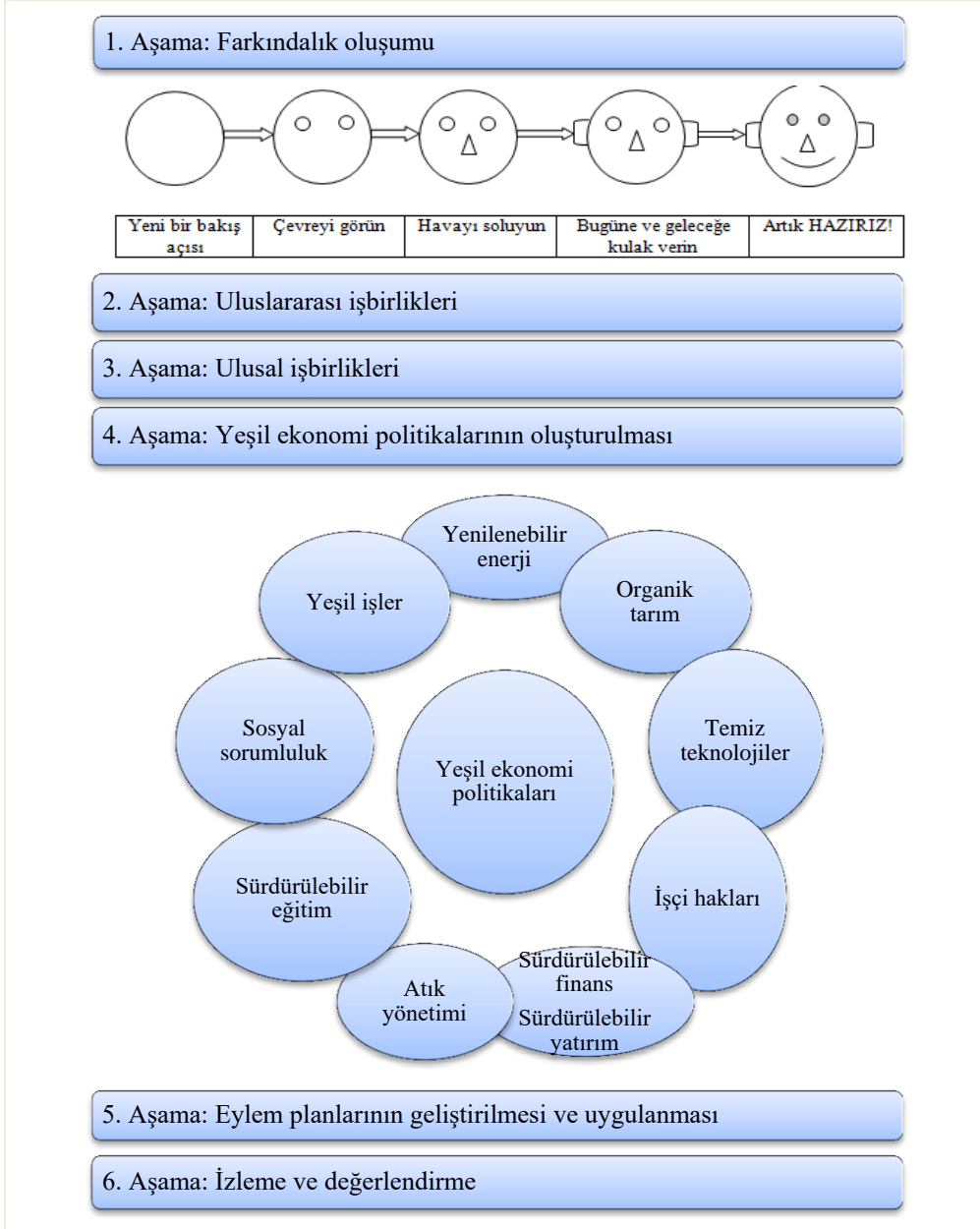
açından sürdürülebilirliği yakalamak için ekonomik refah, çevresel bütünlük ve toplumsal eşitlik çerçevelerinde eşzamanlı olarak katılımlara ihtiyaç duymaktadır. Kurumsal açıdan sürdürülebilirlik, tepe yönetimin taahhüdü ile başlamaktadır. Devamında şirket yönetiminin sürdürülebilirliği günlük karar verme sürecine entegre eden bir yönetim anlayışı sergilemesiyle devam etmektedir. Son olarak da, yönetim sistemlerinin işleyişini gözden geçirmeleri gerekmektedir. Ayrıca, bütün bu sürecin işleyişi ve kontrolü şirketin üst yönetiminin sorumluluğunda yer alması gerekmektedir (Elkington, 1997).

İlk ortaya atıldığı günden bu yana geçen süre zarfında, sürdürülebilirlik alanında toplumun, şirketlerin, hükümetlerin daha genel bir ifadeyle tüm insanlığın sürdürülebilir bir ekonomi, sürdürülebilir üretim ve tüketim kalıpları, sürdürülebilir bir toplum kısacası sürdürülebilir bir yaşam için birtakım çabalar sarf ettiği anlaşılmaktadır. İnsanlığın sürdürülebilir bir yaşama kavuşabilmesi için hala çeşitli çalışmalar yapılmaktadır. Bu amaçla yürütülen çalışmalardan birisi de 2005 yılında Güney Kore'nin Seul kentinde düzenlenen Çevre ve Kalkınma Bakanlar Konferansı (MCED)'dir. Konferans bünyesinde, Asya Pasifik Bölgesi ülkelerinin, ulusal ve uluslararası karar mercilerin giderek artan bir şekilde ilgisini çeken yeşil ekonomi ve yeşil büyüme konuları görüşülmüştür. UNEP yeşil ekonomiyi, "çevresel riskleri ve ekolojik kısıtlıkları önemli ölçüde azaltarak sosyal eşitliği ve toplumsal refahı arttıran" bir yaklaşım şeklinde değerlendirmektedir (UNEP, 2010: 6-7). Daha basit bir ifadeyle, yeşil ekonomi düşük karbon tüketimi, verimli kaynak kullanımı ve sosyal açıdan kapsayıcı konulara ağırlık veren bir yaklaşım olarak belirtilmiştir. Bu yaklaşımla gelir ve istihdamdaki artış, karbon emisyonlarını ve kirliliği azaltan, enerji ve kaynak verimliliğini artıran ve biyoçeşitlilik ve ekosistem hizmetlerinin kaybolmasını önleyen kamu ve özel yatırımlarla sağlanmaktadır (UNEP, 2011: 16).

Yeşil büyümenin temel varsayımı, günümüzde çevresel ilerlemenin ekonomik büyüme ve gelişmeden ayrı tutulamamasıdır. Bu amaçla, çevre ve kaynak tasarrufu sağlayan süreçlere yapılacak yatırımların üretim süreçlerine adapte edilmesiyle yeşil bir büyüme sağlanabilmektedir (Jänicke, 2012: 14).

Yeşil ekonomiye erişim için yoksulluk, yaşam koşullarının giderek bozulması, küresel ısınma, biyolojik çeşitliliğinin azalması, hava kalitesinin bozulması, kaynak kıtlığı ile karşılaşma riskinin artması, gelir adaletsizliği, sosyal eşitsizlik, su kaynaklarının kirlenmesi gibi gelişmelere karşı sağduyulu

yaklaşımların oluşması büyük önem taşımaktadır. Bir süreç içinde ele alacak olursak bu tarz yaklaşımların değerlendirilmesi sürecin ilk ayağını oluşturmaktadır (T.C. Bilim Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2014). Sürecin seyrine ilişkin bilgiler Şekil 2.4.'de verilmektedir.



Kaynak: T.C. Bilim Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2014

Şekil 2.4. Yeşil Ekonomiye Geçiş Süreci

Şekil 2.4. incelendiğinde, ilk aşamadan sonra uluslararası işbirliklerine dahil olunması aşaması gelmektedir. Üçüncü aşamada ulusal düzeyde bir işbirliği arayışına girilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Dördüncü aşamadan sonra yeşil ekonomiye geçiş için planların ve politikaların belirlenmesi gelmektedir. Söz konu plan ve politikaların uygulanması ve geliştirilmesi bir sonraki aşamada gerçekleşmektedir. Sonuçlarının izlenmesi son aşamayı oluşturmaktadır.

Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü'ne göre (OECD), yeşil ekonominin sürdürülebilirliğin yerine öne sürülen bir yaklaşım olmaması gerekmektedir. Çünkü sürdürülebilirlik yalnızca ekonomiyi ve yatırım kararlarını ayarlayarak elde edilebilmektedir. Dolayısıyla, yeşil ekonomi, sürdürülebilirliğin sağlanmasında izlenmesi gereken bir yol olmaktadır (OECD, 2011).

Küresel düzeyde sürdürülebilir bir ekonomi yaratabilmek açısından yukarıdan da anlaşılacağı üzere yeşil ekonomi ve yeşil büyüme stratejileri önem arz etmektedir. Bu kapsamda, başarılı olunabilmesi ancak konuyla ilgili çevre ve ekonominin devlet politikası olarak bir arada ele alınması, toplumun bilinçlendirilmesi ve özel sektörün işbirliği gerekmektedir.

Buraya kadar yapılan açıklamalar, sürdürülebilirlik konusunun ülke topluluklarından ya da uluslararası örgütlerden ziyade tüm insanlık ile ilgili hassas bir konu olduğu gerçeğini ortaya koymaktadır.

İnsanoğlunun yeryüzünde sürekli var olma çabalarına yönelik faaliyetleri ve bu faaliyetlerin sebep olduğu sorunlara yönelik olarak gelişen kaygılar şüphesiz ki iş dünyası açısından da geçerli olmaktadır. İşletmelerin de kendi varlıklarını sürdürebilme çabaları ise kurumsal sürdürülebilirlik kavramını ön plana çıkarmaktadır (Hockerts, 2001: 3).

Peki, bu noktada şirketler sürdürülebilirlik konusuna ne ölçüde ilgili yaklaşmaktadır?

2.2.2. Kurumsal Sürdürülebilirlik Kavramı

İnsan ihtiyaçlarının karşılanması dünyadaki tüm ekonomik faaliyetlerin temelinde yer almaktadır. Bunu gerçekleştirecek olan ekonomik birimler ise işletmelerdir. İşletmelerin insan ihtiyaçlarını karşılayacak mal ve hizmet üretimini gerçekleştirmeleri söz konusu üretim için gerekli olan girdilerin tedarikine bağlı

olmaktadır. Bunun yanında tedarik edilen girdilerin üretim sürecine sokularak çıktı meydana getirilmesi gerekmektedir. Söz konusu süreç doğal kaynakların büyük bir kısmının da üretim sürecinde kullanılması sonucunu doğurmaktadır.

Özellikle küreselleşme ile birlikte değişen günümüz koşullarında işletmelerin ellerindeki kıt kaynaklarla yalnızca üretim faaliyeti yapması artık yeterli görülmemektedir (Senal ve Ateş, 2012: 84). Doğal olarak, bu durum işletmelerin sorumluluk alanını değiştirmekte ve bunun sonucunda da üretim sürecindeki faaliyetleri nedeniyle yol açtıkları çevresel, sosyal içerikli sorunların çözümünde rol oynamaları gerekmektedir.

Mal ve hizmet üretimini gerçekleştirmek, istihdama katkı sunmak, devlete vergi vermek gibi ekonomik değer yaratan faaliyetler elbette ki savunulmaktadır. Ancak diğer taraftan gelecek nesillerin ihtiyaçlarında kullanılacak kaynakları azalttığı gerekçesiyle de eleştirilebilmektedir (Common ve Stagl, 2005: 8). Bir diğer ifadeyle, şirketlerin ekonomik değer yaratmasının yanında değer yaratma sürecinde sebep olunan çevresel ve sosyal sorunları da dikkate alarak çalışmalarına devam etmeleri ve bu sorunlara duyarsız kalmamaları gerekmektedir (Hahn ve Scheermesser, 2006: 151). Bu tarz sorunlara duyarsız kalmamak dahası sosyal ve çevresel konuların şirketlerin sorumluluğu haline geldiğini uygulamada da göstermek gittikçe önemli bir hal almaktadır.

Değişen ve genişleyen sorumluluk anlayışı ile birlikte işletmelerin, sürdürülebilirlik konusundaki performanslarına mali performansları kadar önem vermeye başladıkları anlaşılmaktadır. Çünkü artık işletme değerini ya da hissedarların servetini maksimize etme amacının toplumsal çıkarlarla ne derece uyduğu konusunda zaman zaman tartışmalar yaşanmaktadır. Dahası, şirket amaçlarının toplumun etik değerleriyle uyumadığı konusunda da birtakım belirsizlikler açığa çıkabilmektedir. İşte bu noktada şirketler sosyal paydaş grubunun çevresel ve sosyal talepleri doğrultusunda sürdürülebilirlik konularını daha ciddiye almaya yönelik baskıya maruz kalabilmektedir (Lee ve Saen, 2012: 219).

Sivil toplum kuruluşları, çeşitli topluluklar, hükümetler, medya organları gibi kurumsal yapılar, şirketlere sosyal sorumlu stratejiler geliştirmek konusunda baskı uygulamaya çalışmaktadır (Garriga ve Mele, 2004: 59; Humphrey, Lee ve Shen, 2012). Yani şirketlerden sürdürülebilir stratejiler vasıtasıyla toplumsal

faydaya yönelik projeler ile öne çıkmaları beklenmektedir (Aras ve Crowther, 2008: 435). Bu yüzden sürdürülebilir stratejilerin şirket kültürüne adapte edilmesi, artık önemli bir hal almaktadır (Porter ve Kramer, 2006: 80).

Kannegiesser ve Günther, (2014: 25) benzer bir şekilde şirketler açısından toplumsal faydanın ön planda tutulduğu eylemlere dikkat çekmektedir. Şirketlerden, ortaklarının servetlerinin maksimize edilmesinin yanında müşterilerinin beklenti ve ihtiyaçlarına uygun mal ve hizmetler sunulması, çevrenin tahrip edilmemesi, çalışanların haklarının korunması ve onların maddi ve manevi unsurlarla motive edilmesi, tüketici haklarına saygı gösterilmesi gibi sosyal sorumluluklar da dikkate alınarak ekonomik aktivitelerin sürdürülmesinin beklendiğini belirtmektedirler.

Kurumsal sürdürülebilirlik işletmelerin sosyal paydaşları ile olan her türlü etkileşimin işletme faaliyetlerine dahil edilmesi şeklinde de tanımlanmaktadır. Böylece paydaşlar açısından sosyal sorumluluk çerçevesinde gereken ilginin oluşturulması sağlanmaktadır (Marrewijk, 2003: 102).

Schaltegger, Bennett ve Burritt (2006: 15), kurumsal sürdürülebilirliği bir yönetim kuramı olarak ele almıştır. Onlara göre mevcut sistemdeki yetersizliklerin, şeffaflık ile ilgili yaşanan sıkıntıların ve karar sürecindeki zayıflıkların giderilmesi açısından ortaya çıkmıştır.

Kurumsal sürdürülebilirlik, Sancar'a (2013: 1) göre ise kurumsal sosyal sorumluluktan doğarak uzun vadede şirket değerine katkı sunan bir yaklaşım şeklinde tanımlanmaktadır.

Signitzer ve Prexl (2008: 3) ise kurumsal sürdürülebilirliği dinamik bir yaklaşım olarak ele almıştır. Kurumsal sürdürülebilirliği, şirket faaliyetlerinin ekonomik, sosyal ve çevresel açılardan bütünlük sağlamak amacıyla kalıcı bir iyileştirme sürecinden geçirilmesi olarak ifade etmişlerdir.

Marrewijk'e (2003: 102) göre kurumsal sürdürülebilirlik kavramına yönelik olarak spesifik bir tanım yapılamamaktadır. Çünkü tanım yapabilmek için her şirketin amaçlarını ve hedeflerini ayrı ayrı belirlemek gerekmektedir. Dolayısıyla, söz konusu hedefler çerçevesinde kurumsal sürdürülebilirliğin tanımının da oluşturulmasına ihtiyaç duyulmaktadır. Hatta şirketler açısından çevresel ve sosyal konuları kapsayan gönüllü faaliyetler şeklinde düşünüldüğünde,

kurumsal sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk kavramları eşanlamlı olarak da kullanılmaktadır.

Gladwin vd. (1995) çalışmalarında, kurumsal sürdürülebilirlikten bahsedilmek için tek başına ekonomik sürdürülebilirliğin yeterli olmayacağını belirtmektedir. Spangenberg (2004: 79) çalışmasında örgütsel davranış ile ilgili olan bir başka boyutu daha vurgulamaktadır. Aras ve Crowther (2007: 66; 2008: 437; 2009: 282) örgütsel davranış olarak algılanan boyutun, aslında daha geniş bir kavram olan örgütsel kültürü kastetmesi gerektiğini belirtmekte ve kurumsal sürdürülebilirliğe ilişkin analiz edilmesi gereken dört boyuttan söz etmektedirler.

Genel olarak sürdürülebilirlik, kaynakları tüketirken gelecek nesillerin hakkını gasp etmeden tasarruflu kullanmak, çevresel ve toplumsal sağlığa ve yaşama uygun iş modelleri uygulamak ile ilgili bir süreç olarak karşımıza çıkmaktadır. Ekonomik sistemin en önemli unsurlarından olan şirketlerin ise bu süreçte çevre, toplum ve ekonomi dostu yaklaşımlara yönelmeleri gerekmektedir. İş dünyası ya da şirketler açısından sürdürülebilirlik çevresel, sosyal, etik, finansal konuların şirket kültürü ile uyumlaştırılarak sürdürülebilir bir felsefe içerisinde kurumsal düzeyde ele alınmasını gerektirmektedir. Dahası, sadece kar odaklı anlayışın geride kaldığı düşünülürse, uzun vadede şirketin hedeflerine ulaşmada kurumsal sürdürülebilirliğin ne derece önemli ve etkili olduğu anlaşılmaktadır.

2.2.3. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Temel Bileşenleri

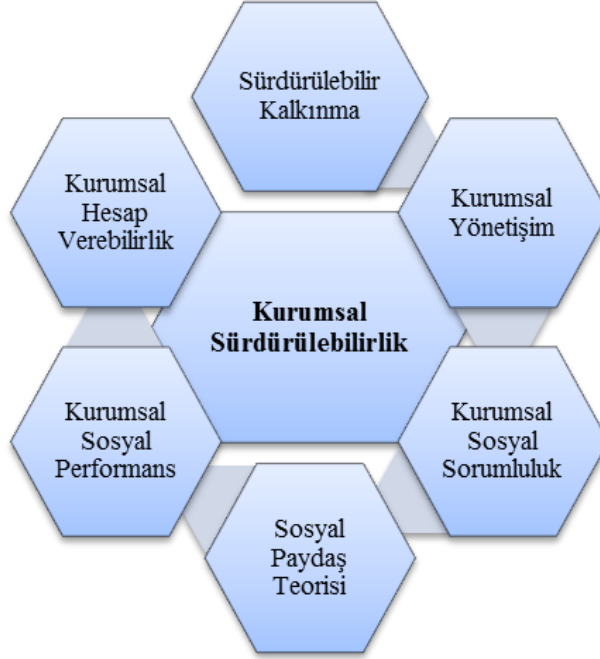
Kurumsal sürdürülebilirlik, şirketler açısından geleneksel büyüme ve kar maksimizasyonu modellerinin önemli olduğunu kabul ederken aynı zamanda işletmelere özellikle sürdürülebilir kalkınma ile ilgili çevre koruma, sosyal adalet, eşitlik ve ekonomik kalkınma konularındaki toplumsal hedeflerinin peşinden gitmesi gerektiğini de özellikle vurgulamaktadır. Bir anlamda kurumsal sürdürülebilirlik, sürdürülebilirlik kavramının şirket seviyesindeki karşılığı olarak tanımlanmaktadır. Literatür gözden geçirildiğinde, kurumsal sürdürülebilirlik kavramının sürdürülebilir kalkınma, kurumsal sosyal sorumluluk, paydaş teorisi ve kurumsal hesap verebilirlik bileşenleri ile açıklandığı görülmektedir (Wilson, 2003).

Çizelge 2.3. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Temel Bileşenleri

Kurumsal Sürdürülebilirliğin Temel Bileşenleri			KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK
Bilim Dalı	Temel Kavramlar	Kurumsal Sürdürülebilirliğe Katkısı	
Ekonomi	Sürdürülebilir Kalkınma	Ortak sosyal amacın belirlenmesi ve konunun kapsamının belirlenmesi	
Ekoloji			
Sosyal Adalet			
Ahlak Felsefesi	Kurumsal Sosyal Sorumluluk	Şirketlerin sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda çalışması gerektiğine yönelik etik nedenler	
Stratejik Yönetim	Sosyal Paydaş Teorisi	Şirketlerin sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda çalışması gerektiğine yönelik ticari nedenler	
İş Hukuku	Kurumsal Hesap Verebilirlik	Şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarını raporlamaları gerektiğine yönelik etik nedenler	

Çizelge 2.3.'den görüldüğü üzere kurumsal sürdürülebilirliğin temel bileşenleri olarak üstünde durulan kavramların her biri ayrı bir disiplinle ilişkilendirilmektedir. Buna göre, sürdürülebilir kalkınma bileşeni iktisat, ekoloji ve sosyal adalet disiplinleri içinde ele alınmaktadır. Şirketin kurumsal sosyal sorumluluk çatısı altında bulunduğu ahlaki sebepler ahlak felsefesi içerisinde değerlendirilmektedir. Sosyal paydaş teorisi stratejik yönetim felsefesi içerisinde açıklanmaktadır. Bu bağlamda şirketin neden sürdürülebilir faaliyetlere önem vermesi gerektiğini belirten kurumsal sebepler sunulmaktadır. Sürdürülebilirlik faaliyetlerinin raporlanmasının gerekliliğine ve önemine atıfta bulunan kurumsal hesap verebilirlik teorisi ise iş hukuku kapsamında açıklanmaktadır.

Signitzer ve Prexl (2008: 3) kurumsal sürdürülebilirliği odak noktasına koydukları çalışmalarında, kurumsal sosyal sorumluluk, kurumsal vatandaşlık, kurumsal sosyal performans, kurumsal hesap verebilirlik, üçlü sorumluluk anlayışı, kurumsal yönetim, sosyal paydaş teorisi ve kurumsal iletişim bileşenlerini şirketlerde sürdürülebilirliğin sağlanmasında rol oynayan kavramlardan saymaktadır. Söz konusu bileşenler Şekil 2.5.'de gösterilmektedir.



Kaynak: Signitzer ve Prexl, 2008: 4

Şekil 2.5. Kurumsal Sürdürülebilirlik ve Diğer İlişkili Terimler

2.2.3.1. Sürdürülebilir kalkınma

Sürdürülebilir kalkınma, ekonomik büyüme gereksinimini çevresel koruma ve sosyal eşitlik ile dengeleme çabalarına yönelik bir gelişme olarak tanımlanmaktadır (Wilson, 2003; Aras ve Crowther, 2009: 282).

Sürdürülebilir kalkınma kavramı, WCED tarafından 1987 yılında yayınlan Ortak Geleceğimiz (Brundtland Raporu) başlıklı bir rapor ile popüler hale gelmiştir (Schaefer, 2004: 180). Söz konusu raporda, sürdürülebilir kalkınmanın başarısı için hükümet ve iş dünyasının ortak çabasının gerekli olduğu önemle vurgulanmıştır (WCED, 1987).

Sürdürülebilir kalkınma, ekonomi, sosyal adalet, çevre bilimi ve yönetimi, işletme yönetimi, siyaset ve hukukun bir araya geldiği geniş bir konseptte ele alınmaktadır (Wilson, 2003).

Jennings ve Zandbergen (1995) ekolojik sistem ile bünyesinde beşeri sermaye ve ekonomik sistemi barındıran sosyal sistem arasındaki ilişki temelinde

sürdürülebilir kalkınmayı açıklamışlardır. Sürdürülebilir kalkınmanın bireysel çabalarla değil, bölgesel ve diğer kurumlarla ilgili olan bir yaklaşım olduğunu vurgulamışlardır.

Sürdürülebilir kalkınma, kaynakların kullanılması, yatırımların yönü, teknolojik gelişmelerin takibi ve kurumsal değişimin geleceğe ve mevcut ihtiyaçlara uyumlu hale getirildiği dinamik bir değişim süreci olarak da tanımlanmaktadır. Buna göre sürdürülebilir kalkınma kritik ekonomik, çevresel ve sosyal kararlar alınmasını gerektirdiğinden hükümetlerin siyasi iradesi önemli görülmektedir (Rogers, Jalal ve Boyd, 2008: 42).

Wilson'a (2003) göre, sürdürülebilir kalkınmanın kurumsal sürdürülebilirliğe katkısı iki şekilde gerçekleşmektedir. İlk olarak, şirketlerin çevresel, sosyal ve ekonomik performansa odaklanmalarına yardımcı olmaktadır. İkinci olarak da ekolojik, sosyal ve ekonomik sürdürülebilirliğin sağlanması doğrultusunda kurumlar, hükümetler ve sivil toplum için ortak hedefler sağlamaktadır.

2.2.3.2. Kurumsal sosyal sorumluluk

Şirketlerin ekonomik hedeflerine ulaşmak için yürüttüğü faaliyetlerinin iç ve dış çevresi üzerindeki etkilerinden sorumlu olması şirketler adına yeni sorumlulukları beraberinde getirmektedir. Bu nedenle işletmeler, faaliyetlerinin yol açabileceği ekonomik, sosyal ve çevresel risklerin etkili ve dengeli bir şekilde yönetilmesini sağlayarak çalışanlar, müşteriler, devlet ve yatırımcılar gibi tüm sosyal paydaşlarının istek ve beklentilerine cevap vermek durumunda kalmaktadır.

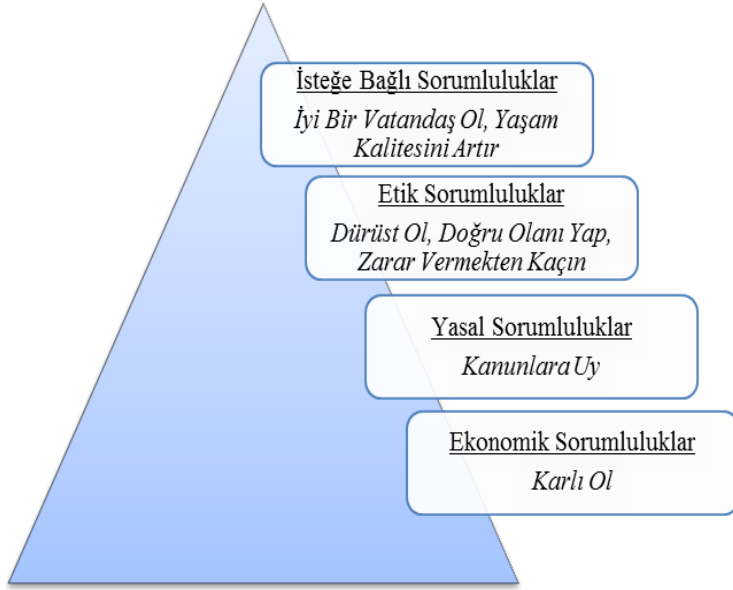
Şirketlerin faaliyetlerinde tüm paydaşlarını dikkate alması, toplumun sosyal ve çevresel konulardaki endişelerine dikkat etmesi ve her şeyden öte uzun vadede kurumsal sürdürülebilirliğin sağlanması açısından temel bileşenlerden biri olması kurumsal sosyal sorumluluğu ortaya koymaktadır.

Kurumsal sorumluluk, şirketin çevresel, sosyal ve ekonomik konuların şirket politikalarına uyumlu hale gelmesini anlatmaktadır. Dahası, politika üretirken karşılaşılabilecek risklerin yönetilmesini ve toplumun büyüyen beklentisinin karşılanmasını kapsamaktadır. Diğer bir ifadeyle, işletmelere sosyal ve çevresel sorunların çözümünde önemli sorumluluklar yüklerken, çevre koruma,

sağlık, güvenlik ve diğer alanlarla ilgili kurumsal sosyal sorumluluk konularına ilgi çekmektedir (Ersöz, 2007: 34).

Kurumsal sosyal sorumluluk, Şirket faaliyetlerinden kaynaklanan ve daha çok toplumsal içerikli sorunları czmek için sürdürülen bir alıŐma Şeklinde tanımlanabilmektedir (Fitch, 1976: 38). Sosyal, ekonomik ve çevresel odaklı paydaş beklentilerinin Őirketçe karşılanması ve paydaşlara her konuda Şeffaf olup, etik davranılması Şeklinde bir tanım da Macchiette ve Roy (1994: 61) tarafından yapılmıştır.

Şirketin topluma karşı yükümlülüklerini oluşturan sosyal sorumluluk Şirketin aynı zamanda ekonomik, yasal, etik ve isteğe bağlı sorumluluklarını da göstermektedir. Bu dört temel beklenti, aslında Şirketin sosyal sorumluluk görüŐünü daha kapsamlı bir Şekilde kategorize etmekte ve yansıtılmaktadır (Carroll, 1979: 499). Şekil 2.6.'da kurumsal sosyal sorumluluğun dört ayrı sorumluluk alanında nasıl kategorize edildiği gösterilmektedir.



Kaynak: Carroll, 1979: 499; Schwartz ve Carroll, 2003: 504; Daft ve Marcic, 2009: 135

Şekil 2.6. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Piramidi

Ekonomik sorumluluk, müşteriler açısından Şirketin beklentileri karşılayacak mal ve hizmetleri üretmesi, hissedarlar açısından ise kar

maksimizasyonunu ifade etmektedir. Yasal sorumluluk, şirketin yasalar çerçevesinde faaliyetlerini sürdürmesini kapsamaktadır. Etik sorumluluk ise şirketin tüm iş süreçlerinde ve paydaşlarla olan ilişkilerinde bireysel haklara saygılı olmak, doğruluk ve dürüstlük ilkelerini öncelik değerler olarak kabul etmek anlamına gelmektedir. Bunun dışında yasaların, etik ilkelerin zorlamasına ihtiyaç duymadan şirketin gönüllü olarak sosyal açılardan topluma birtakım katkılar sağlaması ve bu sayede toplumsal refahı artırması ise isteğe bağlı sorumluluk olarak değerlendirilmektedir (Daft ve Marcic, 2009: 136).

Yukarıda değinilen sorumlulukların her birinin eşzamanlı olarak şirketler için var olması gerekmektedir. Ancak, iş dünyası tarihinde ekonomik ve yasal sorumluluklar üzerinde daha erken bir vurgu yapılması ve de etik sorumluluk ile isteğe bağlı sorumluluk alanları için daha sonra bazı girişimler yapılması endişe verici bir durum olarak düşündürmektedir (Carroll, 1979: 499).

Küreselleşme sonrası süreçte kaydedilen hızlı ilerlemeler şirketlere yeni fırsatlar sunmaktadır. Daha kolay finansal kaynak tedarigi, ulusal sınırlar dışında pazar bulma imkanı, üretim faktörlerinin mobilitesindeki artış, daha ucuza üretim fırsatları şirketler tarafından avantaja dönüştürülmek istenmektedir. Aynı zamanda küreselleşme eğilimleri toplumda sorumluluk bilincinin artmasına, insanların imkanları dahilinde istediklerine daha rahat kavuşabilmesine yönelik birtakım fırsatlar da sunmaktadır. Bu noktada iş dünyasından değişen sosyal beklentilere karşı verilecek cevabın ne olduğu konusu önem taşımaktadır. Sadece hisse değerini yükseltmenin, karı artırmanın ya da ciroyu artırmanın şirketler için tek başına yeterli olmadığı bir dönem olarak düşünülürse sosyal girişimlerin mali tablolarındaki rakamlara olumlu bir şekilde yansımalarının da şirket sürdürülebilirliği açısından önem taşıdığını anlamak zor olmamaktadır.

Şirket faaliyetlerinden kaynaklanan ve işletmelerin çevre ve toplum sağlığı ile ahlakı üzerinde ne kadar etkili ve önemli bir rol oynadıklarını gösteren birtakım olumsuz örnekler maalesef rastlanmaktadır. Dahası yaşanan bu tarz büyük çevresel olaylardan büyük şirketlerin doğrudan sorumlu tutuldukları bilinmektedir (Jones, 2010: 126). 1989 yılında Alaska'da gerçekleşen Exxon Valdez petrol sızıntısı, 2002 yılında Amerika'nın enerji alanında en büyük şirketlerinden Enron'un finansal kayıtlarını tutan bağımsız denetim şirketi Arthur Andersen'in ciddi toplumsal sorunlara da neden olan etik skandalı, 2010'da İngiltere BP şirketinin Meksika Körfezi'ndeki petrol platformu Deepwater Horizon'un

patlaması, 2015 yılında Volkswagen şirketinin neden olduğu emisyon skandalı yakın zamanda yaşanan bu tip sorunlara yönelik örneklerden yalnızca birkaçı olarak hatırlanmaktadır. Dolayısıyla, yaşanan bu tür felaketler küresel sonuçlar doğurmakta ve günümüzde modern toplumun politik, ekonomik ve ahlaki beklentilerini etkilemekte hatta değiştirmektedir. Bu sebeple, kurumsal sosyal sorumluluk konularına odaklanmak önem arz etmektedir.

Rolland ve Bazzoni (2009: 252) bu durumu, yani kurumsal sosyal sorumluluk kavramının bu derece önemli hale gelmesini, artan zenginlik, sosyal beklentilerin değişmesi, küreselleşme eğilimleri ve bilginin serbest dolaşımı, ekolojik sürdürülebilirlik şeklindeki yükselen trendlerle açıklamaktadır.

Sonuçta, çözüm bekleyen sosyal sorunlara çözüm bulmak adına güvenilir, sürekli bir şirket politikası geliştirmenin markaya ve kurumsal kimliğe de önemli katkılar yapması beklenmektedir. Kurumsal kimlik altında yürütülecek sosyal sorumluluk faaliyetleri sağlam temel ve uzun vadeli stratejiler üzerine kurulursa şirketlere büyük ölçüde artı değerler katacağı düşünülmektedir.

2.2.3.3. Sosyal paydaş teorisi

Kurumsal sürdürülebilirliğe ilişkin temel bileşenlerden biri olan sosyal paydaş teorisi şirketlere sürdürülebilirliğin sağlanması yönünde katkı sunmaktadır. Paydaş kavramı, işletme ile aralarında doğrudan ekonomik bağ bulunan ve işletme faaliyetlerinden etkilenen kesimi tarif etmek için kullanılmaktadır. Kurucu ortaklar, hissedarlar, yöneticiler, şirket çalışanları, tedarikçiler, müşteriler, şirkete borç verenler, toplum, rakipler, devlet ve çevre paydaş tanımının içerisine dahil edilmektedir (Freeman, 1984: 25; Gitman ve Zutter, 2012: 13).

Kurumsal sosyal sorumluluktan farklı olarak stratejik yönetim felsefesi içinde ele alınan bir yaklaşım olan sosyal paydaş teorisi şirketlerin rekabet avantajı yaratmasına yönelik şirket dışı gruplarla ilişkileri güçlendirmelerine yardımcı olmaktadır. Paydaşlarla güçlü ilişkiler kurmak için şirketlerin söz konusu kesime güven ve saygı duygularını hissettirmiş olması gerekmektedir. Çünkü sosyal paydaş teorisi temelde işbirliğine dayanan ilişkileri kapsamaktadır (Wilson, 2003). Söz konusu işbirliğinin paydaşlar tarafından üzerinde anlaşmaya varılan ortak bir hedef doğrultusunda katılımın sağlanarak, şirketin sağladığı faydaların taraflarca paylaşıldığı bir anlayışla gerçekleştirilmesi gerekmektedir (Fontainha, Leiras,

Bandeira, ve Scavarda, 2017: 372). Böylece, ortak hedefi yakalamak için yürütülen eylemler ve tüm paydaşların beklentilerine cevap vermenin son derece önemli olduğu vurgulanmaktadır (Leislyte ve Westerheijden, 2014: 84).

Preble (2005: 416), sosyal paydaşların belirlenmesinde, şirketin kapasitesinin, sektör büyüklüğünün, şirket merkezinin ve şirket faaliyetlerin yürütüldüğü yerlerin önemli bir yer tuttuğunu belirtmektedir.

Castka ve Prajogo (2013: 245), bir işletme üzerinde etki yaratan birincil ve ikincil paydaşlar olmak üzere iki tip paydaş grubundan bahsetmektedir. Hem birincil hem de ikincil paydaş grupları çevresel ve sosyal uygulamalar açısından şirket üzerinde baskı yaratma kapasitesine sahip olabilmektedir. Söz konusu paydaşlar Çizelge 2.4. Paydaş Haritası'nda sunulmaktadır (Freeman, 1984: 25; Polonsky, 1995: 34; Preble, 2005: 417; Lozano, Carpenter, ve Huisingsh, 2015: 438; Chang vd., 2017: 51).

Çizelge 2.4. Paydaş Haritası

	Birincil sosyal paydaşlar	İkincil sosyal paydaşlar
Sosyal	Hissedarlar ve yatırımcılar	Hükümet ve düzenleyiciler
	Çalışanlar	Sivil örgütler
	Müşteriler	Sosyal baskı grupları
	Sendikalar	Medya ve üniversiteler
	Tedarikçiler ve diğer iş ortakları	Meslek örgütleri
	Yerel halk	Rakipler
Sosyal olmayan	Doğal çevre	Çevresel baskı grupları
	Gelecek kuşaklar	Hayvan hakları savunucuları
	İnsan dışı canlılar	

Şirket üzerinde daha fazla etki yaratan ve ayrıca şirket faaliyetlerinden daha fazla etkilenen grup birincil paydaş grubuna dahil olan taraflar olarak karşımıza çıkmaktadır (Castka ve Prajogo, 2013: 245).

Sosyal paydaş teorisinde paydaşları belirlemek, aralarındaki farklılıkları ortaya koymak, beklentilerini karşılamak ve firmanın faaliyetlerine yönelik tepkilerini tahmin etmek gibi bir takım doğal zorlukların bulunduğu kabul edilmektedir. Dolayısıyla, sosyal paydaş teorisinin temel ilkesinin, şirketin sosyal ve sosyal olmayan paydaşlarla ilişkilerini yönetmek ve dengelemek olduğunu söylemek mümkün olmaktadır (Lozano vd., 2015: 438).

Paydaşların beklentilerinin etkin bir şekilde karşılanması için öncelikle ihtiyaçların tespit edilmesi gerekmektedir. Bu noktada doğru iletişim tekniklerini kullanmak şirketler açısından büyük önem taşımaktadır. Paydaşlarla oluşturulan doğrudan yanlış bir iletişim şekli şirketin performansını olumsuz anlamda etkileyebilmektedir (Polonsky, 1995: 32). Örneğin sendikalaşmaya yönelik yöneticilerin sert tutumları ya da çevreci gruplar ile yapılan görüşmelerin uzaması, şirketin finans kuruluşlarından kaynak tedarik edememesi gibi durumlar şirketin kamuoyu nezdinde prestij kaybı yaşamasına neden olabilmektedir (Sarıkaya, 2011: 47).

Kısacası, sosyal paydaş teorisi, kurumlar ve paydaşları arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Şirketin performansı paydaşlar üzerinde şüphesiz ki etkili olmaktadır. Bunun yanında paydaşların da şirketin başarısı ve performansı üzerinde büyük etkisi bulunmaktadır. Phillips'in (2004) de belirttiği gibi paydaşlarla etkili bir iletişim kurmak, yöneticiler ve şirket için ciddi fırsatlar yaratabilmekte hatta muhtemel çatışmaları büyümeden önleyebilmektedir.

Sosyal paydaş teorisi çerçevesinde işletmeler, faaliyetlerinden dolayı etkileşimde buldukları kesimleri dikkatli bir şekilde belirlemek zorunluluğu taşımaktadır. Sonrasında ise etkin bir iletişim kanalı vasıtasıyla onlarla ilişki kurması gerekmektedir. Sonuç olarak, kurumsal sürdürülebilirliğin temel bileşenlerinden sayılan sosyal paydaş teorisi kapsamında şirketler paydaşlara karşı sorumluluklarını mutlaka yerine getirmek mecburiyetiyle karşılaşmaktadır.

2.2.3.4. Kurumsal hesap verebilirlik

Kurumsal sürdürülebilirlik kavramına ilişkin temel bileşenlerden dördüncüsü ve sonuncusu olan bileşen kurumsal hesap verebilirliktir. Hesap verebilirlik, kısaca, şirketin yasal ve etik açıdan birtakım sorumluluklarını içermektedir. Normal sorumluluk kavramından farklı olarak hesap verebilirlik bir kişinin eylemlerinin neden olduğu sonuçları açıklama, kendisini haklı kılma veya bu durumla ilgili raporlama yükümlülüğünü ifade etmektedir (Wilson, 2003).

Kurumsal hesap verebilirlik, aslında şirket faaliyetlerinin etki boyutu ve etki çevresi ile ilgilenmektedir. Bu nedenle şirketlerin, eylemlerinin sonuçlarından sorumlu tutulması gerekmektedir. Crowther ve Aras (2008: 15), söz konusu sorumluluğun çerçevesinin yalnızca şirket sahipleri ya da hissedarlar ile sınırlı

kalmaması gerektiğini belirtmektedir. Çünkü şirket faaliyetlerinin etki alanında hissedarlardan başka sosyal paydaşları diye tabir edilen geniş bir çevre bulunmaktadır.

Bir başka ifadeyle, kurumsal hesap verebilirlik, şirketlerin ömürleri boyunca birtakım yasal yaptırımlara maruz kaldıklarını anlatmaktadır. Bu zorunluluklara uymadıkları takdirde ise açıklama yapmak durumunda kalmaktadırlar. Bu da zaman zaman olumsuz sonuçlarla karşılaşmalarına sebep olmaktadır. Yani, şirketler faaliyetlerinin sonuçlarının farkında olarak etkilediği paydaşlara karşı sosyal sorumluluk bilinciyle hareket etmek durumundadırlar. Ancak bu gönüllülük durumlarından farklı olarak yerine getirmesi gereken yükümlülükleri şirketler ihlal ettiklerinde yasal yaptırımlarla karşı karşıya kalmaktadır. Dolayısıyla, hesap verebilirlik daha katı bir yaklaşım ortaya koymaktadır (Clapp, 2005: 27).

Kurumsal hesap verebilirlik, bir şirketin faaliyet sonuçlarına ilişkin açıklama ve ispatlama görevlerinin yanında raporlama görevine de işaret etmektedir (Canaktan ve Börü, 2007: 20). Aras'a (2007: 3) göre, bu raporlarda anlaşılabilir olma, ilişkili olma, doğruluk ve karşılaştırılabilir olma şeklinde birtakım özellikler bulunması gerekmektedir.

Kurumsal hesap verebilirlik bileşeni şirket yöneticileri ve toplumun geri kalanı arasındaki ilişkiyi tanımlamada yardımcı olmaktadır. Bunun yanında şirketlerin neden sadece finansal performansları değil de bununla birlikte çevresel, sosyal ve ekonomik performanslarını da raporlaması gerektiği fikrini desteklemektedir (Wilson, 2003).

2.2.4. Sürdürülebilirliğin Şirketlere Sağladığı Katkılar

Yukarıdaki bölümlerde anlatılanlara bakıldığında, şirketler açısından sadece kar odaklı düşündüren anlayışın yerini artık daha geniş kapsamlı bir anlayışa terk ettiği anlaşılmaktadır. Ekonomik odaklı ya da diğer bir ifadeyle kar odaklı bu anlayış sosyal, çevresel ve toplumsal olayların değerlendirilerek şirket faaliyetlerine yön verildiği sürdürülebilir bir anlayışa doğru yönelim sergilemektedir. Bu doğrultuda şirketlerin sorumlu oldukları çevre bakımından muhatapları da genişlemektedir. Sürdürülebilirlik anlayışı çerçevesinde şirketler sadece ortakları veya hissedarlarına karşı sorumlu olmaktan çıkmakta ve daha

geniş bir paydaş çevresine karşı sorumluluk duymaktadır. Bu geniş paydaş grubunun içeriğinde de müşteriler, tedarikçiler, çalışanlar, vergi otoritesi, mevcut ve de potansiyel yatırımcılar, doğal çevre gibi taraflar bulunmaktadır. İşte bu noktada sürdürülebilirlik, şirketin sosyal paydaşlarına faydalı olmasını sağlayan değerleri taşıyarak uzun vadede varlığının kalıcı olmasını mümkün kılabilir. Kısacası, şirketlerin toplum içerisindeki rolleri ve buna bağlı olarak sorumluluk alanları giderek genişlemektedir.

Şirketler açısından artan sorumluluklar sürdürülebilirlik kavramının bu kadar ön planda tutulmasına neden olmaktadır. Yaşanan birtakım gelişmeler şirketleri sürdürülebilir stratejiler uygulamaya itmektir. Dünyaca ünlü denetim ve danışmanlık şirketlerinden PriceWaterhouseCoopers'e (PWC) göre bu nedenler arasında (PWC, 2017);

- Tüketicilerin hatta toplumun giderek bilinçlenmesi,
- Paydaşların şirketlerden hesap verebilir ve de şeffaf olmalarını talep etmeleri,
- Yaşanan birtakım küresel faaliyetlerden işletmelerin de sorumlu tutulması,
- Şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapma düşüncesinde olan bazı yatırımcıların finansal kararlarında sürdürülebilirlik düşüncesine dikkat etmeleri,
- Ölçek olarak giderek büyüyen şirketlerin üzerine düşen sosyal ve çevresel sorumluluklardaki artış

gibi nedenler sayılabilmektedir.

Bütün bunların yanında şirketleri sürdürülebilirliğe yönlendiren başka faktörlerden de söz etmek mümkün olabilmektedir. Örneğin, yürürlükte olan yasaların günümüz şirketlerini sürdürülebilirlik konusunda daha bilinçli hareket etmeye yönlendirdikleri de yadsınamaz bir gerçek olarak karşımıza çıkmaktadır. Yerel ve küresel yaptırımlar bu anlamda şirketleri zorlayabilmektedir. Diğer yandan, şirketler faaliyetleri nedeniyle topluma yaşattıkları olumsuzluklardan dolayı tepki çekmektedirler. Bu tür tepkilerden korkan işletmeler, faaliyette buldukları yerdeki halkın güvenini de sağlamaya çalışmaktadır. Değişen tüketici beklentileri, toplumsal, çevresel ve sağlık ile ilgili konulara karşı gelişen tüketim anlayışı yani kısacası müşteri beklentileri şirketleri faaliyetlerinde sürdürülebilir

bir felsefeye sokmaktadır. Son olarak, yatırımcı talepleri de şirketleri sürdürülebilirlik bağlamında zorlayabilmektedir. Örnek vermek gerekirse, global sürdürülebilirlik endeksine dahil olan şirketlerin daha fazla yatırım çekmesi gösterilebilmektedir (T.C. Bilim Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, 2013).

Sürdürülebilirlik felsefesi ile şirketler sosyal ve çevresel konulara daha fazla ilgi göstermekte ve dahası şirket stratejilerini bu çerçevede geliştirmektedirler. Yine bu doğrultuda sürdürülebilirlik anlayışını destekleyen politikalar düzenlemekte ya da var olanları revize etmektedirler. Bunun sonucunda sürdürülebilirlik hedeflerinin ne derece gerçekleştirildiğinin ölçümü mümkün olmaktadır (Daft ve Marcic, 2009: 134).

Hithcock ve Willard (2009: 3), Weybrecht (2014: 24) ve Borsa İstanbul A.Ş. (2014a: 17), sürdürülebilirliğin şirketlere sağladığı yararları şu şekilde özetlemektedir:

Buna göre, sürdürülebilirliği kurumsal bazda uygulamayı başaran şirketler enerji tasarrufu sayesinde maliyetlerini azaltma imkanına kavuşmaktadır. Ayrıca bu durumun maliyetler açısından şirkete sağladığı katkı yanında çevreye yönelik olarak da atıkların azaltılması gibi bir katkısı bulunmaktadır. Azalan kaynak israfı ve düşük enerji kullanımı sayesinde firmalar karlılıklarını artırmaktadır.

İkinci olarak, küresel rekabet ortamında firmalar araştırma ve geliştirme (Ar-Ge), inovasyon, yenilikçi teknolojiler sayesinde rakiplerinin üstüne çıkmaya çalışmaktadır. Burada, sürdürülebilirlik, en azından standart uygulama haline gelene kadar, şirketi ön plana çıkarmanın bir yolunu sağlayabilmektedir. Paydaşları sürece dahil ederek sürdürülebilir bir bakış açısı ile işlem yapmak yenilikçi düşünceleri ve buluşları beraberinde getirmektedir. Örneğin, Toyota hibrit teknolojisini geliştirip diğer üreticilere de satmaktadır. Bilindiği gibi hibrit teknoloji benzin tüketimini azaltmayı amaçlamaktadır. Özellikle yoğun araç trafiğinde, düşük hızlarda benzin motoru yerine elektrik motorunu kullanmaktadır. Bu sayede emisyon salınımını en aza indirmektedir (Toyota, 2017). Yüksek enerji tasarrufu sağlayan beyaz eşyaların üretilerek tüketicilere sunulması da bir başka örnek olarak gösterilebilmektedir.

Bir diğer katkı ise çalışanların artık kendi değerlerine ve haklarına sahip çıkan şirketlerde daha çok çalışmak istedikleri şeklinde sıralanmaktadır.

Çalışmalarının büyük oranda toplumsal sorunları çözme yönünde bir araç olduğu hissi uyandırdığında, çalışanlar şirkete karşı güçlü bir bağlılık hissine kavuşabilmekte ve dolayısıyla şirketin çalışanlar gözündeki prestiji daha da artmaktadır. Bu sayede, hem nitelikli iş gücünün şirketi tercih etmesi hem de çalışanların motivasyonunun artması sağlanmaktadır.

Şirketler sürdürülebilirlik hedefleri doğrultusunda geliştirdikleri projeler ile sosyal olarak sorumlu bir eğilimin öncüsü haline gelmektedir. Bu durum, hissedarlar nezdinde daha da önemlisi kamuoyu nezdinde şirket imajının artmasına, şirketin adının daha sık telaffuz edilmesine neden olmaktadır.

Sürdürülebilirlik, işletme yönetimlerine toplumun yaşam kalitesini en üst düzeye çıkaracak kararlar almada yardımcı olmaktadır. Örneğin, bazı işletmeler yerel yönetimlerle işbirliğine giderek, vatandaşlar için daha iyi bir yaşam kalitesi sağlamak amacıyla kentsel planlama ve ulaşım ile ilgili çalışmalar yapmaktadır. Dolayısıyla, trafiğin araçlar için değil şehirlerde yaşayan insanlara göre düzenlenmesi sayesinde yaşam kalitesinin geliştirilmesine aracı olmaktadır.

Finansal açıdan değerlendirildiğinde ise finansal kuruluşlar artık sürdürülebilir finans yaklaşımı altında işlem yapan firmalara daha kolay ve uygun koşullarda kaynak yaratabilmektedir. Kredi kullanılacak şirket seçiminde veya yatırım projesi değerlendirmesinde sosyal ve çevresel kriterleri de önem vermektedirler.

Kurumsal itibar ve prestij şirketlerin en çok önem verdiği değerleri arasında sayılmaktadır. İtibar, şirket paydaşlarının şirkete olan güven duygularından beslenmektedir. Şirket paydaşlarının gözünde şirkete verilen değer olarak ifade edilebilmektedir. Bir şirket ne kadar çok olumlu faaliyetlerde bulunup sürdürülebilirlik uygulamalarını desteklerse bundan da şirket imajı o derece yarar sağlamaktadır. Tersine bir durumda ise şirketin neden olduğu olumsuz sosyal ve çevresel etkiler şirketin imajını, itibarını zedeleyebilmektedir. Bu bağlamda, şirketlerin sürdürülebilirlik konusuna verdiği önemi değerlendirmek adına zaman zaman istatistikler yayınlanmaktadır. Yayınlanan bu istatistikler şirketler tarafından ciddiye alınmaktadır. Böyle bir durumda, listelerde üst sıralarda yer alan firmaların kamuoyu nezdinde olumlu bir imaj yakalaması kaçınılmaz olmaktadır. Örneğin her yıl İsviçre'nin Davos şehrinde düzenlenen Dünya Ekonomik Forumu'nda (WEF) Küresel 100 (Corporate Knights, 2017) listesindeki

şirketler adı altında dünyanın en sürdürülebilir şirketleri duyurulmaktadır. Oldukça ilgi gören liste, sıralamaya giren şirketler açısından da bir imaj unsuru oluşturmaktadır. Corporate Knights (2017) tarafından en son yayınlanan sonuçlar Çizelge 2.5.'de gösterilmektedir.

Çizelge 2.5. Küresel 100 Listesi (İlk 5 Şirket)

Sıralama	Şirket	Ülke	Sektör
1	Siemens AG	Almanya	Holding
2	Storebrand ASA	Norveç	Sigortacılık
3	Cisco Systems Inc	Amerika Birleşik Devletleri (ABD)	Haberleşme
4	Danske Bank A/S	Danimarka	Bankacılık
5	Ing Group	Hollanda	Bankacılık

16 Ocak 2017 itibariyle yayınlanan listeye dahil olan 100 şirket arasında ilk beş sırayı alan şirketler gösterilmektedir. Söz konusu şirketler enerji tüketimi, su tüketimi, icra kurulu başkanları (CEO) ve çalışanlarına yaptıkları prim ödemeleri, çevresel projeler gibi katıldıkları sürdürülebilirlik faaliyetlerine göre değerlendirmeye tabi tutulduklarından bu tür sıralamalara girmek, marka değeri, güven ve itibar sağlanmasında şirketlere inanılmaz fırsatlar sunmaktadır.

Aslında bütün bu anlatılanlar şirketlerin sürdürülebilirlik konusuna neden önem vermeleri gerektiğinin göstergesi olmaktadır. Şirketlerin rekabet şansını sürdürmesi için paydaş beklentilerine mutlaka cevap vermeleri gerekmektedir. Paydaşlar artık şirketlerden sürdürülebilir bir üretim modeli çerçevesinde daha temiz teknolojilerle, daha yüksek yaşam standartlarına kavuşma beklentilerinin karşılanmasını beklemektedir. Daha temiz ve yeni teknolojiler ancak sürdürülebilir yatırımlar ile mümkün olmaktadır. Bunun için ise ekonomik kaynakların sorumlu yatırımları karşılayabilecek düzeyde olması gerekmektedir. Dahası bu koşullar sağlandığında yani insanlar daha yüksek bir yaşam kalitesine ulaştıklarında, daha sağlıklı bir çevre talep etmeye başlamaktadırlar. Sonuç olarak sürdürülebilirlik uygulamaları daha büyük olmak için değil daha iyi olmak için gerekmektedir. Bu yüzden ki sektör bazında büyüme trendleri incelendiğinde dünya enerji sektöründe yenilenebilir enerji olan rüzgar enerjisinin, turizm sektöründe ekoturizmin, yatırım alanında sosyal sorumlu yatırımların, tarımda organik tarımın, girişim sermayesinde temiz teknolojilerin hızlıca büyüyen alanlar olduğu görülmektedir (Hithcock ve Willard, 2009: 10).

Sonuç olarak sürdürülebilirliğin Şirketlere sağladığı katkıları;

- Şirketin ömrünü uzatmak,
- Maliyetleri aşağı çekerek karlılığı artırmak,
- Müşteri beklentilerini karşılamak,
- Daha kolay finansal kaynak imkanlarına kavuŐmak,
- Marka değerini artırmak,
- Yeni iş fırsatları yaratmak,
- İnovasyon olanakları yaratmak,
- Yeni pazarlara girebilmek,
- Nitelikli iş gücünü bünyesine daha rahat katabilmek,
- Şirkete karşı güven duyulmasını sağlamak,
- alıŐanlarını daha kolay motive etmek

Şeklinde sıralayabilmek mümkün olmaktadır.

2.3. Borsalar ve Sürdürülebilirlik

Finansal piyasalar, sürekli bir ilerlemenin yaşandığı günümüzde deđerŐen koŐullara yönelik yeni stratejiler geliştirmek durumunda kalmaktadır. Bu deđerŐim de rekabeti uluslararası boyuta taŐıtmaktadır. Finansal piyasalarda yaşanan bu küresel rekabet ortamı yatırımcıları ve aynı zamanda menkul kıymet borsalarını önemli derecede etkilemektedir. Bu sebeple de borsalarda küresel rekabete ayak uydurabilmek için organizasyonel ve operasyonel yönlerden birtakım gelişmeler yaşandığı görülmektedir (Kaderli ve Gündüz, 2012: 17).

Sürdürülebilirlik konusundaki farkındalığın giderek artması iş çevrelerini, düzenleyici ve denetleyici kurumları, hükümetleri ve uluslararası örgütleri bu konuda daha duyarlı faaliyetler geliştirmeye teşvik etmektedir. Şüphesiz ki finans sektörü de bu nedenle sürdürülebilirlik konusunda kendini yenileme çabasında bulunmaktadır. Sermaye piyasaları içinde önemli bir yer tutan menkul kıymet borsaları sürdürülebilir faaliyetleri mümkün olduğunca desteklemeye ve sürdürülebilirliği kendi bünyesinde geliştirmeye çalışmaktadır.

Zaman içinde yatırımcı beklentilerindeki değişiklikler ile günümüzün popüler kavramlarından olan sürdürülebilirlik bu açıdan yatırımcılarda ilgi uyandırmaktadır. Sürdürülebilirlik uygulamaları artık yatırım portföylerinin yapılandırılmasında dikkate alınan bir kriter olarak karşımıza çıkmaktadır (Lopez vd., 2007: 289). Yatırımcılar, borsaya kote şirketlerden daha fazla açıklama ve şeffaflık talep etmektedirler. Yatırımcı beklentileri bu anlamda daha çok karbon yoğunluğu, biyoçeşitlilik kaybı, yeraltı suyu kirliliği gibi şirketlerin çevresel etkileri ve emek standartları, insan hakları koruması gibi şirketlerin toplumsal konulara katılımını ve performanslarını ve de iç kurumsal yönetim yapısı ile ilgili konuları kapsamaktadır (Sürdürülebilir Borsalar Girişimi, 2013).

Dolayısıyla, menkul kıymet borsaları yatırımcılarda ilgi uyandırmak için sorumlu yatırımlar, yeşil fonlar, sürdürülebilirlik endeksleri, karbon piyasalar gibi ürün ve hizmetleri yatırımcılara sunmak zorunda kalmaktadır. Yani artık dünya borsaları finansal ürün yaratma, endeks geliştirme ve sürdürülebilir ekonomik kalkınmanın teşvik edilmesine yönelik stratejileri dikkate almaktadır.

Sürdürülebilirliği yatırım sürecine dahil eden bir yaklaşımla menkul kıymet borsaları aynı zamanda yatırımcıların belirli yatırımlarla ilgili riskleri ve fırsatları tam olarak değerlendirmelerine katkı sağlamaktadır.

Görüldüğü gibi, menkul kıymet borsaları sürdürülebilirlik konusunda yatırımcılarının farkındalığını geliştirmeye çaba sarf etmektedir. Bu sebeple de, sürdürülebilirlik alanında eğitim programları düzenlemekte, konuyla ilgili paydaşlarını yönlendirmek amaçlı çeşitli kılavuz ilkeler yürürlüğe koymakta ve borsa çatısı altında sürdürülebilirlik endeksleri oluşturmaya gayret göstermektedir.

Sürdürülebilirlik konusunda şirketler ve yatırımcılar arasında daha kaliteli etkileşim ve yönetim süreci geçirip, uzun vadeli değer yaratmak adına borsalar küresel ölçekli birtakım girişimlerde de bulunmaktadır. Menkul kıymet borsaları tarafından ilgi gören bu girişimlerden birisi Sürdürülebilir Borsalar Girişimi (SSE) 'dir.

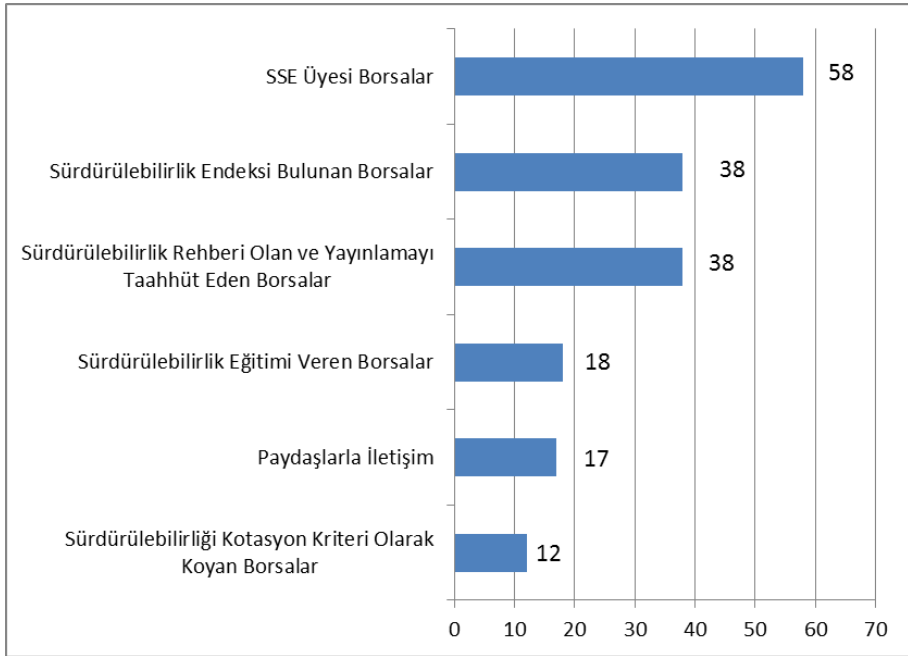
2.3.1. Sürdürülebilir Borsalar Girişimi (SSE)

Borsaların sürdürülebilirlik faaliyetlerine verdikleri destekler kapsamında, 2009 yılında SSE kurulmuştur. SSE girişimi, bir BM girişimi olup, BM destekli kuruluşlar, borsalar, yatırımcılar, şirketler, düzenleyiciler ve hükümetler arasında

sürdürülebilirlik uygulamalarını yaygınlaştırmak amacı taşımaktadır. Ayrıca, benzer amaçlarla SSE bünyesinde yatırımcılara (SSE Investor Working Group) ve şirketlere yönelik çalışma grupları (SSE Corporate Working Group) oluşturulmuştur (Sürdürülebilir Borsalar Girişimi, 2016: 9).

Borsaların sürdürülebilirlik uygulamalarına yönelik olarak giderek artan ilgileri yıllar itibariyle SSE'ye taraf olan borsaların sayısına bakarak da anlaşılabilir. 2012 yılında borsa sayısı 6 iken, 2016 yılı itibariyle bu rakamın 58'e çıktığı görülmektedir (Sürdürülebilir Borsalar Girişimi, 2016: 17).

2016'da SSE tarafından yayınlanan ilerleme raporunda dünya borsalarının sürdürülebilirlik konusuna nasıl katkı sağladıkları ile ilgili mevcut durum hakkında genel bir seyir sunulmaktadır. Bu raporda yer alan bilgilerden oluşturulan Şekil 2.7. mevcut durumu aşağıda göstermektedir.



Kaynak: SSE, 2016

Şekil 2.7. Borsaların Sürdürülebilirlik Yaklaşımları

Borsalarda devam eden sürdürülebilirlik ile ilgili girişimlerin sunulduğu Şekil 2.7.'de dünya genelinde gerçekleşen çabalar hakkında ayrıntılı bilgi verilmektedir. Şekil incelendiğinde sürdürülebilir yatırımları teşvik etmek için

borsalarda bu alanda değişimlerin yaşandığı ve ilgili endeksler kullanıldığı görölmektedir. SSE tarafından 82 adet menkul kıymet borsası üzerinden yürütölen çalışmada neredeyse yarıya yakın borsanın sürdürülebilirlik ile ilgili olarak yatırımcılarına endeks hizmeti sunduğu görölmektedir.

Yine ilgili rapordan sürdürülebilirlik alanında bilgi paylaşımında bulunan yalnızca 15 menkul kıymet borsasındaki şirketlere borsa yönetimleri tarafından gönüllü rehberlik sağlandığı anlaşılmaktadır. Artık yatırım sürecinin ayrılmaz bir parçası olarak değerlendirildiği için sürdürülebilirliğe ilişkin yürütölen faaliyetler yatırımcıların bu alandaki yatırımlarla ilgili riskleri ve fırsatları tam olarak değerlendirmesini sağlamaktadır. Bu sayede yatırımcılar daha doğru yatırım kararları alabilmektedir. Ayrıca bu durum, finansal piyasalar tarafından sürdürülebilir şirketlerin daha olumlu değerlendirilmelerini sağlayabilmektedir (Sullivan, Martindale, Feller, ve Bordon, 2015). Sayının azlığı ve kurumsal yatırımcıların sürdürülebilirlik konularında daha kaliteli bilgilere ihtiyaç duydukları dikkate alındığında ilerleyen dönemlerde Dünya Borsalar Federasyonu (WFE), çeşitli borsalar ve iş dünyasının da katkılarıyla dünya borsaları giderek sürdürülebilirliğe daha çok katkı sunan kurumlara yönelik yol gösterme faaliyetine girmiştir. Bu sayede sürdürülebilirlik konularına ilişkin olarak ihraççı şirketlere rehber yayınlamayı taahhüt eden borsa sayısının arttığı anlaşılmaktadır.

Sürdürülebilir faaliyetlerin yaygınlaştırılması adına dünya borsaları, şirketler, uluslararası kuruluşlar ve hükümetler arasında daha etkili iletişime geçilmesi önemli bir yer tutmaktadır. Bu amaçla katılımcılar tarafından düzenlenecek çeşitli eğitimler de iletişimin etkinleştirilmesinde önemli rol oynamaktadır. Bütün bunlar dikkate alındığında, yatırımcılara veya kote şirketlere yönelik düzenli eğitim veren borsaların henüz sayıca yeterli bulunmadığı söz konusu rapordan anlaşılmaktadır.

Borsalar artık yalnızca ihraççıların, yatırımcıların, düzenleyici ve denetleyici kurumların bir araya geldiği fiziksel mekan olarak değil, aynı zamanda hukuki statülerini değiştirip özelleşerek ve de ihraççı konumuna gelerek de hizmet sunmaktadır. Bu noktada paydaşlarla olan etkileşim önem arz eden bir konu olmaktadır. Bu amaçla borsalar paydaşlarıyla daha etkin bir iletişim tesis etmek konusunda çeşitli açıklamalar yapmakta ve tebliğler yayınlamaktadır.

Yatırımcı açısından önem taşıyan bir diğer konunun ise yatırımcıların gerçeğe uygun, karşılaştırılabilir bilgiye zamanında ihtiyaç duymaları şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Bu açıdan, sürdürülebilirlik uygulamalarına dayalı raporları ve açıklamaları kotasyon kriteri gibi gören menkul kıymet borsalarının sınırlı sayıda olduğu ilgili rapordan anlaşılmaktadır.

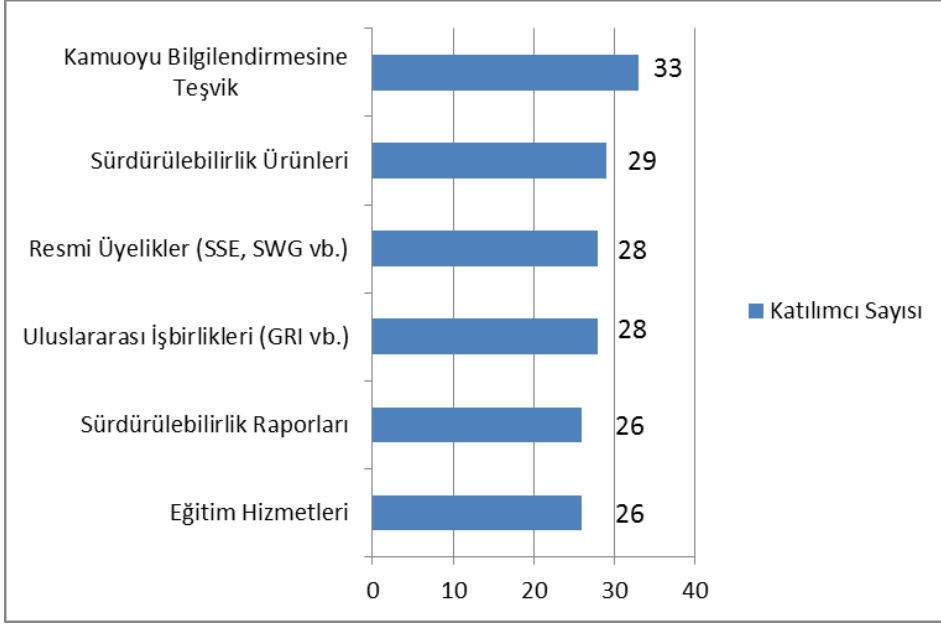
Yukarıda özetlenen bilgiler ışığında dünya menkul kıymet borsalarında sürdürülebilirlik konusunda bir mesafe alındığı anlaşılmaktadır. Ancak sürdürülebilirlik konusunun küresel çaptaki zorlukları dikkate alındığında daha ortaya koyulması gerekenler olduğu anlaşılmaktadır. Bu açıdan finansal piyasaların sürdürülebilirlik konusunda daha fazla derinleştirilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, borsalar ve düzenleyicileri tarafından ilerleme kaydedilmesi ve üst yönetimlerin konu ile ilgili farkındalıklarının artması özellikle önemli görülmektedir.

WFE de borsaların sürdürülebilirlik çalışmalarını desteklemekte olup, 2014 yılında kendi çatısı altında bu amaçla bir Sürdürülebilirlik Çalışma Grubu (SWG) kurmuştur.

2.3.2. Sürdürülebilirlik Çalışma Grubu (SWG)

Finansal işlemlerin hacminde yaşanan artışlar, yatırımcıların günden güne değişen tercihleri borsaların seyrine yön vermektedir. Yatırımcıların ilgisini çeken alanlardan birisi haline gelen sürdürülebilirlik konusu da borsaların kendilerini paydaşlarına karşı sorumlu hissettiği alanlardan sayılmaktadır.

WFE bünyesindeki bu yeni çalışma grubu sürdürülebilirlik konusunda araştırmalar yapmak, elde ettiği bulguları kamuoyuna iletmek ve WFE üyesi borsalar arasında bu konudaki gelişmeleri yönlendirmek amacıyla oluşturulmuştur. Diğer bir ifadeyle, üye borsalarda sürdürülebilirlik konusundaki uygulamaların yaygınlaştırılması adına uğraş vermektedir (WFE, 2014). İlgili kuruluş dünya borsalarının sürdürülebilirlik kapsamındaki sorumluluklarına istinaden çeşitli çalışmalar yapmaktadır. Çalışma grubu tarafından 2017 yılı itibariyle gerçekleştirilen en yeni sürdürülebilirlik araştırmasının sonuçları özet şeklinde Şekil 2.8.'de sunulmaktadır.

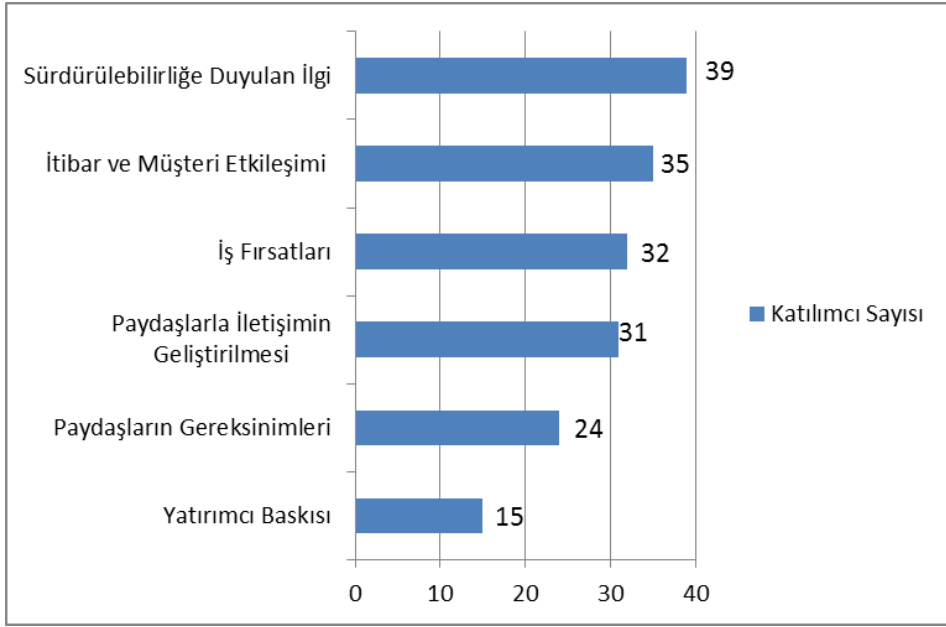


Kaynak: WFE, 2017

Şekil 2.8. Borsaların Sürdürülebilirlik Konusundaki Girişimleri

Şekil 2.8.'den çeşitli sürdürülebilirlik programlarına sahip olan borsaların (48), sürdürülebilirliği farklı yöntemlerle teşvik etmeye çalıştığı görülmektedir. Araştırma sonuçlarına göre, inceleme kapsamındaki menkul kıymet borsalarının neredeyse %70'inin listelenen şirketlerden sürdürülebilirliğe ilişkin bilgilerinin açıklanmasını teşvik etme konusunda yoğun bir şekilde gayret gösterdikleri anlaşılmaktadır. Özellikle son yıllarda bu konuya yönelik muazzam ilgi göz önüne alındığında, ortaya çıkan sonucun şaşırtıcı olmaması normal karşılanmaktadır. Bir önceki yıl şirketlere ve/veya yatırımcılara yönelik eğitim hizmeti sunma çabalarının ilk sırada yer aldığı çalışmada, bu yıl aynı kriterin %54'lük bir paya sahip olduğu ayrıca araştırmadan görülmektedir. Bunun yanında, sürdürülebilirlikle ilgili SSE, SWG gibi resmi üyeliklerin de küresel girişimlerin başarısını gösteren yüksek bir sıralamaya sahip olduğu görülmektedir. Sürdürülebilirlikle ilgili (sürdürülebilirlik endeksi hizmeti, yeşil bono, uzman derecelendirme hizmetleri vb.) ürünleri sunan borsaların da araştırma kapsamındaki borsaların yarısından fazlasını oluşturduğu rapordan anlaşılmaktadır (WFE, 2017: 5).

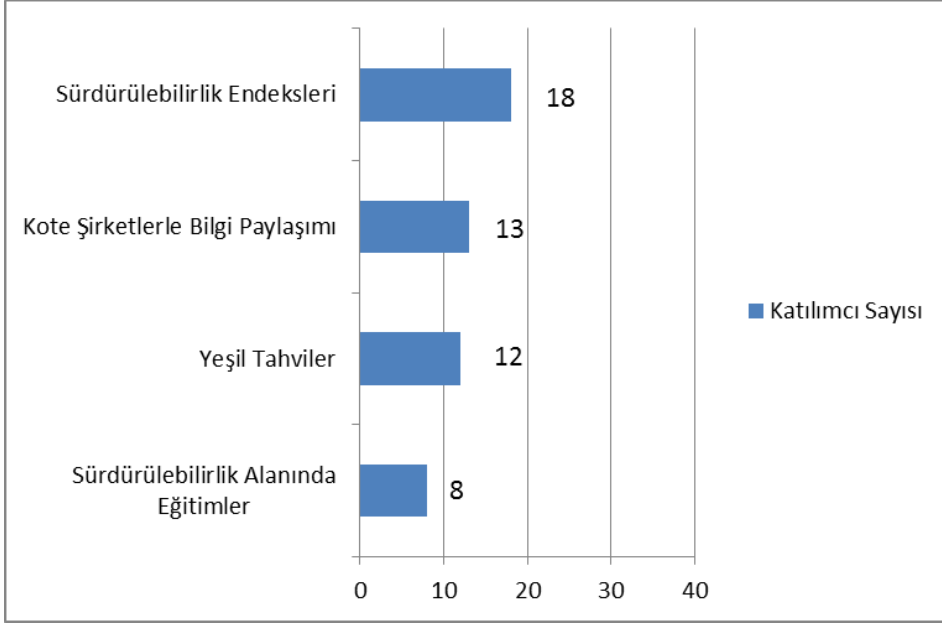
Borsaların, sürdürülebilirlik konusuna neden önem verdikleri üzerine yapılan inceleme sonuçları Şekil 2.9.'da görülmektedir.



Kaynak: WFE, 2017

Şekil 2.9. Borsaların Sürdürülebilirliği Seçme Nedenleri

Buna göre, sürdürülebilirliğe ilişkin duyulan ilgi, itibar ve müşterilerle etkileşim ve bu tarz faaliyetlerin daha büyük iş fırsatları yaratacağı düşüncesi seçme nedenleri arasında ilk üç sırada yer almaktadır. Burada ilgi çeken bir sonuç ise yatırımcı baskısının en düşük skoru alması olarak karşımıza çıkmaktadır. Bunun yanında aynı araştırmada borsaların sürdürülebilirlikle ilgili girişimlerde bulunma isteklerini sınırlayabilecek faktörlerin neler olduğu sorulduğunda, talep yetersizliğinin, ekonomik koşulların ve zorlayıcı unsurların bulunmamasının birtakım endişeleri beraberinde getirdiği ayrıca vurgulanmaktadır (WFE, 2017: 4).



Kaynak: WFE, 2017

Şekil 2.10. Yatırımcının İlgisi

Şekil 2.10.'da yatırımcıların sürdürülebilirlik ürünlerine yönelik beklentileri yer almaktadır. Borsaların, sürdürülebilirlik bağlantılı ürünler ve/veya hizmetler için yatırımcı talebini değerlendirdikleri görülmektedir. Yanıt veren borsaların çoğunluğu, sürdürülebilirlik endekslerinin en sık belirtilenlerinden biri olduğuna işaret etmektedir. Bunun yanında, sürdürülebilirlik alanında listelenen şirketlerle bilgi paylaşımı ve eğitimi gibi konular da ilgi uyandırmaktadır (WFE, 2017: 6).

Ayrıca, ankete katılanların % 75'inden fazlası (34/45), borsadaki şirketlerin sürdürülebilirlik ile ilgili bilgileri açıklamaya teşvik edildiğini ve bu bilgilerini kamuoyuna açıkladıklarını izah etmektedir. Raporda yer alan ifadelerle göre, çoğu durumda, şirket bilgilerinin açıklanmasına yardımcı olan bazen tek başına bazense piyasa düzenleyici kurumlarla işbirliği yapan menkul kıymet borsaları olmaktadır (WFE, 2017: 9). Aslında bu sonuç, sürdürülebilirlik anlayışının finans piyasalarında gelişimi için menkul kıymet borsalarının ne derece önemli rol oynadıklarını da ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak, menkul kıymet borsalarının yatırımcılarının çıkarlarını düşünerek hareket etmesi ve onların taleplerini karşılama yönünde atımlar atması

gerektiği kaçınılmaz olmaktadır. Yukarıdaki sonuçlar, menkul kıymet borsalarının finansal piyasaların sürdürülebilirliğini teşvik etmek için aktif bir şekilde hareket ettiklerini açıkça göstermektedir. Sürdürülebilirlik ile ilgili faaliyetler yürütülürken borsaların temel işlevlerinden olan halka arzlar, şirketlere likidite yaratmak gibi önceliklerin ihmal edilmemesi gerekmektedir. Sürdürülebilirlik çabalarının sağlıklı bir şekilde devam edebilmesi için paydaşlarla olan etkileşime verilen önemin sürdürülmesi ve her şeyden öte üst yönetimler tarafından bu yaklaşımın alışkanlık haline getirilmesi mutlaka gerekmektedir.

2.4. Sürdürülebilir Yatırımlar

Küreselleşen dünyanın taşıdığı toplumsal sorunlar, doğal kaynakların tüketimindeki eşitsizlik, büyüyen ekonomiler, artan kaynak talebi, değişen yatırımcı beklentileri gibi birçok konu günümüzde birçok alanda olduğu gibi yatırımları da etkilemektedir. Yatırımların gerçekleştirilmesi önemli iken artık sürdürülebilir yatırımların gerçekleştirilmesi öncelikli bir hal almaktadır. Çünkü yatırımcılar sosyal sorumluluk, açıklık, hesap verebilirlik gibi konularda daha fazla beklentiler taşımaktadır. Bu durum da onları yatırım yapmayı düşündükleri şirketlerden geleceği düşünen daha sürdürülebilir yaklaşımlar talep etmeye yönlendirmektedir.

Bu amaçla sosyal sorumlu yatırımlar, yeşil ya da etik yatırımlar (Orsato vd., 2015a: 162) diye de adlandırılan sürdürülebilir yatırımlar (SRI), yatırım davranışlarında yalnızca finansal getiriye önemsememektedir. Bunun yanı sıra sosyal, çevresel ve etik değerleri de önemseyen yatırım süreçleri olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir ifadeyle, geleneksel yatırım türlerinden farklı olarak sürdürülebilir yatırımlar, finansal varlıkları ekolojik, sosyal, kurumsal yönetim veya etik kriterlere göre seçen ve buna yönelik olarak sürdürülebilir uygulamalara değer veren bir yatırım şekli olarak açıklanmaktadır (Renneboog, Horst, ve Zhang, 2008: 1723).

Musevi, Hristiyan ve İslami geleneklerde eski kökenlere sahip olsa da etik yatırımın ilk defa 18. yy'de Quakers ve Lutheran Kardeşler gibi alkol ve tütün piyasalarını yatırım faaliyetlerinin dışında tutmak isteyen dini gruplar tarafından vurgulandığı belirtilmektedir. 18. yy'de İngiltere'de Metodist Kilise'nin savunucusu John Wesley ile başlayıp 1920'lere kadar geçen süreçte ilgili kilisenin, alkol, tütün, silah ve kumar gibi işlerle uğraşan şirketleri günahkar ilan edip, bu

şirketlere yatırım yapmaktan kaçındığı belirtilmektedir. Etik yatırımlar ayrıca İslami geleneğin kökeninde de bulunmaktadır. Buna göre, İslami yatırımcılar, Kuran'ın öğretileri ve yorumlarına dayanarak, domuz eti üretimi, pornografi, kumar ve faiz esaslı finansal kuruluşlarla ilgili şirketlere yatırım yapmaktan kaçınılmaktadırlar (Renneboog vd., 2008: 1725).

Dini geleneklere dayanan eski etik yatırımların aksine modern sürdürülebilir yatırımlar, bireysel yatırımcıların kararlarına, değerlerine ve hatta ahlaki inançlarına bağlı olmaktadır.

Özellikle, 1960'lı yıllardan sonra savaş karşıtı gösteriler, ırkçılıkla mücadele eylemleri gibi bir dizi sosyal hareketler yatırımcıların gerçekleştirdikleri yatırımların toplumsal sonuçlarının farkında olmalarını sağlamıştır. İlk modern sürdürülebilir yatırım fonu olan Pax World Fund, 1971'de ABD'de kurulmuştur. Vietnam Savaşı'na karşı çıkan yatırımcılar için düzenlenen söz konusu fon, silah ve askeri malzeme üretici firmalara dönük yatırımlardan özellikle kaçınmıştır (Fowler ve Hope, 2007: 244).

1980'lerde Güney Afrika'daki ırkçı sistem birçok yatırımcı tarafından protesto edilmiştir. Dahası ABD ve Avrupa'daki sosyal sorumlu yatırımcılar, Güney Afrika'da iş yapan şirketler üzerinde operasyonlarını diğer ülkelere yönlendirmeleri doğrultusunda baskı uygulamış ve bunda da başarılı olmuştur (Sparkes, 2002: 53).

1990'ların başından itibaren, sosyal sorumlu yatırımlar başta Amerika ve Avrupa olmak üzere birçok yerde güçlü bir büyüme yaşamıştır. Çevre koruma, insan hakları ve etik değerler gibi konular sürdürülebilir yatırımların artmasına neden olmuştur. Bu artışta o dönemlerde yaşanan birtakım şirket skandalları, kurumsal yönetim gibi konular etkili olmuştur. Dolayısıyla, şeffaflık, yönetim ve sürdürülebilirlik gibi ölçütler yatırımların seyrini değiştirmiştir (Fowler ve Hope, 2007: 244).

Yatırım kararlarında finansal getiriyle birlikte çevresel ve sosyal konular ile etik kaygıların da gözetildiği sürdürülebilir yatırım stratejileri, içinde bulunduğumuz dönemde adından sıkça söz ettiren bir duruma gelmiştir. Dahası, Küresel Sürdürülebilir Yatırım Ortaklığı (GSIA) verilerine göre SRI artık profesyonel olarak yönetilen finansal varlıkların Avrupa'da % 59'u, ABD'de %

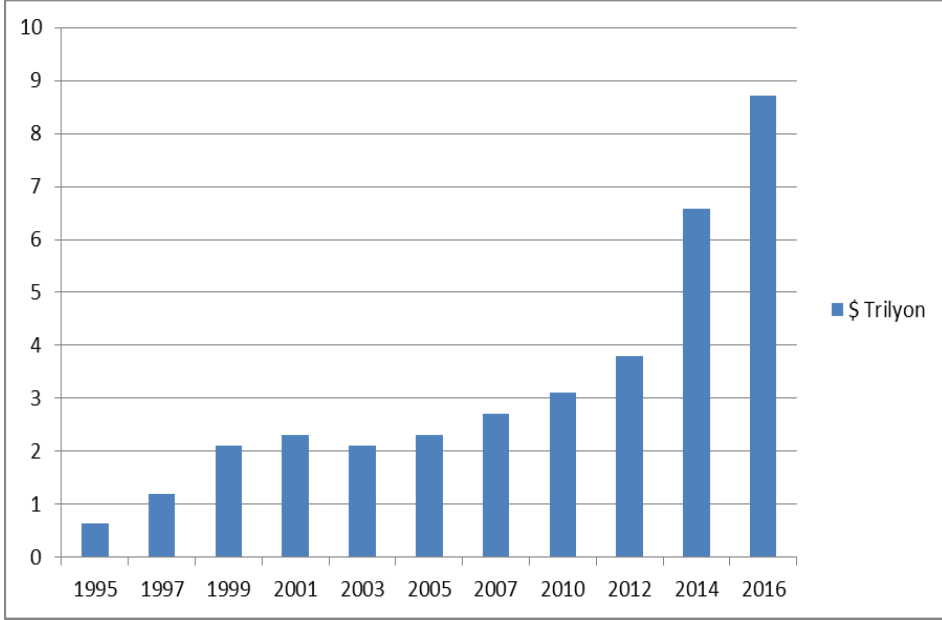
18'i, Kanada'da % 31'i ve Avustralya'da % 17'si gibi önemli bir bölümünü oluşturmaktadır (GSIA, 2014: 7). Dolayısıyla da yatırımcıların sosyal sorumluluk ve sürdürülebilirlik çerçevesindeki yatırımları gerçekleştiren ve yönetimlerinde oldukça şeffaf davranmaya gayret gösteren şirketlerin hisse senetleri için daha fazla ödeme yapmaya istekli oldukları söylenebilmektedir. Aslında bu sonuç, şirketlerin neden sürdürülebilirliğe önem vermeleri gerektiğine yönelik olarak dikkate alınması gereken bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır (Orsato vd., 2015a: 162).

Sosyal sorumluluk sahibi yatırımcılar yatırım kararı alırken, bu yatırımın olası çevresel, sosyal ve yönetim etkilerini dikkate almaktadırlar. Bu nedenle, sürdürülebilir kalkınma, çevre koruma, tüketici haklarının korunması, insan hakları veya biyoçeşitlilik gibi değerleri önemseyen şirketlere yatırım yapmayı tercih etmektedirler (Sun, Nagata, ve Onoda, 2011: 676).

2.4.1. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Piyasalarda Sürdürülebilir Yatırımlar

Sürdürülebilir yatırımlar ya da diğer bir adıyla sosyal sorumluluk sahibi yatırımlar, ABD ve Avrupa'da giderek gelişen bir pazar olarak son yıllarda yatırımcılar tarafından gittikçe daha fazla kabul görmektedir (Sun vd., 2011: 676).

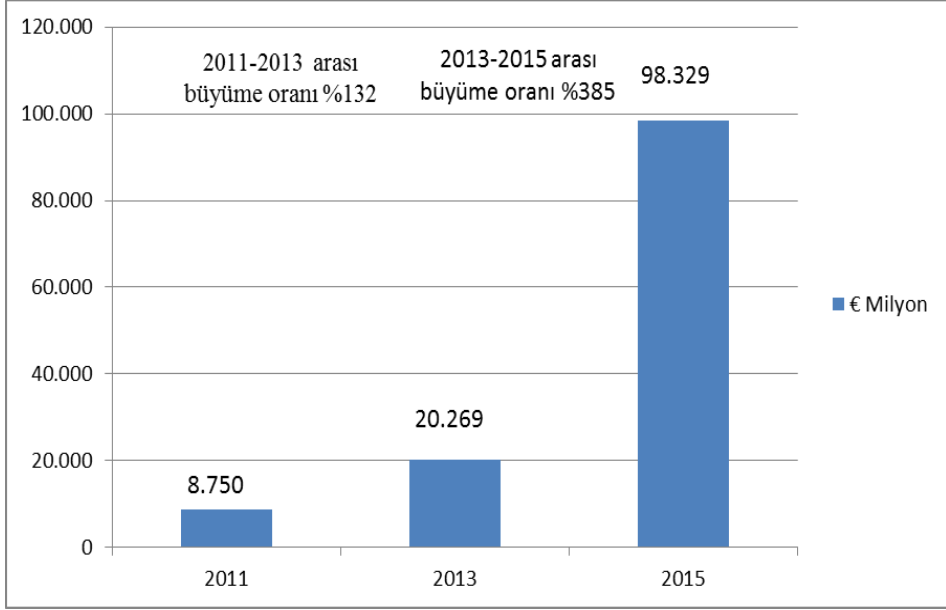
Sürdürülebilir ve Sorumlu Yatırım Forumu'nun (The Forum for Sustainable and Responsible Investment-US SIF) Amerika'da sürdürülebilir yatırım konusundaki gelişmelere ilişkin yayınladığı 2016 yılı raporuna ilişkin sonuçlar şekil yardımıyla aşağıda gösterilmektedir.



Kaynak: US SIF, 2016b: 12

Şekil 2.11. Sürdürülebilir Yatırımların ABD'deki Seyri (1995-2016)

Şekil 2.11.'den, Amerika'da sürdürülebilir yatırımların 1995-2016 yılları arasında ciddi bir artış trendinde olduğu anlaşılmaktadır. Buna göre sürdürülebilir yatırım stratejileri ile yönetilen varlıklar 1995'te 639 milyar dolardan 2016 yılına gelindiğinde yaklaşık olarak 8,72 trilyon dolara yükselmiştir. Son iki yıllık dönemde sürdürülebilir yatırımlardaki büyüme oranı % 33 olarak gerçekleşmiştir. Yine aynı rapora göre, 2016 yılı itibariyle Amerika'da profesyonel olarak yönetilen varlıklara yapılan yatırımların her 5 dolarından 1 doları sürdürülebilir yatırımlara yönlendirilmektedir. Diğer bir ifadeyle, 40,30 trilyon dolar olan yönetilen toplam varlıklar içinde sürdürülebilir yatırımların payı 8,72 trilyon dolardır.



Kaynak: EUROSIF, 2014: 24; EUROSIF, 2016: 38

Şekil 2.12. Sürdürülebilir Yatırımların Avrupa'daki Seyri (2011-2015)

Amerika piyasalarında durum yukarıda aktarıldığı gibi iken, Avrupa piyasalarında da sürdürülebilir yatırımların benzer bir şekilde yatırımcılar tarafından kabul gördüğünü söylemek mümkün olmaktadır. Şekil 2.12.'de gösterildiği gibi, 2014 ve 2016 yıllarında Avrupa Sürdürülebilir Yatırım Forumu'nun (EUROSIF) yayınladığı araştırma sonuçlarına göre Avrupa'da sürdürülebilir yatırım pazarı 2011 ile 2015 yılları arasında 8,75 trilyon Euro'dan 98 trilyon Euro'ya yükselmiştir. 2011-2013 arasında % 132'lik, 2013-2015 arasında ise % 385'lik bir artış söz konusu olmuştur.

Gelişmekte olan ülke piyasalarında ise, sorumlu yatırımların yönetilen toplam varlıklar içindeki payı Avrupa borsaları ve Amerikan borsalarına göre oldukça düşük seyretmektedir. Bağımsız araştırma şirketi EIRIS tarafından 2012 yılında hazırlanan küresel araştırmaya göre, yükselen piyasalarda sorumlu yatırım harcamaları 2009'dan bu yana yaklaşık olarak % 30 artmış bulunmaktadır. Raporda, yönetilen sorumlu yatırımların 2012 yılı itibariyle yaklaşık olarak 161 milyar dolar olduğu bildirilmektedir. Ayrıca ilgili raporda, 2009 yılında gelişmekte olan ülkelere tahmini olarak 125 milyar dolar tahsis edildiği bildirilmektedir (EIRIS, 2012).

Aynı rapora göre, sürdürülebilir yatırımlar alanında en çok ilerleme kaydeden ülkeler sıralamasında sırasıyla Çin, Brezilya ve Tayvan yer almaktadır. Her ne kadar Amerika ve Avrupa'daki gelişmeler kadar olmasa da gelişmekte olan ülke piyasalarında da sürdürülebilir yatırımlara doğru artan bir trend izlenmektedir (EIRIS, 2012). Diğer bir ifadeyle, gelişmekte olan piyasaların küresel ekonomiye entegrasyon süreci ile birlikte sürdürülebilirlik uygulamalarının gelişmekte olan pazarlardaki giderek artan önemi yatırımcıların bu piyasalarda sorumlu şirketlere yönelmelerine neden olmaktadır.

GSIA'nın 2014 tarihli araştırmasında Asya ve Avustralya / Yeni Zelanda piyasalarında sürdürülebilir yatırımların 2012 ile 2014 yılları arasında 174 milyar dolardan 233 milyar dolara yükseldiği anlaşılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, ilgili dönemlerdeki artış oranının yaklaşık olarak % 34 şeklinde gerçekleştiği anlaşılmaktadır (GSIA, 2014: 8).

Yukarıdaki gelişmeler incelendiğinde, Amerika ve Avrupa dışındaki piyasalarda da sürdürülebilir yatırımların, borsa yatırımcıları açısından ilgi uyandırdığı söylenebilmektedir.

İster gelişmiş isterse de az gelişmiş piyasalar olsun, küresel yatırımcılar artık sürdürülebilir ve uzun vadede kazanç sağlayacakları yatırımları tercih etme anlayışına yönelmektedir. Dolayısıyla, kote şirketlerin hisse senedi değerlerini diğer bir ifade ile piyasa değerlerini artırabilmesi için sürdürülebilir ya da sosyal sorumlu anlayışa dayalı yatırımları benimsemeleri önem taşımaktadır.

Borsa paydaşlarını sürdürülebilir yatırım kararları açısından etkileyen ve yatırım kararlarına bir çerçeve oluşturan küresel ölçekte birtakım kriterler oluşturulmuştur. Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım Prensipleri (UNPRI), yatırımcılara bu açıdan yardımcı olabilecek bir dizi ilkeler sunmaktadır.

2.4.2. Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım Prensipleri (UNPRI)

UNPRI, BM bünyesinde 2005 yılında oluşturulan ve sürdürülebilir yatırımlar için yatırımcıların ihtiyaç duyduğu kapsamı sunan öncül sorumlu yatırım ilkelerini betimlemektedir. Sürdürülebilir yatırımlara yönelik olarak ortak bir ağ kurulmasına ve dünyadaki birçok sosyal sorumlu yatırımcının uzun vadeli çıkarlarının gözetilmesine çalışan gönüllü bir girişim olarak da nitelendirilmektedir. Söz konusu ilkeler aşağıda verilmektedir (UNPRI, 2005):

1) Sürdürülebilirlik kapsamındaki konuların yatırım analizlerinde ve karar verme süreçlerinde dikkate alınması,

2) Katılımcıların sürdürülebilirliğe sahip çıkıp, onu kendi politika ve uygulamalarına dahil etmesi,

3) Yatırım yapılan şirketlerden sürdürülebilirlik konuları ile ilgili olarak kamuya yaptıkları açıklamalarda şeffaflık talep edilmesi,

4) İlgili prensiplerin uygulanmasının teşvik edilmesi,

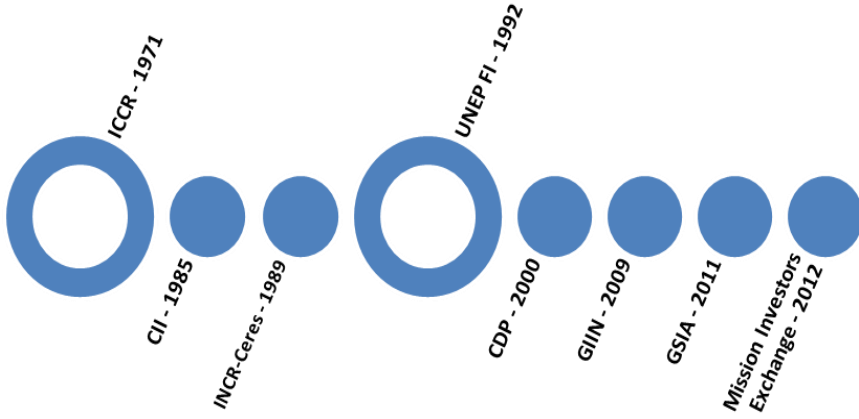
5) Prensipleri uygulanması hususunda diğer katılımcılarla işbirliği yapılması,

6) Katılımcıların faaliyetlerini raporlaması,

Görüldüğü üzere UNPRI, sürdürülebilir faaliyetlerin yatırım kararı alma sürecine entegre edilmesini ve böylece uzun vadede yatırımcılara daha iyi getiriler sağlanmasına yardımcı olmayı hedeflemektedir (UNPRI, 2005).

2.4.3. Sürdürülebilir Yatırım Konusunda Diğer Küresel Düzenlemeler

Sürdürülebilir yatırımlar, yukarıda da belirtildiği üzere günümüzde giderek tercih edilen bir anlayış olmaktadır. Küresel düzeyde sosyal sorumlu yatırımları destekleyen ve özendiren çeşitli örgütlenmeler bulunmaktadır. Bu amaçla menkul kıymet borsaları da profesyonel yatırımcı inisiyatifleri ve kuruluşlarının yaratılmasına ve desteklenmesine katkıda bulunmaktadır. Çalışmamızın bu bölümünde dünya genelinde sürdürülebilir yatırımlar ile ilgili oluşturulmuş çeşitli kuruluşlar ve inisiyatifler kronolojik bir sırayla incelenmektedir. Şekil 2.13.'de bu oluşumlar yer almaktadır.



Kaynak: US SIF, 2016a: 57

Şekil 2.13. Sürdürülebilir Yatırım Konusunda Düzenlemeler

2.4.3.1. Kurumsal Sosyal Sorumluluk Yardımlaşma Konseyi (ICCR)

Köklerini yıllar önce ırkçılığa karşı direnen dini yatırımcılardan alan ICCR, sosyal ve çevresel odaklı yatırımların kurumsal sürdürülebilirlikle entegrasyonu için uğraş veren bir kurul olarak faaliyet göstermektedir. ICCR, sürdürülebilirliği, toplumsal değişim için gerekli gören inanç ve değer odaklı bir topluluk olarak tanınmaktadır. Kuruluş, inanç temelli kurumlar, sosyal sorumluluk sahibi varlık yönetimi şirketleri, çeşitli sendikalar, bazı emeklilik fonları, üniversiteler ve kolejlerden oluşan 200 milyar \$'ın üzerinde bir yatırım sermayesini temsil eden yaklaşık 300 kuruluştan oluşmaktadır (ICCR, 2014).

2.4.3.2. Kurumsal Yatırımcı Konseyi (Council of Institutional Investors)

1985'de kurulan Kurumsal Yatırımcı Konseyi (CII), 3 trilyon doları aşan değerinde emeklilik fonları, çalışan yardım fonları, bağışlar gibi varlıklara sahip kar amacı gütmeyen bir dernek olarak görev almaktadır. Kurulduğundan bu yana giderek güçlenen CII, sürdürülebilir yatırımlar açısından paydaş haklarını gözeten inisiyatiflerden biri olarak sesini duyurmaktadır (CII, 2017). Bu doğrultuda çalışan

CII, sorumlu yatırımcıları korumak ve sürdürülebilir piyasaları güçlendirmek için etkili kuralları desteklemektedir.

2.4.3.3. İklim Riski Üzerine Yatırımcı Ağı (INCR)

INCR, yatırımcılar, çevre örgütleri ve bazı kamu örgütlerinin koalisyonunda 2003'de kurulan ve kar amacı gütmeyen bir oluşum olarak bilinmektedir. INCR, küresel iklim değişikliği, karbon tüketimi, temiz enerji politikaları ve su kıtlığı gibi sürdürülebilirlik sorunlarına yönelik olarak şirketlerle birlikte ortak çalışmalar yapmaktadır. 600 milyar dolar civarında varlık yöneten 10 büyük kurumsal yatırımcıdan bugün toplam 15 trilyon dolarlık varlıkları yöneten 120'den fazla üyeye ulaşmıştır. İklim ve sürdürülebilirlik konusundaki çalışmalarıyla bilinen girişim 2013 yılında, iklim değişikliği ve diğer kritik sürdürülebilirlik konularında “21. Yüzyıl Yatırımcısı: Sürdürülebilir Yatırım için Ceres Taslak Planı”nı piyasaya sürmüştür. 2016 yılında da, iklim değişikliği riskine dikkat çekmek için çeşitli yatırımcı grupları ve finansal kuruluş temsilcileriyle bir araya gelmiş, Paris Anlaşması'nın etkilerini geniş kapsamlı bir şekilde tartışmaya açmıştır (Ceres, 2017). Anlaşıldığı gibi, küresel sürdürülebilirliğe ilişkin riskleri ve bunların yatırım ve finansman kararları üzerindeki etkilerini çeşitli yatırımcı gruplara anlatmaya çalışan girişim bu konuda hala daha önemli çabalar sarf etmektedir.

2.4.3.4. BM Çevre Programı Finans Girişimi (UNEP FI)

Birleşmiş Milletler Çevre Programı Finans Girişimi (UNEP FI), 1992 yılında sürdürülebilir finansmanı teşvik etmek amacıyla kurulmuştur. Bu amaçla, UNEP ile ortak olarak çalışan girişim, bünyesinde çok sayıda küresel finans kurumunu barındırmaktadır (UNEP FI, 2017).

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki kamu ve özel finans kurumları arasında dengelenen bir üyelik yapısını haiz olan girişim, finansın çevre ve toplum üzerindeki potansiyel olumsuz etkilerini öngörme ve önleme yaklaşımlarını desteklemektedir (UNEP FI, 2017).

2.4.3.5. Karbon Saydamlık Projesi (Carbon Disclosure Project)

Karbon Saydamlık Projesi (CDP), iklim değişikliğine karşı bazı önlemler geliştirerek iklim değişikliğinin etkilerini azaltmak amacıyla oluşturulan bir

girişim olarak açıklanmaktadır. Projeye taraf olan şirketlerin, yatırımcıların ve hatta devlet yöneticilerinin ve yerel yönetimlerin küresel ölçekte iklim değişikliği tehdidine karşı alınabilecek önlemlere yönelik olarak bilgilendirilmesi ve bu bilgilerin katılımcılarla paylaşılması amacı gütmektedir. Diğer bir ifadeyle CDP, şirketlerin, şehirlerin ve bölgelerin çevresel etkilerini yönetebilecekleri ve yatırımcıların veya alıcıların finansal kararlarında kullanılmak üzere çevresel bilgiye erişebilecekleri küresel bir bildirim sistemi olarak da betimlenmektedir (US SIF, 2016a: 53).

CDP aracılığıyla borsada işlem gören şirketler sera gazı salınımları ve iklim değişikliğine yönelik olarak geliştirdikleri stratejilerini kamuoyuna ve yatırımcılara açıklamaktadırlar. Bu sayede karbon emisyonunu azaltma hedefine yönelik performans iyileştirmesi yapabilmektedirler. Buna ek olarak, CDP'nin yapmış olduğu 2016 yılı araştırma sonuçlarına göre, yatırımcılar dünya genelindeki borsa şirketlerinden emisyon hacminde daralma, emisyon hedeflerinin kamuya açıklanması ve emisyon azaltma projelerine yatırım yapılması gibi iklim değişikliğine yönelik birtakım beklentiler içine girmektedir. Aynı raporda, yatırım için beklentiye giren yatırımcıların 25 trilyon dolar değerinde varlığı yöneten yatırımcılar oldukları düşünüldüğünde konunun önemi finansal açıdan da ortaya çıkmaktadır. Yine aynı araştırmada katılımcı 1305 şirketin % 63'nün bu konularda duyarlı davrandıkları anlaşılmaktadır. Dahası bu tür projelere yapılacak her 5 dolarlık yatırım CO2 tüketiminde 1 tonluk bir tasarrufa neden olmaktadır. 2015 yılında bu açıdan CO2 tüketiminin 522 milyon ton daha az gerçekleştiği belirtilmektedir. Ayrıca bu tür projelerin söz konusu dönemde ilgili şirketlere 110 milyar dolarlık bir tasarruf yarattığı da raporda belirtilmektedir (CDP, 2016).

2.4.3.6. Küresel Etki Yatırımı Ağı (Global Impact Investment Network)

Küresel Etki Yatırımı Ağı (GIIN), 2009 yılında başlatılan, etki yatırımının ölçeğini ve etkinliğini arttırmaya yönelik kar amacı gütmeyen bir kuruluş olarak işlem yapmaktadır. Bu amaçla, finansal kaynakların sadece kar amaçlı olarak değil, aynı zamanda çevresel ve sosyal değer yaratma amacıyla da kullanıldığı yatırımlar konusunda bir farkındalık yaratmaya çalışmaktadır (GIIN, 2017).

2.4.3.7. Küresel Sürdürülebilir Yatırım Ortaklığı (GSIA)

Küresel Sürdürülebilir Yatırım Ortaklığı (Global Sustainable Investment Alliance), dünya genelinde sürdürülebilir yatırımlar yapmayı teşvik etmek için çeşitli sürdürülebilir yatırım kuruluşlarının bir arada olduğu bir işbirliği şeklinde faaliyet göstermektedir. Amacı, ulusal ve bölgesel sürdürülebilir yatırım forumları düzenleyerek sürdürülebilir yatırım kuruluşlarının küresel düzeyde etkisini ve görünürlüğüne derinleştirmek olarak belirtilmektedir. GSIA üyeleri şunlardır (GSIA, 2017);

- US SIF,
- EUROSIF,
- UKSIF (United Kingdom Sustainable Investment Forum),
- RIAA (Responsible Investment Association of Australasia),
- VBDO (The Netherlands),

2.4.3.8. Yatırımcılar Kurulu Merkezi

Söz konusu oluşum, iki yüzden fazla vakfın bir araya geldiği ulusal bir ağ şeklinde örgütlenmektedir. Yatırımcılar Kurulu Merkezi (Mission Investors Exchange), iklim değişikliği, sağlık, eğitim gibi sosyal ve çevresel sorunlarla mücadele etmek için girişimcilerin fikirlerini, araçlarını ve deneyimlerini paylaştığı bir ağ olarak hizmet vermektedir (Mission Investors Exchange, 2016).

Bu bölümde tartışılmayan ancak konuyla ilgisi bulunan Küresel Raporlama Girişimi (Global Reporting Initiative-GRI) ve Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (International Integrated Reporting Council-IIRC) düzenlemelerine ilişkin bilgiler anlam bütünlüğü açısından tezin 2.6. *Finansal Raporlardan Sürdürülebilirlik Raporlarına* isimli sonraki kısımlarında yer almaktadır.

2.5. Sürdürülebilirlik Endeksleri

Buraya kadar anlatılanlardan sürdürülebilir finans ve sürdürülebilir yatırım anlayışının başta batı ülkelerinde çok sayıda yatırımcılar, şirketler, borsalar

tarafından benimsendiği kabul edilse de artık bu konuda dünya çapında önemli derecede adımlar atıldığı anlaşılmaktadır.

Dolayısıyla, bu konulara karşı ciddi yaklaşımlar sergileyen yani sürdürülebilirlik üzerine odaklanan şirketler ile ilgilenen yatırımcılara farklı seçenekler sunmak amacıyla menkul kıymet borsalarında artık sürdürülebilirlik endeksleri oluşturulmaktadır. İlgili endeksler genel olarak, sermaye piyasalarının performansını daha etkin kılmak, piyasaları derinleştirmek ve genel ekonomik trendlerin ölçümü de dahil olmak üzere belirli bir dönemde, belirli piyasalardaki hisse senedi fiyatlarının davranışlarını temsil eden bir gösterge olarak kullanılmaktadır (Santis vd., 2016: 736).

Borsaların sürdürülebilir yatırımları desteklemek ve bu alanda yatırımcıyı sürdürülebilirlik konusuna özen göstererek faaliyette bulunan şirketlerle buluşturmak amacıyla yatırımcılarına sunduğu etkili ürün ve hizmetlerinden birisi olarak sürdürülebilirlik endeksleri karşımıza çıkmaktadır.

Bu bağlamda, sürdürülebilirlik endeksi, işletmelerin çevresel, sosyal, ekonomik performanslarını sistematik, şeffaf ve eksiksiz bir şekilde değerlendirmeye yarayan ölçü olarak tanımlanmaktadır (Searchy ve Elkhawas, 2012: 81).

Sürdürülebilirlik endeksleri kapsamındaki şirketleri değerlendirmek için genel anlamda çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim gibi kriterler kullanılmaktadır. Ancak bazı endekslerde yalnızca bir veya iki kriter kullanılabilir. Hatta, iklim değişikliği gibi bazı spesifik sürdürülebilirlik konuları, küresel sürdürülebilirlik ile yakın ilişkide olduğu için çevresel faktörler arasından sıyrılıp, farklı bir kriter gibi kabul edilebilmektedir (Cunha ve Samanez, 2013: 22).

Söz konusu kriterler, endekslerin temel aldığı sürdürülebilirlik konularını daha detaylı bir şekilde açıklayan birtakım alt değerlendirme ölçütlerine ayrılmaktadır. Örneğin, çevresel kriter bağlamında, potansiyel değerlendirme ölçütleri, katı atık yönetimi, su kaynaklarının yönetimi ve enerji verimliliği gibi konuları içermektedir (Cunha ve Samanez, 2013: 22). Hatta enerji, sera gazı emisyonları, yaralanmalardan dolayı uğranan kayıp zaman, bordro ücretleri ve çalışan devir hızı da bu ölçütler arasında sayılmaktadır (WFE SWG, 2015: 5).

Sonuçta, bu ölçütler endekslerin dayandığı sosyal sorumluluk konularını tanımlamaktadır. Bu değerlendirme kriterleri de bir şirketin performansını nicel hale getiren ve endekste yer alıp almayacağını belirten göstergelere bölünmektedir (Santis vd., 2016: 736).

WFE'ye (2010: 22) göre sürdürülebilirlik endekslerine ait iki temel kategori bulunmaktadır. Buna göre, kategorilerden ilki olan geniş tabanlı endeksler, herhangi bir sektörel kısıtlamaya gitmeksizin sürdürülebilirlik performansı açısından en iyi şirketlerin hisse senetlerini seçmektedir. İkincisi ise sektörlerle özgü olarak belirtilmektedir. Bu endeksler de en iyi sürdürülebilirlik performansına sahip şirketlerin hisse senetlerini seçmekte ve bunun yanında temiz teknolojiler, temiz enerji ve çevresel sorunlar gibi sürdürülebilirliğe özgü sorunlara çözümler sunmaktadır.

Domini 400 Sosyal Endeksi, dünyada ilk sürdürülebilirlik endeksi olarak bilinmektedir. 1990 yılında Amerika'da oluşturulan endeks, kurumsal yatırımcılara yönelik hizmet sunan KLD Research ve Analytics adlı bir şirket tarafından hesaplanmıştır. Sosyal, çevresel ve etik performanslarına göre seçilen 400 büyük şirketi kapsamaktadır (Sun vd., 2011: 677).

Her ne kadar Domini 400 Sosyal Endeksi, sürdürülebilirlik alanında ilk endeks olarak bilinse de finansal piyasalarda sürdürülebilirlik endekslerine karşı ilgi duyulmasına neden olan asıl gelişme DJSI'nin oluşturulması şeklinde karşımıza çıkmaktadır (Orsato vd., 2015a: 163). 1999'da başlatılan ilk sürdürülebilirlik endeksi DJSI, büyük ve önemli şirketlerin ekonomik, çevresel ve sosyal kriterlere ilişkin performansını izlemek için New York Borsası'nın girişimiyle oluşturulmuştur. Endeks, birtakım küresel, bölgesel ve ülke kriterlerini içerdiği için tek başına bir endeks görünümünden ziyade bir endeks ailesini andırmaktadır. Endeks ailesi aşağıdaki gibidir (DJSI, 2017):

- DJSI World
- DJSI North America
- DJSI Europe
- DJSI Asia Pacific
- DJSI Emerging Markets

- DJSI Korea
- DJSI Australia
- DJSI Chile

DJSI kuruluşundan iki yıl sonra, 2001 yılında Londra Menkul Kıymetler Borsası, müşterilerine finansal hizmetler ve çeşitli endeksler sunan bir kuruluş olan FTSE Russell ile ortaklık kurarak FTSE4Good sürdürülebilirlik endeksini yaratmıştır. Söz konusu endeks, çevresel, sosyal ve yönetim uygulamaları gösteren şirketlerin performansını ölçmek için tasarlanmıştır (FTSE4Good Index Series, 2017).

Konuya işletme perspektifinden bakıldığında, Ortas ve Moneva (2011: 410), herhangi bir borsa endeksinde yer alan ve kurumsal sürdürülebilirlik peşinde koşan bir şirketin, refah ve sürdürülebilir kalkınmaya önem veren yatırımcılardan alternatif fonlar elde edebileceğini onaylamıştır. Bu bağlamda, şirketler, stratejik yönetiminde sosyal olarak sorumlu uygulamaları benimsemeye ve bunlara uymaya motive edilmektedir. Dolayısıyla, DSJI ve FTSE4Good sürdürülebilirlik endekslerinin kurulmasından sonra bu endekslerin şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarına etkisini incelemeye yönelik çalışmaların arttığı da görülmektedir (Fowler ve Hope, 2007: 245).

Gelişmekte olan piyasalar açısından değerlendirildiğinde ise, 2004 yılında Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası (JSE-Güney Afrika) geliştirmekte olan ülkeler içerisinde sürdürülebilirlik endeksini ilk başlatan borsa olarak bilinmektedir (Cunha ve Samanez, 2013: 22). JSE, kote şirketlerin sosyal sorumluluk, kurumsal yönetim, çevre sorunları ve iklim değişikliği gibi sürdürülebilirlik konuları ile ilgili yönlerini değerlendirmektedir (JSE, 2013).

Güney Afrika'dan sonra Brezilya geliştirmekte olan piyasalar arasında sürdürülebilirlik endeksi oluşturan ikinci ülke olmuştur. Menkul kıymetler ve türev piyasalarını yöneten, aynı zamanda takas hizmetleri veren borsalardan biri olan BM ve FBOVESPA tarafından 2005 yılında Brezilya'da Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi (ISE) oluşturulmuştur (BM ve FBOVESPA, 2016). Ayrıca endeks Latin Amerika'da oluşturulan ilk endeks olma özelliğini taşımaktadır (Orsato vd., 2015a: 163).

ISE, Dünya Bankası Uluslararası Finans Kurumu'ndan (IFC) finansal ve teknik destek alınarak başlatılmıştır. Ana hedefi, sürdürülebilirlik ilkeleri temel alınarak seçilen şirketlerin varlıklarından oluşan bir portföyün getirisini yansıtan, geniş tabanlı bir endeks oluşturmaktır. Endeks kapsamına alınan şirketler belli bir likiditeye sahip olan şirketler olmaktadır. Endeks, borsada işlem gören en likit 200 şirket arasından son 12 ayın en az yarısında işlem görmüş olan ve kriterleri sağlayan en fazla 40 şirketin hisselerinden oluşmaktadır (Cunha ve Samanez, 2013: 23).

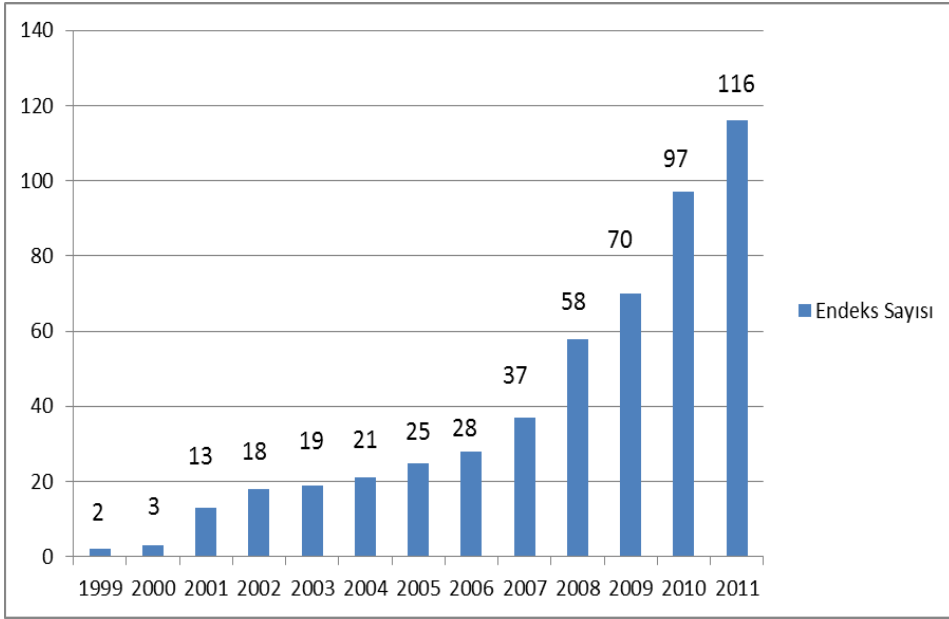
Yukarıda bahsedilen ilk iki borsa endeksleri, sürdürülebilirlik endeksleri yaratmada öncü olmuştur. Sonraki iki borsa endeksleri ise gelişmekte olan ülkelerde sürdürülebilirlik endeksleri yaratmada öncü olmuştur (Santis vd., 2016: 737).

Sürdürülebilirlik endekslerinin geçmişi sürdürülebilir yatırımlarınki kadar eskiye dayanmamaktadır (Fowler ve Hope, 2007: 243). Ancak son yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda sürdürülebilirlik endeksleri birçok menkul kıymet borsası tarafından yatırımcıların hizmetine sunulmaktadır. Diğer bir ifadeyle, dünya borsaları listedeki şirketlerin sürdürülebilirlik faaliyetlerini kamuya duyurması amacıyla birtakım çabalar içerisine girmektedir. Söz konusu çabaların içinde borsaların etkili ürün ve hizmetlerinden birisi de sürdürülebilirlik endeksleri olarak karşımıza çıkmaktadır. Borsalar bu sayede bir yandan sorumlu yatırımları teşvik ederken diğer yandan bu tür yatırımlar yapan şirketleri ve yatırımcıları bir araya getirmektedirler.

2.5.1. Dünya Geneline Sürdürülebilirlik Endeksleri

Sürdürülebilirlik endeksleri, yatırımcılara yatırım yapmayı planladıkları şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarını değerlendirmelerinde yardımcı olan finansal piyasa endeksleridir. Bugün dünyanın birçok bölgesinde, bazı menkul kıymet borsaları ve büyük finansal araştırma kurumları tarafından çeşitli sürdürülebilirlik endeksi serisi yayınlanmaktadır. Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi Serisi, FTSE4Good Dizin Serisi, OMX GES Sürdürülebilirlik ve Etik Dizin Serisi, KLD Sürdürülebilirlik Endeksi Serisi, FTSE KLD Küresel Sürdürülebilirlik Endeksi, STOXX Sürdürülebilirlik Endeksleri ve Küresel ESG Liderleri Endeksleri, MSCI SRI Dizin Serileri gibi endeks serileri bu endeks serilerine örnek gösterilmektedir (Sun vd., 2011: 677).

Şekil 2.14., SRI endeksinin dünyadaki gelişim durumunu göstermektedir.



Kaynak: Sun vd., 2011: 679

Şekil 2.14. Dünyadaki Sürdürülebilir Endeks Sayısındaki Seyir

Şekil 2.14.'den, kuruluşlarından bu yana sürdürülebilirlik endekslerinin giderek artan bir seyir izlediği görülmektedir. Dolayısıyla, menkul kıymet borsalarında verilen bu endeks hizmetinin yatırımcıların ilgisini çekerek amacına ulaşma yolunda ciddi mesafeler aldığı gözlemlenmektedir. Ayrıca, bu gelişim hızının bu şekilde devam etmesi sürdürülebilir yatırımların önünü daha da açacak olması bakımından önemli görülmektedir.

Dünya genelinde çeşitli borsalar bünyesinde geliştirilen sürdürülebilirlik endekslerinin listesi yayımlandıkları tarihler itibariyle Çizelge 2.6.'da özetlenmektedir (Sun vd., 2011: 678; WFE SWG, 2015: 18; Orsato vd., 2015a: 163; Sürdürülebilir Borsalar Girişimi, 2016: 11-16).

Çizelge 2.6. Dünya Borsaları Genelindeki Sürdürülebilir Endeksleri

Endeksler	Yayın Tarihleri	Ülke
Domini 400 Social Index	1990	ABD
Dow Jones Sustainability Indexes	1999	Global
FTSE4 Good Index Series	2001	Global
Ethibel Sustainability Index (ESI) Series	2002	Global
Advanced Sustainability Performance Eurozone Index	2002	Avrupa
Morningstar Socially Responsible Investment Index	2003	Japonya
Calvert Social Index	2004	ABD
Johannesburg Stock Exchange in Africa(JSE)	2004	Güney Afrika
Bovespa Corporate Sustainability Index (ISE)	2005	Brezilya
VBV-Österreichischer Nachhaltigkeits Index (VÖNIX)	2005	Avusturya
MaalaSRI (Socially Responsible Investing) Index	2006	İsrail
Global Challenges Index	2007	Almanya
KLD Sustainability Index Series (GSI)	2007	Global
Taida Environmental Index	2007	Çin
SveP ESG India Index	2007	Hindistan
DAXglobal® Sarasin Sustainability Germany Index	2007	Almanya
DAXglobal® Sarasin Sustainability Switzerland Index	2007	İsviçre
OMX GES Ethical Index Series	2008	Avrupa
FTSE KLD Sustainability Index Indices	2008	Global
NYSE Bloomberg Clean Energy Indices, Other Indices	2008	ABD
RESPECT Index	2009	Polonya
Shanghai Stock Exchange (SSE) Social Responsibility Index	2009	Çin
CEE Responsible Investment Universe (CEERIUS EUR)	2009	Avrupa
SRI-KEHATI Index	2009	Endonezya
Korean SRI Index	2009	Kore
Responsible Investment Universe Index	2009	Avusturya
The HangSeng Corporate Sustainability Index	2010	Hong Kong
The Hang Seng (China A) Corporate Sustainability	2010	Çin
The Hang Seng (Mainland and HK) Corporate Sustainability Index	2010	Çin
SveP/EGX ESG	2010	Mısır
Taiwan RAFI® EMP 99 Index	2010	Tayvan
OMX GES Sustainability Index Series	2010	Avrupa
MSCI ESG Best-of-Class Indices	2010	Global
MSCI Values-based Indices	2010	Global
MSCI KLD 400 Social Index	2010	Global
STOXX Global ESG Leaders Indices	2011	Global
STOXX Sustainability Indices	2011	Avrupa
STOXX Global ESG Leaders Indices	2011	Global
IPC Sustentable	2011	Meksika

Çizelge 2.6. Dünya Borsaları Genelindeki Sürdürülebilir Endeksleri (devamı)

Endeksler	Yayın Tarihleri	Ülke
MSCI Global ex Controversial Weapons Indices	2011	Global
MSCI Global Socially Responsible Indices	2011	Global
SveP/TOPIX 150 Carbon Efficient Index	2011	Japonya
SSE Environmental Protection Industry Index	2012	Çin
Lux RI Fund Index	2013	Lüksemburg
QE Al Rayan Islamic Index	2013	Katar
Taiwan HC 100 Index	2014	Tayvan
BIST Sustainability Index	2014	Türkiye
SXI Sustainability 25 Index	2014	İsviçre

Bu çizelge alt endeksleri içermemektedir.

Sürdürülebilirlik endekslerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde giderek daha fazla ilgi gördüğünü yıllar itibariyle söylemek mümkün olmaktadır.

2.5.2. Sürdürülebilirlik Endeksi Derecelendirmelerinde Zorluklar

Sürdürülebilirlik endekslerine yönelik artan ilgi aynı zamanda söz konusu endekslerin güçlü ve zayıf yönlerinin de tartışma konusu yapılmasına neden olmaktadır.

Bu konuda yapılan çalışmalardan birinde, Chatterji ve Levine (2006), ağırlıklandırma sistemleri, performans ölçümü, veri toplama yöntemi, şeffaflık gibi konular üzerinden DJSI, KLD 400 ve FTSE4Good endekslerini karşılaştırmışlardır. Çalışmalarında, ölçüm sistemleri ile şirket seçimi ve sıralaması arasında önemli derecede farklılıklara rastlamışlardır.

Delmas ve Blass (2010), bu noktada endekslere giren işletmelerin sürdürülebilirlik performanslarının birbirleri ile karşılaştırılmasında problemler ortaya çıktığını ve yapılan değerlendirmelerin çoğu zaman iyi anlaşılmadığına dikkat çekmişlerdir.

Sürdürülebilirlik derecelerine benzer eleştiriler literatürde yaygın olarak bulunmaktadır (Searchy ve Elkhawas, 2012: 81). Hansen (2010: 86-87) ve özellikle Windolph (2011) kurumsal sürdürülebilirlik derecelerinin karşılaştırılmasında ortaya çıkan zorlukları geniş kapsamlı bir şekilde incelemiştir. Bu durum aynı zamanda, endekslerin karşılaştırılmasında da ortaya birtakım

problemler çıkarmaktadır. Bu zorluklar aşağıdaki çizelge yardımıyla belirtilmiştir (Windolph, 2011: 42).

Çizelge 2.7. Derecelendirmede Yaşanan Zorluklar

Derecelendirme Zorlukları	Açıklama
Standardizasyon eksikliği	Beklentilerdeki çeşitlilik, yaklaşımların değerlendirilmesi ve karşılaştırmada yaşanan güçlükler
Şeffaflık eksikliği	Metodoloji, ölçütler, eşik değerler vb. tamamen ifşa edilmemesi, kamuoyuna yetersiz bilgi paylaşımı
Tarafılık	Ekonomik, çevresel veya sosyal boyutlara aynı derecede önem göstermemek, yalnızca büyük yatırımcıların ya da şirketlerin ihtiyaçlarına odaklanmak
Güvenilir veri eksikliği	Derecelendirme sonuçlarının şirketler tarafından etkilenebilmesi
Bağımsızlık sorunu	Derecelendirme kuruluşları ve şirketler arasındaki yakın ilişki

Windolph'e (2011) göre bu zorluklar, kurumsal sürdürülebilirliğin karmaşık bir yapıya sahip olması, veri elde etmede yaşanan güçlükler, veri eksikliği ve diğer nedenler gibi bir takım nedenlerden kaynaklanmaktadır.

Kurumsal sürdürülebilirlik ile ilgili endeksler gelişim gösterse de ilgili endekslerde işlem gören şirketlerin derecelendirilmesi hususunda aynı standartlaştırma sağlanamamaktadır. Buna sebep olarak, derecelendirmeyi yapanların ve paydaşların sürdürülebilirliğe yönelik beklentilerinde değişiklikler yaşanması gösterilmektedir (Sadowski, Whitaker, Lee, ve Ayars, 2011: 7). Değerlendirilen şirketler mümkün olduğunca değerlendirme kriterleri açısından standardizasyona yönelmeye çalışmaktadır. Buna rağmen, paydaşların sürdürülebilirliğe yönelik farklı bakış açılarından ve ilgilerinden dolayı istenen sonuç pek de elde edilememektedir (Beloe, Scherer ve Knoepfel, 2004: 13; Graafland, Eijffinger ve Smid, 2004). Dolayısıyla, derecelendirmede standartlaştırmayı yakalamak paydaşlar için pek kolay olmamaktadır.

Derecelendirme standartlaşmasının olmamasının diğer bir nedeni ise Schaltegger'e (1997: 91) göre, şirket içi sürdürülebilirlik politikalarındaki farklılıktan kaynaklanmaktadır. Derecelendirme esnasında şirketlerin kamuya açık bilgileri kullanılmaktadır. Her şirketin muhasebe ve raporlama sistemleri hatta bilgi toplama kapasiteleri birbirinden farklı olduğu için de söz konusu standart yine yakalanamamaktadır.

Sürdürülebilirliği değerlendirmek için güvenilir verilerle yola çıkmak gerekmektedir. Bu anlamda, veri güvenilirliğinde belirgin eksiklikler bulunmaktadır. Şirketler tarafından kamuya açık verilerin paylaşılması derecelendirme anlamında araştırma şirketlerine oldukça yararlı olmaktadır. Paydaşlara yönelik birtakım anketlere katılan (Dillenburg, Greene, ve Erekson, 2003: 169; Fowler ve Hope, 2007: 247) örneğin yatırımcı ilişkileri departmanları aracılığıyla analistler ve yatırımcılar arasında iletişim kuran şirketler (Healy ve Palepu, 2001: 426) bu yararın farkına varmış görünmektedirler.

Buna ek olarak, Beloe vd. (2004: 29), araştırma ve derecelendirme şirketlerinin kaliteli ve güvenli bilgiye erişim açısından en önemli bilgi kaynağı olarak ilgili şirketleri gördüklerini belirtmektedirler. Bu yüzden, araştırma kuruluşlarının, listedeki şirketlere yönelik geliştirdikleri araştırma metodolojilerini sürekli gözden geçirmeleri gerekmektedir. Bu sayede daha etkin bir bilgi erişimi sağlanabilmektedir.

Bilgi güvenilirliğinde ve erişiminde borsalarda işlem gören şirketlerin oynadığı rolün önemini vurgulayacak bir argüman olarak, SAM yatırım danışmanlığı kuruluşunun yıllık incelemeye katılan şirketler tarafından doldurulan SAM anketini en temel kaynak olarak değerlendirmesi verilebilmektedir (RobecoSAM, 2017). EIRIS araştırma şirketi de benzer bir şekilde EIRIS anketinin önemini vurgulamaktadır. Anketi, müşterilerinin ihtiyaç duyduğu ancak herkese açık olmayan bilgileri almanın bir yolu olarak görmektedir (EIRIS, 2009).

Şirketler, verilerine iletişimi açık tutmak amacıyla araştırma ve danışmanlık şirketlerinden gelen anketler üzerinde yoğun bir şekilde uğraş vermektedir. Bu durum iş yoğunluğunun artmasına ve bilgi kalitesinde azalmaya yol açmaktadır (Chatterji ve Levine, 2006: 4). Dolayısıyla, anketlere yönelik bir isteksizlik meydana gelmektedir. Anketlere katılmaya olan isteksizliğin artmasının yanı sıra, deneyimsiz çalışanların stajyerlik araştırması gibi süreçlerde kullanılması bir diğer olumsuzluk olarak gösterilmektedir. Çünkü bu durum da bilgi güvenilirliği hakkında kuşkulara neden olmaktadır (Hansen, 2010: 86).

Tarafılık veya yatırımcıların önyargılı olması, sürdürülebilirlik endekslerine yönelik derecelendirme yaparken karşılaşılan zorluklardan bir diğeri olarak gösterilmektedir. Schäfer, Beer, Zenker ve Fernandes (2006: 165), çoğu kurumsal sürdürülebilirlik derecelendirmesinin tarafı olduğunu belirtmektedir.

Buna göre, ya çevresel ve sosyal boyutlar önemszenmekte ya da ekonomik boyutlara diğerlerine nazaran daha fazla önem verilmektedir. Diğer bir ifadeyle, ekonomik, sosyal ve çevresel boyutlardan herhangi birini belirtmemek ya da eksik belirtmek sürdürülebilirliğin kapsamı ile tutarsızlık göstermesine neden olmaktadır. Bu yüzden, şirketlerin aynı anda çevresel, sosyal ve ekonomik boyutları dikkate almaları ve uyumlaştırmaları gerekmektedir (Schaltegger ve Burritt, 2005: 188).

Fowler ve Hope'e (2007: 251) göre, DJSI gibi köklü değerlendirme yaklaşımlarında büyük şirketlere ve finansal kriterlere yönelik bir yanlılık bulunmaktadır. Aynı yanlılık SAM'in derecelendirmesinde de bulunmaktadır. Buna göre sosyal ve çevresel kriterler derecelendirmede dikkate alınırken ekonomik olanlara nazaran daha az ağırlığa sahip olmaktadır.

Buna karşılık, bazen diğer boyutlar ihmal edilirken etik ve / veya çevre konularına daha fazla önem verilebilmektedir (Schäfer vd., 2006: 19). Örnek olarak, sosyal ve etik yönlerinin çevresel unsurlardan daha ayrıntılı olarak analiz edildiği Calvert Social Index'in sürdürülebilirlik analizi gösterilebilmektedir (Calvert, 2017).

Çoğu derecelendirme süreci sonunda amaç, derecelendirme göstergesi olarak bir sayı veya harf olan tek bir puanı üretmektir. Şirketlerin performansını böyle basit bir şekilde ifade etmek, aynı zamanda şirketlerin konumlarını anlamayı ve karşılaştırmayı kolaylaştırmaktadır (Graafland vd., 2004: 139). Bununla birlikte, tek bir puanı hedeflemek, bir boyuttaki eksikliklerin başka bir boyuttan kazanılacak yüksek bir skorla telafi edilebileceği anlamına gelmektedir (Delmas ve Blass, 2010).

Ölçüm sistemlerinin çoğunlukla şeffaf olmaması eleştirilen bir diğer husus olarak karşımıza çıkmaktadır (Hansen, 2010: 87). Dillenburg vd. (2003: 169) bu durumu yani eksik şeffaflığı rahatsız edici olarak yorumlamaktadırlar. Çünkü derecelendirme işlemleri şeffaf olmadığı sürece güvenilirlikleri sorgulanmaktadır (Windolph, 2011: 46).

Son olarak da, derecelendirme kuruluşları ve şirketler arasındaki ilişkinin boyutu eleştiri konusu olmaktadır. Yani, ikili ve yakın ilişkiler derecelendirmelerin bağımsız olup olmamasına ilişkin soruyu gündeme getirmektedir. Çünkü araştırma

kuruluşları şirketlerle olan kişisel etkileşime giderek bağımlı hale gelmektedir. Böylesine yakın ilişkilere girmenin de şirketlerin değerlendirilme süreci üzerinde aşırı etkisi olabileceği endişelerini beraberinde getirmektedir (Beloe vd., 2004: 16).

Yukarıda bahsedilen zorluklar, Windolph'e (2011: 51) göre farklı nedenlerden ileri gelmektedir. Sürdürülebilirliğin değerlendirilmesindeki karşılaşılan zorluklardan sayılan güvenilir veri yetersizliği ve derecelendirmede belirli bir standardın olmaması gibi zorluklar aslında kurumsal sürdürülebilirlik kavramının karmaşık yapısından ve her türlü bilgiye erişilememesinden kaynaklanmaktadır.

Yatırımcıların taşıdığı önyargılar ise endeks kullanıcılarının önceki yatırımlarını tümüyle finansal veriler üzerinden gerçekleştirmelerinden kaynaklanmaktadır.

Şeffaflık ve bağımsızlık gibi eleştirilerin kaynağında ise oluşturulan sürdürülebilirlik endekslerinin ticari amaçlarla kullanılması ve derecelendirme kuruluşlarının oldukça karmaşık iş ilişkilerinin bulunması yatmaktadır.

2.6. Finansal Raporlardan Sürdürülebilirlik Raporlarına

Şirketler etkileşimde buldukları iç ve dış çevre unsurlarını faaliyetlerinden dolayı olumlu veya olumsuz olarak etkilemektedirler. Bu nedenle, bir şirketin iç çevresini meydana getiren hissedarlara, ortaklara, çalışanlara ve yöneticilere karşı birtakım sorumlulukları bulunmaktadır. Bunun yanı sıra dış çevrelerinde yer alan devlet, rakipler, müşteriler ve tedarikçiler gibi menfaat sahiplerine ve nihayetinde topluma karşı sorumluluklarını da yerine getirmeleri gerekmektedir. Aslında bu durum artık şirket paydaşlarının şirkete karşı bir beklentisi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bazı işletmelerin bu beklentiler karşısında kayıtsız kalmayıp, sosyal sorumluluk kapsamında faaliyetlerine devam ettiği görülmektedir. Hatta özellikle küresel ölçekli olan çok uluslu şirketlerden, olanaklarını toplumların gelişmesi ve kalkınması için kullanmaları gerektiği beklentisi de doğmaktadır. Bu yüzden işletmelerin faaliyetlerini, içerisinde ekonomik, sosyal ve çevresel sorumluluklarının hep birlikte gösterildiği bir formata çevirmeleri gerekmektedir.

Kısacası, artık şirket yönetimi sadece hissedarlarına karşı hesap vermemektedir. Sürdürülebilirlik anlayışının kurumsal düzeyde kabullenilmesi ve uygulanmasıyla birlikte şirketlerin hesap vereceği kesim genişlemektedir. Hesap verebilirliğin yanında, paydaşlar, şirketlerden faaliyetlerinde daha fazla şeffaflık, faaliyetlerine ilişkin daha fazla bilgilendirme talep etmektedir. Şirket faaliyetlerinden daha fazla haberdar olmak isteyen paydaşlar, işletmelerin finansal performanslarının yanı sıra sosyal ve çevresel performanslarına ilişkin bilgileri de talep etmeye başlamaktadırlar (BİST, 2014a: 33). Hesap verebilirlik, açıklık ve şirket faaliyetlerin toplumsal, çevresel sonuçlarına yönelik bilgilerin paydaşlara iletilmesi bu nedenle bir zorunluluk halini almaktadır.

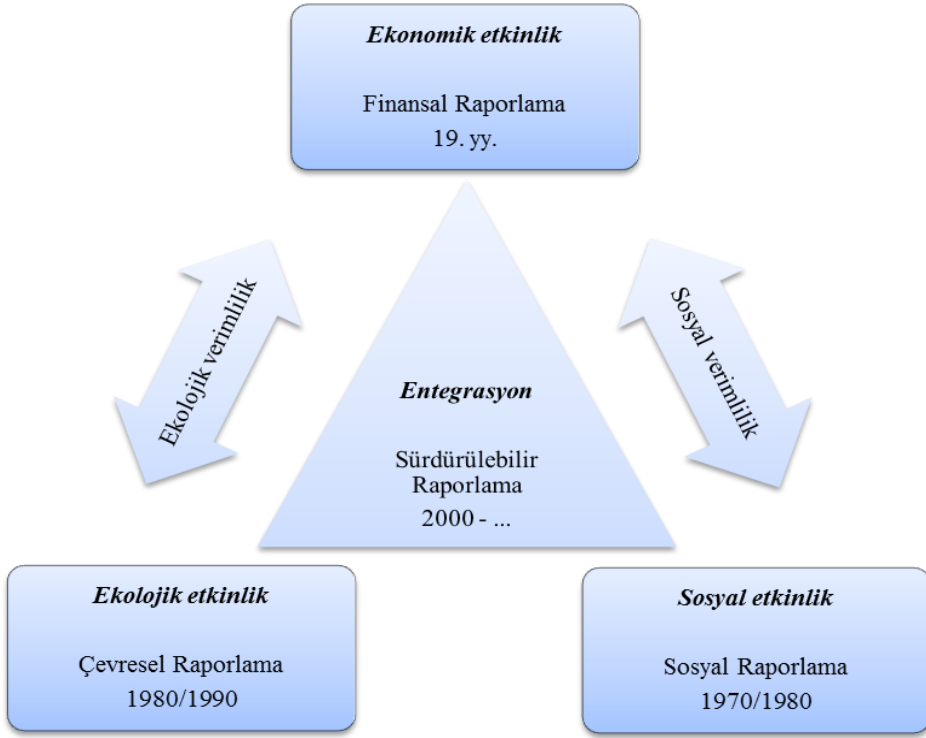
Şirketlerin paydaşlarıyla olan iletişimi sürdürmelerinde yardımcı olan araçlardan birisi de raporlar olmaktadır (Gürel ve Durak, 2014: 45). Raporlar genellikle faaliyet raporları, denetim raporları, değerlendirme raporları gibi finansal bilgilerle donatılmaktadır. Ancak, işletmelerin finansal raporlarının içeriğinde çevresel ve toplumsal sorunlara yönelik eylemlere kapsamlı bir şekilde yer verilmemektedir (Başar ve Başar, 2006: 214).

Çevresel ve sosyal eylemlere ilişkin ihtiyaca uygun bilgilere yeterli düzeyde yer verilmemesi raporlama alanında farklı bir rapor gereğini ortaya koymaktadır (Bekçioğlu, Öztürk ve Açıkgöz, 2006: 20). Bu amaçla son yıllarda kullanımı giderek yaygınlaşan sürdürülebilirlik raporları, işletmelerin hem ekonomik, hem çevresel hem de sosyal açıdan sergilediği performanslarının gösterildiği ve söz konusu performanslarının menfaat sahiplerine sunulduğu raporlar olarak tanınmaktadır (Zainal ve Zainuddin, 2013: 25).

Gray, Kouhy ve Lavers (1995: 47) bu raporları, çevresel ve toplumsal konular hakkında menfaat sahiplerine daha iyi hesap verebilmek amacıyla şirketler tarafından bilgi sağlamaya aracılık eden raporlar şeklinde tanımlamaktadır. Hatta bu bilgileri sosyal sorumluluk muhasebesi, sosyal denetimler, kurumsal sosyal raporlama, çalışan ve istihdam raporlaması, paydaş diyalogu raporlaması ve çevresel muhasebe ve raporlama gibi çeşitli etiketler altında sunarak bir şirketin hesap verebilirliğini geleneksel bir finansal hesap verme rolünün ötesine taşımayı amaçlamaktadır (Gray, 2002: 687). Daha geniş bir kapsamda nitelendirecek olursak, şirketlerin ekonomik kaygılarından fazlasını kapsayan ve geniş bir paydaş grubu için önemli olan konularda yapılan gönüllü ve zorunlu raporlamaları kapsamaktadır (Jenkins ve Yakovleva, 2006: 273).

Şirketlerde klasik muhasebe anlayışı yerine sosyal muhasebe anlayışının gelişmesi ve işletme faaliyetlerinin ekonomik ve sosyal sonuçlarının birlikte yorumlanarak raporlanması gerektiğinin ortaya konması aynı zamanda şirketlerin sürdürülebilirlik kavramını temel almaya başladıklarını göstermektedir (Özkoç, Çelik ve Gönen, 2005: 140). Bu yüzden sosyal raporlama, çevresel raporlama, üçlü performans raporlaması zaman zaman sürdürülebilirlik raporlamasının yerine kullanılabilir (Zainal ve Zainuddin, 2013: 25).

Şirketlerin finansal raporlama yapmaya başlamaları aslında 19. yüzyıla kadar gitmektedir. Bu dönemde raporların sadece parasal göstergeler ile ilgili olarak oluşturulduğuna rastlanmaktadır. Finansal raporlara sosyal bakış açısının kazandırılmasının 1970'li yıllarda gerçekleşmiş olduğu anlaşılmaktadır. İlgili raporlardaki temel amaç, menfaat sahiplerini şirketin faaliyetleri hakkında bilgilendirmektir. Yani amaç, şirket ürünlerinin ve hizmetlerinin yol açtığı olumlu ve olumsuz sosyal etkiler hakkında paydaşları bilgilendirmektir (Herzig ve Schaltegger, 2006: 305). Söz konusu raporların şirketlerin paydaşlarına karşı olan sorumluluklarının artması ve paydaşların sürekli değişen beklentilerine yönelik olarak çeşitli evrimlerden geçtiğini söylemek mümkün olmaktadır. Bir diğer ifadeyle, sadece finansal raporlarla bilgi paylaşımında bulunmak şirketlerin uzun vadeli hedeflerine ulaşmasında yetersiz kalmaktadır. Bu nedenle de paydaşlar farklı bilgi kaynakları aramaktadır. Raporlardaki evrimleşme Şekil 2.15. yardımıyla aşağıda sunulmaktadır.



Kaynak: Schaltegger vd., 2002: 6; Herzig ve Schaltegger, 2006: 305

Şekil 2.15. Sürdürülebilir Raporlarının Gelişimi

Sosyal raporlama, 1970'lerde ve 1980'lerde daha fazla dikkat çekerken, araştırma kapsamındaki değişiklikler nedeniyle 1990'ların başında tercih edilmemeye başlanmıştır (Gray, Kouhy ve Lavers, 1995: 66). Bu dönemde, çevresel raporlama büyük oranda sosyal raporlama faaliyetlerinin yerini almıştır. Odak noktasını çoğunlukla ekolojik etkinliğin oluşturduğu çevresel raporlar hava ve su emisyonları, atık miktarı gibi çevresel nitelikli sorunlar ile ilgilenmiştir (Herzig ve Schaltegger, 2006: 305).

Bununla birlikte, çevresel raporların ekolojik adalet ve ekolojik verimlilik üzerine odaklanarak güçlenmesi 1990'ların ortalarında gerçekleşmiştir. O dönemden sonra ekonomik ve çevresel boyutlar arasındaki ilişkiden beslenerek iki boyutlu raporlar oluşturulmaya başlanmıştır (Gray, 2010: 49). 1990'ların ortalarından itibaren şirketler, çevresel ve finansal raporlarında ekonomik çıktı ile

ekolojik girdi (eko-verimlilik) arasındaki ilişki hakkında giderek daha fazla bilgi açıklamaya başlamışlardır (Schaltegger, Herzig, Kleiber ve Müller, 2002: 9).

Bu dönemden sonra işletmelerin çevresel ve sosyal performanslarının ekonomik performansa etkileri ile ekonomik performansın hangi şekillerde ve ne derecede sosyal ve çevresel performans ile entegre edileceği konusu gündeme gelmeye başlamıştır (Schaltegger vd., 2002: 10). Bununla birlikte, sürdürülebilirlik konusundaki endişeler ve ekonomik, sosyal, çevresel boyutları kapsayan üç boyutlu bir raporlama sistemine olan ihtiyaç, bu amaçla hazırlanan raporların popülerliğinin artmasına neden olmuştur. Popülerliğinin artmasıyla birlikte, söz konusu raporlar sürdürülebilirlik raporları olacak şekilde geliştirilmiştir (Herzig ve Schaltegger, 2006: 307; Gray, 2010: 50).

Deegan'a (2002: 283-286) göre, hükümetlerin, şirketlerin, sivil örgütlerin sosyal ve çevresel konulara daha fazla odaklanmaları 1990'ların ortalarından itibaren sürdürülebilirlik raporlamasının önemli ölçüde büyümesine yol açmıştır. Parker (2011: 2), bu büyümenin temelinde küresel ısınma, karbon emisyonu gibi sosyal ve çevresel konulara yönelik olarak gerçekleştirilen yayınların ve araştırmaların da etkisi olduğunu belirtmektedir.

Schaltegger vd. (2006: 15), sürdürülebilirlik raporlarını, şirketlere sürdürülebilirlik hakkında bilgi sağlayan yeni resmi iletişim araçları şeklinde tanımlamaktadır. Onlara göre şirketlerde sürdürülebilirlik muhasebesinin ve raporlamasının birbirine bağlanması iki nedenden ötürü çok önemli olmaktadır. Birincisi, iletilmeyen muhasebe bilgileri herhangi bir etki yaratmadığı için şirketin sürdürülebilirliğine herhangi bir katkısı bulunmamaktadır. İkincisi, kurumsal sürdürülebilirlikle ilgili gerçek durum ve ilerleme hakkında bilgi sağlamak için raporlamaya ihtiyaç duyulmaktadır. Aksi takdirde bu bilgiler oldukça yüzeysel olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla, sürdürülebilirlik raporları etkili bir iletişim aracı olarak paydaşların yararına kullanılmaktadır.

Bunun yanında, sürdürülebilirlik raporlarının yalnızca iletişim amaçlı kullanıldığını düşünmek pek de doğru olmamaktadır. Çünkü bu raporlar aynı zamanda şirketler açısından finansal performans ile finansal olmayan performans arasındaki bağı göstermektedir (BİST, 2014a: 33).

Berthelot, Coulmont ve Serret (2012: 356), benzer bir şekilde yalnızca çevresel performansa odaklanan çevresel raporların aksine, sürdürülebilirlik raporlarının sosyal, çevresel ve ekonomik performansı şirket faaliyetlerinin finansal olmayan yönlerini daha kapsamlı bir şekilde içine alarak sergilediğini belirtmektedir.

Benzer bir tanımda sürdürülebilirlik raporu, ekonomik, çevresel, sosyal ve yönetim performansı ve etkileri hakkında bilgi veren kurumsal bir rapor olarak verilmektedir. Şirketler ve diğer kuruluşlar açısından sürdürülebilirlik performansı bu dört önemli alanın etkileşimine dayalı olmaktadır (UNEP, GRI, KPMG, ve The Centre for Corporate Governance in Africa, 2013: 84).

Sonuç olarak, sürdürülebilirlik raporları şirketler tarafından giderek tercih edilen bir araç olmaktadır. Haliyle bu durum da paydaşların raporlardaki bilgilerden daha fazla yarar sağlamaları anlamına gelmektedir. Özellikle küreselleşme ile birlikte finansal piyasaların geçirdiği dönüşüm ve gelişim ile paydaşların sürekli değişen beklentileri aynı zamanda kurumsal sürdürülebilirlik raporlarının biçimlerini de değiştirmektedir. Dahası, raporların sürekli güncel tutulması gerekmektedir. Çoğu şirket, kendi hedef ve stratejileri doğrultusunda ideal bir raporlama formatı aramaktadır.

Dolayısıyla, paydaşlara sunulan sürdürülebilirlik raporlarında standartların ne olduğu, raporlarda ne tür bilgilerin bulunması gerektiği konusunda birtakım tartışmalar yaşanmaktadır. Bazı şirketler sürdürülebilirlik kapsamındaki faaliyetlerini yıllık faaliyet raporlarında sunmaktadır. Bazıları ise internet sitelerinde konuyla ilgili olarak paydaşlarını bilgilendirmeyi seçmektedir. Ancak birçok şirket artık sadece sürdürülebilirlik faaliyetlerinin yer aldığı ayrı bir sürdürülebilirlik raporu oluşturma gayreti içerisinde bulunmaktadır (BİST, 2014a: 33).

Hatta günümüzde teknolojinin kazandırmış olduğu olanaklarla paydaşlar sosyal medya aracılığıyla bile şirketlerden benzer taleplerde bulunmaktadır. Bu durum dahi paydaş bilgilendirme kapsamında şirketleri raporlama yapmaya sevk eden bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır (UNEP vd., 2013: 19)

İlgili raporlarda standart bir çerçeve oluşturmak adına konuyla ilgili olarak bazı uluslararası kuruluşlar tarafından hazırlanmış kılavuz niteliğinde rehberler

bulunmaktadır. Günümüzde sürdürülebilirlik raporlarının büyük bir bölümü söz konusu rehberler esas alınmak suretiyle hazırlanmaktadır. Bu rehberler içerisinde bulunan ilkelerinin yaygın olarak kullanıldığı ve raporlamada genel kabul görmüş ilkeler haline geldiği görülmektedir (Berthelot vd., 2012: 356). Daha nitelikli raporlar oluşturmak için şirketler bu rehberlerden faydalanmaktadır.

2.6.1. Zorunlu ve Gönüllü Raporlama Yaklaşımları

Sürdürülebilirlik raporlaması uygulaması giderek artan bir ilgiyle karşılaşmaktadır. Konuyla ilgili gelişmeler diğer yandan bu raporların gönüllü mü yoksa zorunlu mu uygulanması gerektiğine dair tartışmalara neden olmaktadır. Gönüllü yaklaşım, hem paydaşların ekonomik, sosyal ve çevresel konularda bilgi açığını kapatmak hem de sürdürülebilirlik uygulamalarına ilgi duyan yeni yatırımcıların yatırımlarını şirkete çekmek amacıyla şirketlerin bu raporları yayınlaması anlamına gelmektedir. Zorunlu yaklaşımda ise işletmeler belirli aralıklarla raporlamaya yapmaya çeşitli yasal düzenlemeler yoluyla mecbur bırakılmaktadır (Kolk, 2004; Montabon, Sroufe, ve Harasimhan, 2007; UNEP, GRI, KPMG, ve The Centre for Corporate Governance in Africa, 2016).

Birçok ülkede, şirketlerin kurumsal sorumluluklarını veya sürdürülebilirlik performansını ölçmeye ve raporlamaya yönelik önceleri gönüllü olarak sürdürdükleri çabalarını, hükümet düzenlemeleri yoluyla getirilen zorunlu açıklama gereksinimlerinin artması izlemiştir. Bu doğrultuda da bazı ülkelerde faaliyette bulunan şirketler açısından karbon emisyonu, enerji verimliliği, borsaya kote olma, iş sağlığı ve güvenliği ve çevre gibi sürdürülebilirlik konularında bilgi paylaşımı zorunlu hale gelmiştir (UNEP vd., 2013: 13; UNEP vd., 2016: 12).

UNEP, GRI, KPMG, ve The Centre for Corporate Governance in Africa işbirliğiyle hazırlanan “*Carrots ve Sticks 2016*” isimli raporda gönüllü ve zorunlu raporlama yaklaşımları üzerine bir inceleme yapılmıştır. Araştırmaya ilişkin sonuçlardan biri olarak raporlama konusunda zorunlu uygulamaların gönüllü uygulamalara kıyasla daha hakim bir görüntü ortaya koyması dikkat çekmektedir. Ancak bunun yanında gönüllü araçlarda da büyüme güçlü bir seyir izlemektedir.

Çizelge 2.8. Gönüllü ve Zorunlu Sürdürülebilirlik Raporu Trendi

	2006	%	2010	%	2013	%	2016	%
Zorunlu Raporlama	35	%58	94	%62	130	%72	248	%65
Gönüllü Raporlama	25	%42	57	%38	50	%28	135	%35
Toplam	60		151		180		383	

Kaynak: UNEP vd., 2016: 9

Çizelge 2.8.'den anlaşılacağı üzere on yıl öncesine kıyasla hükümetlerin sürdürülebilirlik raporlamalarını zorunlu hale getirmesinde önemli oranda artışlar görülmektedir. Söz konusu ülkelerde sürdürülebilir raporlamayla ilgili 2016 yılı itibariyle toplam 383 adet düzenleme bulunduğu ve bunların yaklaşık üçte ikisinin zorunluluk esasına dayandığı görülmektedir. Buradan yasaların, sürdürülebilirlik raporlarının hazırlanmasında en önemli itici etken olduğu anlaşılmaktadır. Şirketlerin sürdürülebilirliğe ilişkin bilgileri açıklamasını zorunlu kılan yönetmelikler uygulamaya kondukça bu sayının daha da artması beklenmektedir.

Dünya borsaları açısından incelendiğinde, borsaların faaliyet seviyesi dikkat çekmektedir. Piyasa düzenleyicilerle birlikte borsaların tespit edilen tüm sürdürülebilirlik raporlama uygulamalarının neredeyse üçte birinden sorumlu olduğu anlaşılmaktadır. Buna göre, borsalarda yayınlanan raporlama standartlarının sayısının, 2013'den 2016'ya 23'ten 44'e yükselerek neredeyse iki katına çıkmış olduğu anlaşılmaktadır (UNEP vd., 2016: 14). Kısacası, menkul kıymet borsaları da sürdürülebilirlik raporlarının artış trendinde ciddi anlamda rol üstlenmektedir.

Dünya borsalarının sürdürülebilirlik ile ilgili olarak yatırımcıların ilgisini çekecek düzenlemelere gittikleri anlaşılmaktadır. Sürdürülebilirlik raporlamasına yönelik ilginin özellikle gelişmekte olan piyasalarda daha yüksek düzeylerde gerçekleştiği "*Carrots ve Sticks 2016*" raporundan görülmektedir. 2016'da gerçekleştirilen menkul kıymet borsalarındaki raporlama düzenlemelerinin neredeyse yarısı Hong Kong, Şangay, Shenzhen, Singapur, Kuala Lumpur, Sao Paulo ve Johannesburg gibi gelişmekte olan piyasalardan kaynaklanmaktadır. Sürdürülebilirliğe yönelik gelişmelerin diğer teşviklerle kıyaslandığında, menkul kıymet borsalarında işlem gören sürdürülebilir şirketleri yabancı yatırımcılar açısından daha çekici hale getireceği yönünde bir beklenti yaratması beklenmektedir (UNEP vd., 2016: 15).

2.6.2. Sürdürülebilir Raporlamayla İlgili Küresel Düzenlemeler

Bu bölümde dünya genelinde sürdürülebilirlik raporlamasına ilişkin düzenlemeleri ile ilgili olarak öne çıkan çeşitli kuruluşlar ve inisiyatiflerden önemli görülenleri incelenmektedir. Küresel Raporlama Girişimi (Global Reporting Initiative, GRI), Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi (UNGC) ve Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (International Integrated Reporting Council, IIRC) dünya çapında öne çıkan raporlama çerçeveleri olarak aşağıda kısaca açıklanmaktadır.

2.6.2.1. Küresel Raporlama Girişimi (GRI)

GRI, işletmelerin, hükümetlerin ve diğer kuruluşların iklim değişikliği, insan hakları, yolsuzluk gibi kritik sürdürülebilirlik konularındaki etkisini anlama ve bu konularla ilgili etkileşimde bulunmalarına yardım etme amacı taşıyan uluslararası bağımsız bir kuruluş olarak tanınmaktadır (GRI, 2017).

Şirketler artık daha kararlı bir vaziyette sürdürülebilirlik raporları yayınlamaktadır. Bu sebeple, sürdürülebilirliğe ilişkin eylemlerinin duyurulması ve bu doğrultuda sürdürülebilirlik raporlarının hazırlanması konusunda şirketlere rehberlik edecek çerçevelere ihtiyaç duyulmaktadır (Berthelot vd., 2012: 356). Söz konusu oluşum, şirketlerin sürdürülebilirlik faaliyetlerinin raporlamasına küresel standartlar getirerek bu alanda bir sürdürülebilirlik raporlaması rehberi geliştirmektedir.

Artık şirketlerin ekonomik, çevresel ve sosyal faaliyetlerinin paydaşlar üzerindeki etkisi merak edilmektedir. Dolayısıyla şirketler bu etkileri paylaşmak zorunda kalmaktadır. Söz konusu etkiler paylaşılmıyor ise paydaşlar en azından bu etkilerin açıklanmasını beklemektedirler. Bu yaklaşım “raporla, raporlamıyorsan açıkla” prensibi olarak bilinmektedir. Söz konusu prensip, uygulamada şeffaflığı teşvik ederken, raporlama alanında bir çerçeve çizerek şirketlere yardımcı olmaktadır. GRI standartları bu yaklaşımı kabul etmektedir (GRI, 2013: 3).

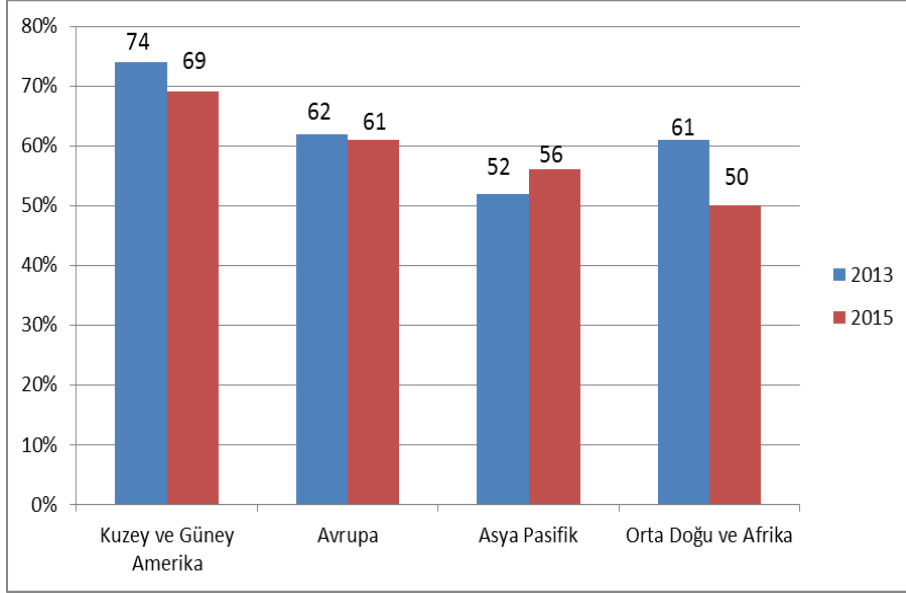
Bu sayede söz konusu standartlar, sürdürülebilirlik raporlarında bulunan bilgilerin paydaşlarca daha erişilebilir nitelikte olmasını sağlamaktadır. Ayrıca, erişilebilirliğin yanında bilgilerin daha karşılaştırılabilir olmasını da sağlayarak paydaşlara yardımcı olmaktadır. Örneğin, şirket yönetimine şirketin sürdürülebilirlik alanında neler yaptığı ve daha neler yapması gerektiği

bağlamında yol göstermektedir. Yatırımcılara yatırım kararlarında daha bilinçli davranmalarına yardım etmektedir. Dahası, onlara bu konuda şirketlerin daha gelişmiş bilgiler sunmasına yardımcı olmaktadır. Hükümetlerin, sürdürülebilirlik alanında ortaya koydukları politikalara şirketlerin ne derece yaklaştığını görmelerine fırsat tanımaktadır. Hatta bu uygulamaların yaygınlaşması konu ile ilgili olarak yürütülecek akademik çalışmalarda standart bir çerçeve yaratması ve daha nitelikli, karşılaştırılabilir veriler elde edilmesi bakımından akademik araştırmaya yapanlara da katkı sağlamaktadır.

GRI Standartları, sürdürülebilirlik raporlamasında küresel uygulamaları vurgulamaktadır. Sürdürülebilirlik faaliyetlerinin yol açtığı etkiler hakkında rapor vermek isteyen şirketlere rehber olması açısından tasarlandığı bilinmektedir. Bu şirketlerin sürdürülebilirliğe nasıl katkıda bulunduğunu göstermektedir. Bu standartlar, aynı zamanda, dünya genelindeki hükümetler için de güvenilir bir kaynak olma özelliği taşımaktadır. Bu amaçla ilki G1 adıyla 2000 yılında ve daha sonra sırasıyla 2002, 2006 ve 2013 yıllarında G2, G3 ve G4 adları altında yayınlanan bu standartlara zaman içinde değişen paydaş beklentileri dikkate alınarak çeşitli ilave rehberler eklenmiş ve güncellenmiştir. G4 Kılavuzlarına uygun şekilde raporlama 2016 yılı itibariyle başlamış bulunmaktadır (GRI, 2017).

Bunun yanında, G3 rehberinde sürdürülebilirlik raporlamasının şirket faaliyetlerinin ekonomik, çevresel ve sosyal etkileriyle ilgili raporları tanımlayan diğer raporlardan üçlü sorumluluk raporlaması, kurumsal sorumluluk raporlaması, vs. gibi raporlarla anlamdaş olduğundan bahsetmektedir (GRI G3, 2006: 3).

Dünya çapında bağımsız dış denetim ve danışmanlık hizmeti veren KPMG firması sürdürülebilirlik raporlarındaki trendi takip etmek amacıyla 2015 yılında “Uluslararası Kurumsal Sorumluluk Raporlaması Araştırması” adlı bir rapor yayınlamıştır. Raporda, 2014 yılında Fortune dergisinin belirlediği dünyanın en büyük 500 şirketi arasından ilk 250 sırayı alan şirketler (G250) ile 45 ülkede faaliyet gösteren en büyük 100 şirketin (N100) sürdürülebilirlik konusundaki raporları incelenmiştir. Araştırma sonuçlarından bölgelere göre raporlarda GRI’yi referans alma trendinin ne doğrultuda olduğu anlaşılmaktadır.



Kaynak: KPMG, 2015: 42

Şekil 2.16. Sürdürülebilir Raporlamada Küresel Trendler

Şekil 2.16.'da gösterilen araştırma sonuçlarına göre, GRI dünya çapında en popüler gönüllü sürdürülebilir raporlama rehberi olma özelliğini hala korumaktadır. 45 ülkeden araştırmaya katılan şirketlerin % 60'ı sürdürülebilirlik raporu düzenleme aşamasında GRI standartlarını benimsediklerini belirtmektedir. 2013 araştırmasında bu oran % 61 olarak görünmektedir. Bölgesel ölçekli kıyaslamalarda Asya-Pasifik bölgesinde GRI standartlarının kullanımında artış yaşanırken, diğer bölgelerde bir miktar düşüş yaşandığı görülmektedir. Ancak buna rağmen dünya genelinde tercih edilen standartlar olarak GRI standartları dikkat çekmektedir (KPMG, 2015: 42).

Yine aynı rapordan, 1993 yılından bu yana şirketlerin sürdürülebilirlik faaliyetleri çerçevesinde yaptıkları raporlamaların 2013 ve 2015 yılları arasında artış hızında bir yavaşlama da olsa sürekli arttığı gözlemlenmektedir. Yıllar itibarıyla raporlama dağılımı karşılaştırmalı olarak aşağıdaki çizelgede belirtilmektedir (KPMG, 2015: 30).

Çizelge 2.9. Sürdürülebilir Raporlama Düzeyi

Raporlama Oranı	1993	1996	1999	2002	2005	2008	2011	2013	2015
G250	-	-	%35	%45	%64	%83	%95	%93	%92
N100	%12	%18	%24	%28	%41	%53	%64	%71	%73

Sürdürülebilir raporlamanın araştırma kapsamındaki şirketler arasında yıllar itibariyle ne derece yaygın hale geldiği Çizelge 2.9.'dan anlaşılmaktadır. N100 diye tabir edilen şirket grubunda sürekli bir artış yaşandığı gözlenmektedir. Buna göre, 2015 yılı itibariyle her ülkedeki en büyük 100 şirketten (N100) sürdürülebilirlik raporlaması yapanların oranı % 73 olurken, G250 şirketlerinde ise 2015'de raporlama oranının % 92 olduğu görülmektedir. Son dört yıllık veri incelendiğinde G250 şirketleri açısından raporlama oranının % 90 ile % 95 arasında dalgalandığı anlaşılmaktadır.

KPMG'nin 2015 araştırma sonuçlarından artık kurumsal yapıdaki şirketlerin birçoğunun sürdürülebilirlik raporlarını paydaşlarla iletişimde bulunmak açısından benimsedikleri anlaşılmaktadır. Yıllar itibariyle rapor düzenleyici sayısı artmaktadır. Sürdürülebilirlik raporlarına yönelik artan bu ilgi, raporların daha kullanışlı, erişilebilir ve ihtiyaca uygun veriler üzerinden oluşturularak bu alanda bir standartlaşmaya gidilmesi gerektiğinin önemini de ayrıca vurgulamaktadır.

Sonuç olarak, GRI standartları yaygın olarak kullanılmakta ve şirketlerin çevresel, sosyal, ekonomik performanslarının paydaşlara nasıl duyurulacağına ilişkin ilkeleri belirlemektedir. Çünkü şirket faaliyetleri paydaşların tümünü etkilemektedir ve paydaşlar bu etkinin derecesini bilmek durumunda kalmaktadır. Burada şirket faaliyetlerinin neden olduğu etkilerden kasıt, şirketin çevresel, sosyal, ekonomik etkilerinin tümü olmamaktadır. Burada anlatılmak istenen, şirketin hedefleri ve toplumun beklentileri üzerindeki etkiler içerisinde en kritik olanlarının raporlanması şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Bu sayede paydaşlar tarafından rahatlıkla anlaşılacak ve analiz edilecek raporlar ortaya çıkmaktadır (BİST, 2014a: 35).

2.6.2.2. BM Küresel İlkeler Sözleşmesi (UNGC)

UNGC, küreselleşmenin yol açtığı sorunlar karşısında sürdürülebilirlik ve kurumsal sorumluluk çerçevelerinde farklı kültürler ve insanlar arasında ortak bir platform yaratmayı hedeflemektedir. Şirket faaliyetlerini insan hakları, çalışma standartları, çevre ve yolsuzlukla mücadele ilkelerini referans alarak toplumsal hedefler ile uyumlu hale getirmeyi ve bu doğrultuda hareket etmeyi amaçlamaktadır (Global Compact Türkiye, 2015: 10).

Sürdürülebilirlik ağının daha da genişletilmesi adına kamu kuruluşları, sivil toplum kuruluşları ve iş dünyası temsilcileri ile çeşitli işbirlikleri oluşturulması için girişimlerde bulunmaktadır. Şirket paydaşlarının bilgilendirilmesi için yıllık ilerleme raporları yayınlanmasını teşvik etmektedir. Sürdürülebilirlik ile kurumsal kimliği birleştirerek bu alandaki girişimlerin raporlanmasına katkı sunarak raporlama performansının daha kaliteli olması hususunda destek olmaktadır (Global Compact Türkiye, 2015).

2.6.2.3. Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (IIRC)

Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (IIRC) yatırımcılar, şirketler, standart belirleyiciler, profesyonel anlamda muhasebe mesleğini icra edenler ve sivil toplum örgütlerinin küresel düzeyde bir araya gelerek oluşturdukları koalisyon şeklinde betimlenmektedir. Girişim, sürdürülebilirlik raporlamasının şirket kültürü üzerinde değer yaratma sürecindeki etkisini paydaşlara daha etkili bir şekilde iletmeye çaba sarf etmektedir (IIRC, 2017).

2010 yılında kurulan IIRC, bir şirketin stratejisi, yönetişimi ve finansal performansı ile faaliyet gösterdiği sosyal, çevresel ve ekonomik sistem arasındaki bağlantıları göstermek üzere faaliyet sergilemektedir. IIRC tarafından raporlamayla ilgili olarak 2013 yılı Aralık ayında küresel bir çerçeve yayınlanmıştır (US SIF, 2016a: 58).

Entegre raporlama genel olarak bir kuruluşu sermaye sağlayan kesime yönelik olarak o kuruluşun mevcut ve gelecekteki değer yaratma süreci için gereken bilgileri bütünleşik bir halde sunmaktadır. Temelinde sürdürülebilirlik raporları yer aldığını söylemek yanlış olmamaktadır. Çünkü bu raporla beraber bir şirkete yönelik beklentilerin, şirket performansının ve yönetiminin zamanla nasıl değer yarattığına dair bir iletişim sunulmaktadır. Kısacası, finansal ve finansal olmayan bilgileri şirketin değer yaratma kapasitesi üzerinde etkisi bulunan tüm paydaşlardan yararlanarak sunan bir raporlama yaklaşımı olarak bilinmektedir (IIRC, 2013: 7; GRI G4, 2016: 85).

2.6.3. Neden Sürdürülebilir Raporlama?

Sayıları günden güne artan pek çok şirket faaliyetlerinin sürdürülebilir olması için çeşitli uğraşlar vermektedir. Bu hedef doğrultusunda stratejilerini

geliştirmeye gayret göstermekte ve şirket kültürüne bu bakış açısını kazandırmaya çalışmaktadır.

Şirketlerin faaliyetlerinin paydaşlar üzerindeki bu denli yoğun etkileri sebebiyle tüm topluma karşı sorumlu tutulmaları gerektiğine yönelik fikirler giderek önem kazanır hale gelmektedir. Dahası, faaliyetlerde şeffaflığın artması yönündeki paydaş baskıları ve şirketlerden sürdürülebilirliğe karşı daha duyarlı davranışlar sergilemeleri gerektiğine (Özkol vd., 2005: 138) yönelik istekler karşısında birçok şirketin sürdürülebilirlik raporlamasına önem verdiği açıkça anlaşılmaktadır (Aras ve Crowther, 2009: 283).

Şirketlerin daha uzun vadeli büyüme ve karlılığa erişebilmesi, sürdürülebilirlik kavramını kurumsal düzeyde ne derece anlamlandırdıkları ile yakın bir ilişki sergilemektedir. Ancak, sürdürülebilirliğe yönelik bu beklentilerin yalnızca şirketler tarafından anlaşılması ne yazık ki tek başına bir anlam ifade etmemektedir. Bu anlamda, sürdürülebilir stratejilerin gerekliliği ve mevcut ekonomik düzenin mutlaka sürdürülebilir bir hal alması zorunluluğu sadece şirketler değil aynı zamanda yatırımcılar ve diğer paydaşlar tarafından da anlaşılacak zorunda kalmaktadır.

İşte bu noktada sürdürülebilirlik raporları şirketler adına daha sürdürülebilir faaliyetlerde bulunmanın kılavuzu olmaktadır. Çünkü şirketlerin sürdürülebilirlik uygulamalarına ya da yatırımlarına yönelik fikirleri küresel ölçekte dikkat çekmektedir. Buna ilaveten kurumsal yönetim, çevresel ve sosyal konuların önemli olduğuna yönelik toplumsal düşünceler de günden güne gelişmektedir (US SIF, 2016a: 59). Bütün bunlar birlikte değerlendirildiğinde şirketlerin daha sürdürülebilir olması için hedef ve strateji belirlemeleri, sürdürülebilirlik performanslarının sürekli izlenmesi gerektiği açıkça belli olmaktadır. Performansın sadece izlenmesi yeterli olmamaktadır. Bunun yanında, sosyal, çevresel ve ekonomik faaliyetlerin yol açtığı etkilerin daha olumlu yönlerde gelişimine katkı sunulması gerekmektedir. İşte raporlar bu süreci şirketler adına kolaylaştırmakta ve paydaşlarla etkileşim sağlamaktadır.

Bilindiği gibi, bir şirketin amaçlarını onun paydaş grubu belirlemektedir. Bu kitle, farklı ekonomik, ekolojik ve sosyal çıkarları ya da hedefleri olan bir kitle olduğundan şirketten bu konularla ilgili bilgi istemektedirler. Sonuç olarak, şirketler sürdürülebilirlik çerçevesinde uygulamalarının yol açtığı ekonomik,

ekolojik ve sosyal etkilerini sadece yönetmekle kalmamaktadır. Aynı zamanda paydaşlara sürdürülebilirlikle ilgili konularla ilgili nasıl bir harita izledikleri ve eğer varsa sorunlarla nasıl mücadele ettikleri hakkında bilgi vermektedirler. Bu durum, bilgi yaratma sürecinde paydaşlarla etkili diyalog halinde bulunmayı gerektirmektedir. Çünkü paydaşların beklentileri doğrultusunda bilgi akışları raporlama sayesinde düzenlenmektedir (Herzig ve Schaltegger, 2006: 302).

Sürdürülebilirlik raporlarının şirketlere sağladığı katkıları Schaltegger ve Burritt (2005; 201-206);

- Kurum itibarını ve marka değerini artırması,
- Sürdürülebilirlik faaliyetleriyle ilgili genel performansın göstergesi olduğundan rekabet açısından üstünlük kazandırması,
- Şirket faaliyetleri sebebiyle yaratılan sosyal ve çevresel etkilerin bir anlamda yasal hale getirilmesi,
- Söz konusu etkiler nedeniyle açığa çıkacak zararlara karşı işletme riskinin azaltılması (çocuk işçi çalıştırmak, iş sağlığı ve güvenliği, hava ve su kirliliği vb.)
- Şirket faaliyetleri ile ilgili olarak paydaşlara karşı şeffaflığın ve hesap verebilirliğin daha etkin yollarla sağlanması,
- Muhasebe sistemlerini çevresel ve sosyal yönden geliştirerek bu anlamda bir maliyet tasarrufu sağlanması,
- Sürdürülebilir uygulamaları destekleyen yatırımcılarla buluşturarak şirketlere yeni yatırım fırsatları sunması,
- Sürdürülebilirlik sorunlarıyla başa çıkma yöntemleri ve bunların raporlanması ile yenilikçi iş teknikleri yaratma fırsatlarının oluşması,
- Tercih edilebilirliği sağlayarak şirket değerini artırması,
- Ekonomik ve sosyal gelişmenin itici gücü olarak şirketlerin rolünü vurgulaması,
- Konuyla ilgili olarak şirket bünyesinde kontrol süreçlerinin kurulması ve desteklenmesi,

şeklinde belirtmektedir.

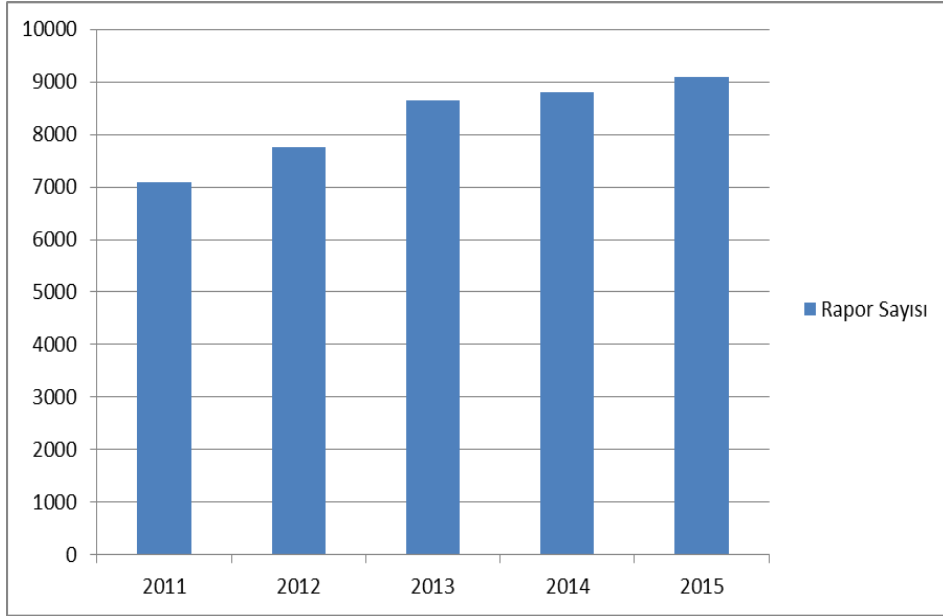
Bununla birlikte, yukarıda bahsedilen etkiler sürdürülebilirlik raporlarında somut hale dönüştürülerek kullanıcının bilgisine sunulduğu için şirketin sürdürülebilirlik stratejisi paydaşlarca daha net anlaşılmaktadır. Böylece paydaşlar şirket bilgilerini daha basit bir şekilde anlayabilme imkanına sahip olmaktadır. Raporların şirketlerce hazırlanmasının yanında, raporlardaki bilgilerin erişilebilir ve karşılaştırılabilir olması da paydaşların bilinçli kararlar vermelerinde önemli bir rol oynamaktadır (GRI G4, 2016: 3).

Herzig ve Schaltegger (2006: 303), şirketlerin özellikle temel faaliyetlerinin dışındaki sosyal ve çevresel projelerde raporlama yaparak itibar artırabileceğinden bahsetmektedir. Onlara göre sürdürülebilirlik konularında daha sistematik ve ciddi yaklaşımlar göstermek şirketin itibarını artırıcı yönde sonuçlar doğurmaktadır. Artan itibar aynı zamanda şirketin marka değerinin ve dolayısıyla ticari başarısının artmasına katkıda bulunmaktadır.

Skouloudis ve Evangelinos'e (2009: 43) göre, sürdürülebilirlik raporları şirketin paydaşlarına karşı şeffaflığını geliştirmekte ve kurumsal itibarını artırmaktadır. Bunun sonucunda, şirketler ekonomik sistem içerisinde "*çalışma lisansını*" korumaya devam etmektedir. Yani bu tür şirketler geleceğe ilişkin koşulları düşünerek hareket ettikleri için toplum nezdinde takdir görüp, piyasada iş yapmaya devam edebilmektedir.

Sürdürülebilir faaliyetlerin raporlanması şirketin bu konudaki hassasiyetinin bir göstergesi olmaktadır. Örneğin iş güvenliği, çalışma saatleri ve koşulları gibi konularla ilgili olarak iç kontrol süreçlerinin kurulmasının ve bu süreçlerin desteklenmesinin şirketin paydaş grubuna dahil olan personel açısından olumlu karşılanması beklenmektedir. Bunun neticesinde de sürdürülebilirlik konularına yönelik olarak personelin daha ciddi emek vermesi sağlanabilmektedir. Dolayısıyla sürdürülebilirlik raporlama süreci, bunun gibi birtakım iç süreçleri destekleyerek çalışan motivasyonu artırabilmektedir (Herzig ve Schaltegger, 2006: 304).

Aslında, sürdürülebilirlik raporlarına verilen önemin büyüklüğünü Şekil 2.17.'den gözlemek mümkün olmaktadır.



Kaynak: CorporateRegister, 2017

Şekil 2.17. Yıllar İtibariyle Sürdürülebilirlik Raporu Sayısı

2011-2015 yılları arasında dünya genelinde çeşitli sektörlerde faaliyet gösteren özel ve kamu şirketleri tarafından yayımlanan sürdürülebilirlik raporu sayısında artışlar yaşanmakta olduğu görülmektedir. Rapor sayısındaki artış trendi daha fazla miktarda sürdürülebilir yatırım için de umut ışığı olmaktadır. Bütün bu gelişmeler bir yandan sürdürülebilirlik raporlarının tercih edilirliğindeki artışı göstermekte diğer yandan da paydaşların bu konuya verdiği önemi sergilemektedir.

Sonuçta, sürdürülebilirlik raporları şirketler açısından önem verilmesi gereken bir konu olarak karşımıza çıkmaktadır. Raporların sadece paydaşlarla iletişimi sağlamak değil, şirketin uzun vadeli hedeflerinin gerçekleştirilmesinde yardımcı bir araç olarak görülmesi gerekmektedir. Sistematik bir raporlama süreci neticesinde paydaşların ihtiyaç duyduğu veriler söz konusu raporlar aracılığıyla kullanıcılara ulaştırılmaktadır. Bu işleyişin sağlıklı bir şekilde sürdürülmesi önem taşımaktadır. Bu doğrultuda sürdürülebilirlik raporlarından beklenen yararları sağlamak için hem bilgi yönetimi ve muhasebe hem de stratejik yönetim ile entegre bir şekilde tasarlanmış yaklaşımlar sergilemek gerekmektedir.

2.6.4. Sürdürülebilirliği Teşvik Eden Mali Olmayan Gerekçeler

Sağladığı parasal fırsatların yanında, şirketleri sürdürülebilirliğe yönelik girişimlere katılmaya iten ancak parasal olmayan çeşitli gerekçeler bulunmaktadır (Orsato vd., 2015a: 164; Orsato, Campos, Barakat, Nicoletti, ve Monzoni, 2015b: 388). Aslında şirketler gibi borsalarda da sürdürülebilirlik anlayışının oluşturulmasına katkı sağlayan finansal nitelikli olmayan birtakım gerekçeler bulunmaktadır. Söz konusu gerekçeler aşağıda açıklanmaktadır.

2.6.4.1. Öncülük ve inovasyon

Şirketlerin ana faaliyet konularının haricinde her yönde gelişime açık olması iş süreçleri ile yeni ürün ve hizmetlerin geliştirilmesi hakkında yeni bilgiler sağlamaktadır (Hart ve Dowell, 2011). Örneğin, çevre sorunlarıyla mücadelede aktif katılım sergileyen şirketler, çevre ve diğer alanlar için yenilikçi çözümlerin geliştirilmesine katkı sunmaktadır. Ayrıca bu katkılardan kendileri de yararlanmaktadır (Hamann, Smith, Tashman, ve Marshall, 2017: 45). Borsalar bünyesinde oluşturulan sürdürülebilirlik endekslerinde işlem görmek bu açıdan sürdürülebilirlik konularında öncü şirketler için motive edici bir unsur olmaktadır. Kuşkusuz bu durum dünya menkul kıymet borsaları arasında yatırımcıların ilgisini çekmek için uğraş veren borsalar açısından da geçerli olmaktadır.

Dolayısıyla, sürdürülebilirlik konularında öncülerin kamuoyunun ve medyanın ilgisini çekerek kendilerini diğerlerinden ayırma konusunda daha fazla şansa sahip olma ihtimali bulunmaktadır (Moon ve De Leon, 2007: 482).

Yani, sadece üzerine düşen yasal yükümlülükleri yerine getirmeyip, bunun haricinde sürdürülebilirliğe yönelik daha fazla sorumluluk alan şirketler ve borsalar uzun vadede beklentilerini daha kolay elde etme fırsatına sahip olmaktadır (Madariaga ve Cremades, 2010: 12).

2.6.4.2. Bilgiye erişim

Menkul kıymet borsaları, şirketler, yatırımcılar, hükümetler giderek artan sosyal ve çevresel performansla yönelik talepleri karşılamak için sürdürülebilirlik yönetimi hakkında daha fazla bilgi edinmeye çaba göstermektedirler. Dahası, bunun için kaynak oluşturmada ve bu kaynakları sürdürülebilirlik doğrultusunda kullanmaktadırlar (Christopher ve Busch, 2011). Buna ilaveten, üretim

tekniklerini, iş süreçlerini veya ürünlerini ve hizmetlerini ilerletmeleri için başka kuruluşlarla birtakım stratejik ortaklıklar oluşturmaktadırlar (Jeswani, Wehrmeyer, ve Mulugetta, 2008: 51).

Birçok şirket sürdürülebilirliğe ilişkin sorunlarla uğraşırken daha etkili çözümler sunan yeni yaklaşımları belirlemek amacıyla konuyla ilgili çeşitli ortaklıklar kurarak birlikte çalışmaktadır. Örneğin yeşil kulüpler (Orsato, Clegg, ve Falcao, 2013: 444), özellikle şirket faaliyetlerinin yol açtığı olumsuz etkileri azaltarak şirketlerin çevresel performanslarını artırmayı hedefleyen gönüllü örgütler şeklinde bilinmektedir (Prakash ve Potoski, 2005). Bununla birlikte zaman zaman hükümetler de kendi aralarında ya da uluslararası kuruluşlarla birlikte sürdürülebilirlik anlayışını geliştirmek adına güçlerini birleştirmektedirler.

Menkul kıymet borsaları kendi bünyelerinde çalışma grupları oluşturarak veya başka borsalar ile işbirliği yaparak sürdürülebilirliğe dönük kapsamlı ve etkili düzenlemeler geliştirmektedirler. Buna ilaveten, yeşil fonlar, sürdürülebilirlik endeksleri, karbon piyasalar gibi ürün ve hizmetleri yatırımcılara sunmaktadırlar. Söz konusu uygulamalar yatırımcıların ve şirketlerin ilgisini çekerek finansal piyasaların derinleşmesine ve sorumlu yatırımların ön plana çıkarılmasına katkı sunmaktadır. Buna karşın bu durum finansal olmayan sonuçlar da doğurmaktadır. Birtakım işbirlikleri ve de ortaklıklar yoluyla sürdürülebilirlik konularına yönelik bir çekim merkezi yaratılmakta ve bu konularda katılımcılar arasında bilgi erişiminin ve bilgi paylaşımının artması sağlanmaktadır.

Sonuç olarak, bu tür uygulamalar ve düzenlemeler sürdürülebilirlik anlayışının geliştirilmesi için üyeler arasındaki bilgi ve tecrübe paylaşımına katkı sunmaktadır.

2.6.4.3. Düzenleyici otoriteyi etkilemek

Devletler ya da hükümetler birtakım düzenleme ve denetleme kurumları aracılığıyla finansal piyasalarda kural koyucu olarak rol almaktadırlar. Sürdürülebilirlik kapsamında tartışılan karbon emisyonu, iklim değişikliği, işçi sağlığı, çocuk işçiliği, aşırı enerji sarfıyatı gibi konular devlet otoritelerini bu tarz sosyal, çevresel ve ekonomik hakların koruması ve geliştirilmesi hususunda daha etkili politikalar üretmeye yöneltmektedir. Örneğin, yeşil kulüp üyeleri ya da karbon kulüpleri gibi birtakım gönüllü oluşumların üyeleri yönetmelikleri

etkileyebilmektedir. Çünkü devlet kurumları artık bu tür kulüplere aktif olarak destek verme eğiliminde olmaktadır (Delmas ve Terlaak, 2001).

Konuyla ilgili olumlu bir örnek olarak Küba hükümetinin endüstriyel tarımdan sürdürülebilir tarıma geçişiyle ülkedeki açlığı azaltması gösterilebilmektedir. Ziraat mühendisleri ve tarım teknisyenleri belirli bölgelerdeki tarım arazilerinin kullanım hakkını devletten alarak buralarda tarıma başlamışlardır. Hatta bu faaliyetler, üyelerini işçilerin oluşturduğu kooperatifler aracılığıyla yürütmüştür. Bölgedeki insanlar öncelikle açlık ve bunun yanında ulaşım, zaman kaybı gibi sorunlarla uğraşmaktansa bu kooperatif çiftliklerinde çalışmaya başlamışlardır (Kunt, 2015/2015).

Yani bu örnekte tarımsal faaliyette bulunan bir kesimin devleti sürdürülebilir tarım konusunda yönlendirmesi göze çarpmaktadır. Devlet sürdürülebilir ekolojik tarımın sağlanması için etkili politikalar üretmeye yöneltilmektedir. Bu sayede sürdürülebilir ekolojik tarımın devlet politikaları ve güçlü devlet desteği sayesinde oluştuğunu söylemek mümkün olmaktadır.

Ancak her zaman bu konuda olumlu örneklerle karşılaşmak mümkün olmamaktadır. Yeni oluşturduğu kabinede enerji sektörü temsilcilerine de yer veren ABD Başkanı Donald Trump göreve başladıktan sonra iklim değişikliği politikalarını değiştirerek küresel ısınmanın olumsuz yönde etkilenmesine neden olabilecek bir yasa oluşturmuştur (Anadolu Ajansı, 2017). Bu örnekte, sürdürülebilirlik konuları içerisinde önemli bir yer tutan iklim değişikliği hakkında çıkar gruplarının devlet otoritesini etkilediği ve üzerinde yaşadığımız gezegenin sürdürülebilirliği açısından ne derece olumsuz yönde etkilediği görülmektedir.

Son olarak, aynı örgütsel alandaki profesyonel bir ağın veya endüstri birliğinin bir parçası olma baskısı da ortaya çıkabilmektedir. Belli sektörlerden firmalar daha katı çevresel düzenlemelerden kaçınmanın bir yolu olarak çevre uygulamalarını destekleyebilmektedirler. Bunun nedeni, sektörün düşük çevresel performansından kaynaklanabilmektedir.

2.6.4.4. Kurumsal itibar

Kurumsal itibar kısaca, paydaşların şirket hakkında zihinlerinde oluşturduğu olumlu ya da olumsuz değer yargıları olarak ifade edilmektedir. Bu bağlamda kurumsal itibar çok önemli olmaktadır çünkü paydaşlar karar vermeden

önce firmanın itibarını mutlaka göz önünde bulundurmaktadırlar (Maden, Arıkan, Telci, ve Kantur, 2012: 655).

Deloitte Touche Tohmatsu'nun (Deloitte) kurumsal itibar riski ile ilgili olarak 2014 tarihli araştırmasından şirketlerin kurumsal itibarlarını çok önemsedikleri ve yaşanacak olası bir itibar sarsıcı durumda itibar riskini yönetme yeteneklerini geliştirmek için yatırımlar yaptıkları sonucu çıkmaktadır. Şirketler bu konuya önem vermektedir çünkü itibara ilişkin sorunlar şirketin gelir ve marka değeri üzerinde büyük bir etkiye sahip olmaktadır (Deloitte, 2014).

Örneğin, sürdürülebilirlik konularına yönelik olarak daha aktif tutumlar sergilemek şirket itibarı açısından olumlu sonuçlar doğurmaktadır (Herzig ve Schaltegger, 2006: 303). Artan itibar da elbette ki ileride şirkete maddi anlamda bir katkı sağlamaktadır. Bu açıdan sürdürülebilir faaliyetlerin raporlanması kurumsal itibara katkı sunmaktadır.

Bunun yanında, menkul kıymet borsalarında yasaklı faaliyetlere göz yumulması, yatırımcının borsadan çıkışına neden olacak birtakım kurallar uygulamaya koymak ya da yabancı yatırımcıyı engelleyici birtakım düzenlemelere gitmek gibi uygulamalar da borsaların itibarını zedelemektedir. Zira bu tür yaptırımlar günümüz liberal ekonomi kurallarına da aykırılık teşkil etmektedir. Buna benzer şekilde borsada işlem gören bir şirketin çok ciddi dolandırıcılık olayına maruz kalması veya bunun gibi uygunsuzluklar ile karşılaşması itibar kaybına neden olmaktadır. Ayrıca bu durum borsa açısından da olumsuz bir etki yaratmaktadır.

Dolayısıyla, gerçeğe uygun ve zamanında bilgi paylaşımında bulunmak, işlemlerde son derece açık ve şeffaf davranmak gibi paydaş beklentilerini karşılamak kurumsal itibar üzerinde olumlu etkiler yaratmaktadır. Bu nedenle şirketler bu konuya ciddi boyutta önem vermektedir.

2.7. Türkiye’de Sürdürülebilirlik

2.7.1. Türkiye’de Sürdürülebilirliğe Yönelik Genel Bakış

Sosyal sorumluluk ve sürdürülebilirlik uygulamaları çerçevesinde dünya genelinde önemli adımlar atılmıştır ve atılmaya devam edilmektedir. Türkiye özellikle son yıllarda sürdürülebilirlik konusunda çeşitli girişimlerde bulunarak

sosyal, çevresel, yönetsel, etik açılardan bu konuları takip etmeye gayret göstermektedir.

Sürdürülebilirliğin kapsamına şirketlerin faaliyetlerindeki genişlemelerle birlikte özellikle 1990'lı yıllardan sonra kurumsal anlamlar yüklenmeye başlanmıştır. Paydaşlar ve şirket arasındaki ilişkinin temelinde sosyal sorumluluklar ve sürdürülebilir faaliyetler artan oranda yer almaya başlamıştır.

Elbette ki Türkiye de sürdürülebilirlik konusunda dünyadaki gelişmelerden etkilenmektedir. Türkiye'de 1980'lerden sonra yaşanan ekonomik dönüşüm ile birlikte önceleri hayırseverlik adı altında yürütülen birtakım faaliyetlerin günümüzde kurumsal sosyal sorumluluk veya sürdürülebilirlik adı altında yürütüldüğü anlaşılmaktadır. Söz konusu faaliyetler daha önceleri pek dile getirilmemekte ve dolayısıyla şirketlerce pek önemsenmemektedir (Alakavuklar, Kılıçaslan, ve Öztürk, 2009). Ancak bu tür faaliyetler günümüzde kurumsal imaj ve itibar açısından önemli görüldüğü için şirketler bu konuya daha ciddi yaklaşmaktadır. Bu yüzden şirketler sürdürülebilir çalışmalara önem vermektedir.

Gelişmekte olan ülkelerden biri olarak, Türkiye'de çevresel, sosyal ve ekonomik konular ve bu konulara yönelik yürütülecek politikalar giderek önem kazanmaktadır. Bu konulardaki gelişmeleri yakından takip etmek ve sorunlara çözümler geliştirmek amacıyla Türkiye birtakım inisiyatiflerde ve gönüllü girişimlerde görev almaktadır. Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu (TİSK) öncülüğünde 2016 yılında gerçekleştirilen bir çalışmada Türkiye'de sürdürülebilirlik kapsamında atılan adımlara ilişkin çeşitli bilgiler sunulmaktadır. Türkiye'nin 1992 yılında BM Biyolojik Çeşitlilik Sözleşmesi'ni imzaladığı bilinmektedir. Bunun yanında 1994 yılında BM Çölleşme ile Mücadele Sözleşmesi'ni imzalayarak taraf ülkelerden biri konumuna gelmiştir ve bu amaçla 2005 yılında Ulusal Eylem Planı'nı hazırlamıştır. Birleşmiş Milletler Habitat Konferansı, 1996 yılında İstanbul'da gerçekleştirilmiştir. Daha önceden hazırladığı Ulusal Biyolojik Çeşitlilik Stratejisi ve Eylem Planı'nı 2007 yılında güncellemiştir. 2004 yılında, BM İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi'ne taraf olmuştur. Kyoto Protokolü'ne de 2009 yılında taraf olmuştur. Ayrıca 2002'de Dünya Sürdürülebilir Gelişme Konferansı (Johanesburg Zirvesi), 2012 'de Rio + 20 Zirvesi de bu kapsamda Türkiye'nin katkı sağlamış olduğu girişimler arasında bulunmaktadır (TİSK, 2016: 23).

Araştırma bulgularına göre, 2013 ile 2015 yılları arasındaki dönemde Türkiye’de sürdürülebilirlik konusundaki farkındalık düzeyi açısından önemli bir gelişme olduğu gözlemlenmektedir. 2013 yılı çalışmasında yaklaşık olarak % 53 olan farkındalık düzeyinin 2015 yılında yaklaşık olarak % 96’ya yükselmiş olması dikkat çekmektedir.

Yine aynı raporda, şirketlerin çevre, enerji maliyetlerinin düşürülmesi, enerji verimliliği, toplumsal cinsel eşitliği ve eğitim konularına daha fazla ağırlık verdikleri görülmektedir. Buna karşın, yenilenebilir enerji üretimi, engelliler ve iş sağlığı ve güvenliği konularında daha fazla farkındalık yaratılması gerekmektedir (TİSK, 2016).

Görünen odur ki, Türkiye 1992 yılından bu yana gelişen süreçte sürdürülebilirliğe yönelik oluşturulan uluslararası sözleşmelere taraf olmaktadır. Dahası, uluslararası boyutta tartışılan konularla ilgili imzalanan bu sözleşmelerin kendi mevzuatlarına aktarılması için gerekli yasal ve kurumsal çalışmaları da yapmaktadır. Söz konusu yasal düzenlemeler aynı zamanda iş çevrelerini de bu konulara yönelim göstermeleri açısından teşvik etmektedir. Sürdürülebilir yatırımlara yönelen, sürdürülebilir eylemlerde bulunan şirketlerin makro ölçekte rekabet etme şansının arttığı bilinmektedir.

Sürdürülebilirlik kapsamında yürütülen çalışmalarda hedeflenen amaç ve önceliklere çeşitli dönemlerde hazırlanan Kalkınma Planları’nda da yer verilmektedir. Bu amaçla enerji verimliliği, ulusal deprem, iklim değişikliği, sanayi, eğitim, kırsal kalkınma, atık yönetimi, biyolojik çeşitlilik, ağaçlandırma stratejilerinin oluşturulmasına ve geliştirilmesine yönelik birçok yasal, kurumsal ve finansal düzenleme yapılmıştır ve yapılmaya devam edilmektedir (T.C. Kalkınma Bakanlığı, 2012: 30-34).

İş dünyasının konuyla ilgili önemli girişimlerinden İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği (SKD), Türkiye’de sürdürülebilirlik ile ilgili yürütülecek politikalara katkıda bulunmak amacıyla oluşturulmuş bir dernek olarak faaliyette bulunmaktadır. Bu amaçla faaliyetlerini sürdüren derneğin sürdürülebilirliği iş dünyasına ve kamuoyuna tanıtmak, sürdürülebilirlik uygulamalarını teşvik etmek, sürdürülebilirlik ile ilgili politikalar oluşturmak ve bu konuda uygun araçlar yoluyla kapasiteyi artırmak şeklinde belirlediği birtakım hedefleri bulunmaktadır (SKD, 2017).

2.7.1.1. Türkiye’de sürdürülebilirliğe yönelik temel sorunlar

Türkiye’de sürdürülebilirliğe yönelik temel sorunlar konuya bir kapsam belirlemek açısından çevresel, sosyal ve yönetim (Sabancı Üniversitesi, 2014) alt başlıkları halinde tartışılmaktadır. Bu sorunların genel anlamda çözümüne yönelik belirli düzeylerde birtakım faaliyetler ilgililerce yürütülmektedir. Ancak özellikle son dönemde söz konusu sorunların çözülmesinde engel teşkil eden birtakım olumsuz gelişmeler yaşanmıştır ve yaşamaya devam etmektedir.

Öncelikle şunu belirtmek gerekir ki, sürdürülebilirliğe yönelik ülkede var olan temel problemlerin dışsal kaynaklı birtakım olumsuz gelişmelerle beslenerek daha da büyüdüğüne şahit olunmaktadır. Suriye ve Irak gibi komşu ülkelerde yaşanan iç savaşlar Türkiye üzerinde ciddi etkiler yaratmaktadır. Özellikle Suriye’de yaşananlar, birçok Suriyeli göçmenin ülkesindeki savaştan kaçarak başka ülkelere kaçak olarak girmelerine, iltica etmelerine sebep olmaktadır. Bu durumdan en çok etkilenen ülkelerin başında Türkiye gelmektedir. Suriye’de yaşananlar, kaçak göçmenlerin Türkiye’ye akın etmesi, sınır ötesinde beliren radikal İslamcı terörist gruplar ve ayrıca İstanbul, Ankara gibi büyük metropollerde yaşanan terörist eylemler Türkiye’de sürdürülebilirliğin temel sorunlarına yönelik çözümler üzerinde önemli etkiler yaratmaktadır. Bunun yanında, 15 Temmuz 2016 tarihinde yaşanan darbe girişimi de bu sorunların çözümü karşısında engel teşkil eden gelişmelerden biri olarak bilinmektedir.

Dolayısıyla, temel sorunlar tartışılırken konunun bu yönünün kesinlikle unutulmaması gerektiği tarafımızca düşünülmektedir.

2.7.1.2. Çevresel sorunlar

Sürdürülebilirliğin sağlanması noktasında çevresel duyarlılığın oluşması önemli bir yer tutmaktadır. Gelişmiş ülkelerde olduğu gibi, Türkiye’de de sürdürülebilir bir kalkınma yakalanabilmesi en başta doğanın ve doğal kaynakların korunması ile mümkün olabilmektedir. Çevrenin korunması için çaba harcanması, haliyle çevre kalitesinin iyileştirilmesine neden olmaktadır. Çevre kalitesinin iyileştirilmesi de çevrenin ve doğal kaynakların gelecek nesillere aktarımında önem arz etmektedir.

Bu amaçla, günümüzde özellikle gelişmiş ülkeler sera gazı emisyonlarının kontrolü için çeşitli düzenlemeleri hayata geçirmektedir. Dahası, bu ülkelerde

yenilenebilir enerji kullanımının teşvik edilmesi ve enerji verimliliğinin artırılması için de düzenlemeler yapılmaktadır.

Türkiye’de sürdürülebilirliğin çevresel boyutuna ilişkin ilerlemeler Avrupa Birliği (AB) üyelik sürecinin bir parçası olarak görülmektedir. Bu süreçte birlikte çevresel politika ve mevzuat oluşturmak için çeşitli adımlar atılmaktadır. Bu kapsamda Türkiye’de özellikle son yıllarda sera gazı emisyonunun azaltılması, yenilenebilir enerjinin daha sık kullanılması ve enerji verimliliğinin artırılması gibi konularda birtakım ilerlemeler yaşanmaktadır. Yale ve Columbia üniversitelerinin ortaklaşa hazırlamış olduğu 2016 yılı Çevresel Performans Endeksi verilerine göre Türkiye, 180 ülke arasında 99. sırada yer almaktadır. Enerji verimliliği, biyoçeşitlilik, hava kalitesi, CO₂ salınımı, su kaynaklarının temizliği, içme suyu kalitesi, iklim değişikliği gibi yirmiden fazla gösterge üzerinden hesaplanan ağırlıklı puanlara göre yapılan sıralamada Türkiye’nin kendine ancak orta sıralarda yer bulabildiği görülmektedir. Gruplandırmayı dünya genelinden çıkarıp, Doğu Avrupa ve Orta Asya şeklinde bir kategori oluşturulduğunda ise Türkiye’nin bu gruba dahil olabilen 17 ülke arasında ise ancak 15. sırada yer alabildiği araştırmadan çıkan bir başka sonuç olarak görülmektedir (Yale ve Columbia, 2016).

Bir başka uluslararası kuruluş tarafından gerçekleştirilen 2016 yılına ait bir araştırmada 61 ülkenin yer aldığı İklim Değişikliği Performans Endeksi’nde Türkiye 50. sırada yer almaktadır. Emisyon hacmi, yenilenebilir enerji, enerji verimliliği ve iklim politikası gibi sürdürülebilirliği ilgilendiren ana konulara ilişkin ulusal uygulamalarından elde edilen ağırlıklı puanlara göre Türkiye’nin “çok kötü performans” sergilediği anlaşılmaktadır. 2014’de 54, 2015’de 51, 2016’da 50. sırada yer alan Türkiye’nin bu alanda az da olsa bir gelişim gösterdiği anlaşılmaktadır (German watch ve Climate Action Network, 2016: 9).

İlgili araştırmada Türkiye’nin adının geçtiği bölümlere ilişkin olarak dikkat çeken konular kömür tüketimi ve CO₂ emisyonu şeklinde karşımıza çıkmaktadır. Buna göre, kömür kullanımı gelişmiş ülkelerin çoğunda azalmaktadır. ABD (% -11), Kanada (% -5), Almanya (% -3), İngiltere (% -16), Türkiye (% -13), Çin (% -6), Japonya (% -5) ve Güney Afrika (% -2) küresel kömür tüketiminin düşmesinde aldıkları skorlarla dikkat çekmektedir (German watch ve Climate Action Network, 2016: 4).

Kişi başına düşük enerji tüketimi ile ilgili olarak CO₂ emisyonu açısından iyi performans gösteren ülkeler arasında Türkiye de bulunmaktadır. Bu kategoride değerlendirilen diğer ülkeler ise Mısır, Endonezya, Brezilya, , Fas, Meksika ve Tayland şeklinde oluşmaktadır (German watch ve Climate Action Network, 2016: 12).

Avrupa Komisyonu, Türkiye için dönemsel olarak hazırladığı ilerleme raporlarının sonucunda, çevre mevzuatının uygulanmasının oldukça zayıf kaldığını ortaya koymaktadır. Çevre ve iklim değişikliği ile ilgili olarak rapordan öne çıkan detaylar özet şeklinde aşağıda sunulmaktadır (AB Komisyonu, 2016: 96-98).

Hava kalitesi, su kalitesi ve atık yönetimi ile ilgili olarak yürütülen çalışmalar, bu alanlardaki gelişmelerin AB müktesebatı standartlarına getirilmesine gayret gösterilmektedir.

Endüstriyel kirlenme ve risk yönetimi ve kimyasalların etkileri ile ilgili olarak AB müktesebatına uyum henüz sağlanamamaktadır. Bunun yanında gürültü konusunda ilerleme kaydedilmektedir. Gürültü haritaları ve yerel gürültü eylem planları hazırlanarak mevzuata uyum gösterilmektedir.

İklim değişikliği ile ilgili olarak da AB müktesebatına uyum stratejisi hazırlandığı anlaşılmaktadır. Ancak oluşturulan stratejiler henüz yeterince uygulanmamaktadır. İklim değişikliği konusunda Türkiye'nin, ulusal iklim değişikliğiyle mücadele politikalarını ve tedbirlerini geliştirmesi gerekmektedir.

Genel anlamda şunu söylemek gerekir ki, Türkiye açısından AB müktesebatıyla tam uyum süreci gerçekten zor geçmektedir. Mevzuat uyumunda ilerlemeler kaydedilmiş olsa da uygulamada zayıf kalınmaktadır. Kamuoyu, çevre sorunları ve iklim değişikliği konusunda öncesine nazaran daha bilinçli olmakla birlikte çevresel sürdürülebilirliği sağlamak için büyük yatırımların gerekeceği öngörülmektedir. Ayrıca halkın çevresel konularda katılımının sağlanması ve bilgiye erişim imkanının kısıtlanmasına yönelik birtakım eleştiriler olduğu raporda belirtilmektedir.

2.7.1.3. Sosyal sorunlar

Türkiye açısından çevre ve iklim değişikliği gibi çevresel konularda sürdürülebilirliği yeterli ölçüde sağlamakta birtakım zorluklarla karşılaşmaktadır. Diğer yandan sosyal açıdan sürdürülebilirliğin sağlanmasına yönelik adımlar da atılmaktadır. Bazı AB ve OECD ülkelerindeki reform ihtiyaçlarını tanımlayan uluslararası ölçekli bir platform olan Sustainable Governance Indicators (SGI) (2016) Türkiye raporunda sosyal sorunlar çeşitli başlıklar altında incelenmektedir. Sosyal sorunların geniş bir boyutu kapsadığı bilinmektedir. Bu sebeple, konuya bir çerçeve çizmek açısından ilgili sorunları kısaca belli başlı konu başlıkları şeklinde incelemenin daha sağlıklı anlaşılacağı tarafımızca düşünülmektedir. Dolayısıyla, eğitim, istihdam, iş sağlığı ve güvenliği, sosyal politikalar, kadın erkek eşitliği, sağlık gibi konu başlıklarını bu çerçeve içerisinde kısaca tartışmanın daha yararlı olacağı düşünülmektedir.

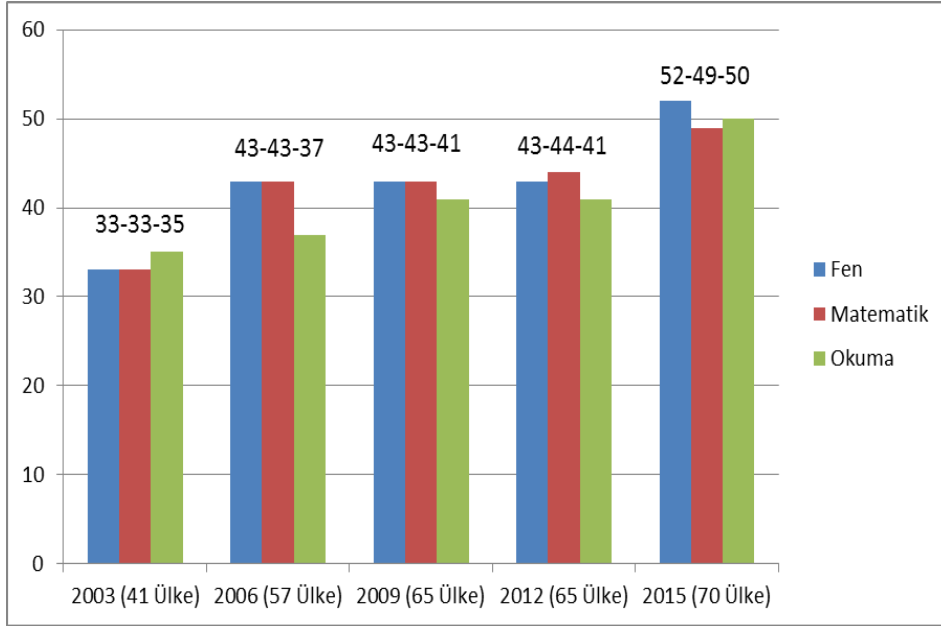
Örneğin eğitim alanında var olan birtakım sorunlar yaşanan olumsuz gelişmelerden sonra artarak devam etmektedir. 15 Temmuz süreci ile bağlantısı tespit edilen eğitim sektörü çalışanlarının sektör dışına atılmasının, yine aynı şekilde terör yapılanmasıyla ilgisi olduğu ortaya konulan birtakım eğitim öğretim kurumlarının ve üniversitelerin kapatılmasının kısa vadede sektörde aksaklıklara yol açabileceği düşünülmektedir. Fakat bunun yanında Erasmus programını ve Bologna sürecini uygulama bakımından ilerlemeler yaşanmaya devam edilmektedir (AB Komisyonu, 2016: 95).

Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) 2016 yılı içerisinde yayınladığı eğitim alanındaki sonuçlara göre Türkiye'de eğitim harcamaları 2015 yılında bir önceki yıla göre yaklaşık %12 oranında artarak 135 milyar 22 milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Yine 2015 yılında bir önceki yıla göre eğitim harcamalarının en çok arttığı eğitim düzeyleri %31 ile okulöncesi, %25 ile ortaöğretim olmuştur. Bu dönemde yapılan eğitim harcamalarının %74'ü devlet tarafından finanse edilmiştir. Eğitim için yapılan toplam harcamaların en büyük kısmı yükseköğretim düzeyinde gerçekleştirilmekle birlikte, devlet kurumlarınca yapılan harcamaların yaklaşık olarak %30'unu ilkokulların, %28'ini ise yükseköğretimin oluşturduğu ilgili istatistik sonuçlarından anlaşılmaktadır. Yine aynı dönemde eğitim harcamalarının, GSYİH'ye oranı yaklaşık olarak %6 düzeyinde gerçekleşmiştir (TÜİK, 2016).

2015 yılında Türkiye’de gerçekleştirilen Ar-Ge harcamasının GSYİH içindeki payı %1,06 olmuştur. 2014’de bu oran %1,01 şeklinde gerçekleşmiştir. Ar-Ge harcamalarının 2015 yılında %50’si özel kesim tarafından finanse edilirken bunu %28 ile kamu kesimi izlemiştir (TUIK, 2016). Buradan, Ar-Ge yatırımlarını desteklemek için daha etkin stratejiler geliştirmeye ihtiyaç duyulmakta olduğu sonucu çıkmaktadır.

AB ilerleme raporundan (2016: 39-40) okullaşma ve eğitime erişim oranlarının son dönemde neredeyse durma noktasına geldiği anlaşılmaktadır. Okullaşma oranı ilköğretimde %95, ortaöğretimde %80, yükseköğretimde ise yaklaşık %40 düzeyinde seyretmektedir. Raporda eğitimde yapılan reformlar desteklenme birlikte eğitim gündeminin sürekli takip edilmesi gerektiği vurgulanmaktadır. Eğitim alanında kaliteyi daha da artırmak ve eğitimin her bireyin hakkı olduğu göz önünde bulundurularak bireylerin eğitim hakkına erişiminin yaygınlaştırılması gerekmektedir. Her ne kadar, 3 ile 5 yaş arası ilköğretime ve yükseköğrenime kayıt oranları artış gösterse de Türkiye bu anlamda hala OECD ortalamalarının altında yer almaktadır (WB, 2015: 9).

Eğitim ile ilgili son olarak geçtiğimiz günlerde yayınlanan Uluslararası Öğrenci Değerlendirme Programı (PİSA) testi sonuçlarına değinmekte yarar görülmektedir. PİSA, aralarında OECD üye ülkelerinin de bulunduğu belirli sayıdaki ülkelerde uygulanmaktadır. Üç yılda bir tekrarlanmaktadır. 2015 araştırmasında 35’i OECD üyesi olan 72 ülkeden 15 yaşında olan 540.000 öğrenci yer almaktadır (Milli Eğitim Bakanlığı, 2016: 3). Sonuçlara göre, Türkiye bilim, matematik ve okumada OECD ortalamasının altında kalmaktadır.



Şekil 2.18. PİSA 2015 Türkiye'nin Sıralaması

Şekil 2.18.'den çıkan sonuçlara göre okuduğunu anlamakta zorlanan ve analitik becerileri zayıf olan bir öğrenci profili ortaya çıkmaktadır. Sıralamada yıllar itibariyle gerilemeler yaşandığı dikkate alındığında bu durum Türkiye'nin geleceği açısından düşündürücü sonuçlar doğurmaktadır. Bu sonuçların ortaya çıkmasında ne derece eğitim sisteminin etkisi olduğuna yönelik değerlendirmeler yapılması gerekmektedir. Müfredat gözden geçirilerek, gerektiği takdirde revize edilmesi sağlanmalıdır. Özellikle matematik ve fen bilimleri alanlarında ders sorumlularının kendi bilgilerini sürekli güncel tutmaları gerekmektedir.

TUİK (2016) verilerine göre sağlık harcamaları, 2015 yılında yaklaşık %10 oranında artarak, 104 milyar 568 milyon TL'ye ulaşmıştır. Toplam sağlık harcamasının GSYİH'ye oranı 2014 ve 2015 yıllarında değişmeyerek %5,4 seviyesinde kalmıştır. Bununla birlikte, sağlık harcamalarının yaklaşık beşte dördü genel devlet bütçesinden karşılanmıştır. Sosyal koruma yardımlarının GSYİH içindeki payı ise %12 olarak gerçekleşmiştir. Bunun içerisinde, emekli/yaşlılara yapılan harcamalar %6 ile en büyük paya sahip olmuştur. Daha sonra sırasıyla, hastalık/sağlık bakımı harcamaları ve dul/yetim harcamaları gelmiştir. Ölüm nedenleri incelendiğinde, dolaşım sistemi hastalıklarından ölümler, iyi ve kötü huylu tümörlerden ölümler ve solunum sistemi hastalıklarından ölümler dikkat çekmektedir. Buna karşın, tütün kullanımı, fiziksel hareketsizlik ve dengesiz

beslenmenin insan sağlığı üzerindeki olumsuz etkilerine yönelik olarak farkındalık artırma faaliyetleri devam etmektedir (AB Komisyonu, 2016: 99). Sağlık alanında, Dünya Bankası (2015: 10) tarafından, Türkiye için en önemli zorluk olarak, sağlık hizmetlerine olan aşırı talep artışı, nüfusun yaşı ve yeni teknolojilerin maliyetleri gibi konular gösterilmektedir.

İş sağlığı ve güvenliği ile ilgili olarak AB Komisyonu tarafından Türkiye'ye birtakım eleştiriler getirilmektedir. AB standartlarına uyum için gereken hazırlıkların bir an evvel tamamlanması çağrısı yapılmaktadır. İş kazalarının azaltılması, çocuk işçiler, kayıt dışılık gibi sıkıntılar iş sağlığı ve güvenliği açısından sorun olmaya devam etmektedir. Özellikle madencilik gibi ağır sektörlerde önleyici ve caydırıcı tedbirler oluşturulması gerekmektedir. İstihdam ve sosyal politikada kadınlar, ağırlıklı olarak düşük beceri gerektiren işlerde istihdam edilmektedir. Ayrıca, yönetici kademelerinde kadın temsil oranı düşük kalmaktadır. Ücret farklılıkları, istihdam ve sosyal politikada kadın ile erkek arasındaki eşitlik açısından sorun olmaya hala devam etmektedir. Engelli kişiler, sosyal dışlanma ve yoksulluk riskiyle karşı karşıyadır ve bu kişilerin istihdamını artırmaya yönelik tedbirler etkisiz kalmıştır. Kamu sektöründe engelli istihdam oranı %2 civarında olup, bu oran, taahhütlerin altında seyretmektedir (AB Komisyonu, 2016: 65).

2.7.1.4. Yönetişim sorunları

Şirketleri büyüklüklerine göre, ortaklık yapılarına göre, borsada işlem görme durumlarına göre ayırarak şeffaflığa yönelik uygulamalarını değerlendirmek mümkün olmaktadır. Ölçeğe göre dağılımda Türkiye'de işletmelerin %99,8'lik kısmını Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler (KOBİ) oluşturmaktadır. Sayısal üstünlüklerinin yanı sıra toplam maaş ve ücretlerin %54,1'ini, istihdamın %73,5'ini ve cironun %62'sini gerçekleştiren KOBİ'ler, Türkiye ekonomisinin yapı taşını oluşturmaktadır. Dış ticaretteki payları da giderek yükselmektedir. 2015 yılında toplam ithalatın %37,7'sinde, ihracatın ise %55,1'inde KOBİ'lerin payı bulunmaktadır (TUİK, 2016). Uluslararası Şeffaflık Örgütü (2017a: 119) Türkiye analizinde yer alan bilgiye göre ortaklık yapısı açısından incelendiğinde Türkiye'de KOBİ'lerin çok büyük bir bölümünün aile şirketi yapısında örgütlendiği görülmektedir.

Türkiye'de yönetişimde temel sorunlardan biri olarak şirketlerin mülkiyet yapıları görülmektedir. Çünkü büyüklüğü ne olursa olsun işletmeler her ülke ekonomisinde önemli bir yere sahip bulunmaktadır. Özellikle KOBİ'ler Türkiye'de ekonomik açıdan daha büyük etkiler yaratma kabiliyetine sahip olmaktadır. Genellikle aile şirketleri şeklinde örgütlenen KOBİ'lerde ortak sayısı ile ortakların akrabalık durumları arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır (Uluslararası Şeffaflık Örgütü, 2017a: 120). Bu tarz şirketlere yönelik yapılan eleştirilerin büyük çoğunluğu genelde kurumsallaşamama üzerinden yürütülmektedir. Bu nedenle, aile şirketlerinin sürdürülebilirliği açısından kurumsallaşmaları ve şirket kültürünün sonraki kuşaklara en iyi şekilde aktarılması gerekmektedir (Sabancı Üniversitesi, 2014: 12). Zira Türkiye'de ekonomiye önemli katkılarına rağmen, aile işletmelerinin ömürleri uzun ve nesilden nesile geçişleri çok mümkün olamamaktadır (Uluslararası Şeffaflık Örgütü, 2017a: 121).

Bununla birlikte, yönetim alanında yaşanan zorluklardan bir diğeri olarak ise rüşvet ve yolsuzlukların olduğuna dair var olan bakış açısını değiştirmekte yaşanan sıkıntılar gösterilmektedir (Sabancı Üniversitesi, 2014: 12). Bu açıdan Uluslararası Şeffaflık Örgütü'nün 2017 yılının başında bir önceki yıl olan 2016'ya ilişkin hazırladığı Yolsuzluk Algı Endeksi'ne göre Türkiye'de kurumlar kurumsal yönetimin gereklerini yerine getirmede ve yolsuzlukla mücadele konusunda pek de iyi bir performans sergileyememektedir. 176 ülkenin yer aldığı listede Türkiye 75. sırada yer almaktadır. Rapora göre, yolsuzluğun temel nedenleri dünya genelinde incelendiğinde sosyal eşitsizlik, otoriter yönetimler, kurumsal zayıflık, hak ve özgürlük ihlalleri, savaşlar gibi nedenler ön plana çıkmaktadır. Türkiye'nin yolsuzlukla mücadelede başarısız olarak nitelendirilmesinin altında ise özellikle son yıllarda kayda değer bir gelişme yaşanmaması, şeffaflıktan ve katılımcı yönetim anlayışına gereken hassasiyetin gösterilmemesi gibi nedenler yatmaktadır (Uluslararası Şeffaflık Örgütü, 2017b). Oysaki kurumsal yönetimin olmazsa olmaz unsurlarından olan şeffaflık ve hesap verebilirlik şirket değerinin daha da yükselmesine neden olabilmektedir. Bu sayede yatırımcının şirket ve piyasa bilgilerine erişebilmesi esastır. O yüzden şeffaflık, yolsuzlukla mücadele, bilgiye erişim özgürlüğü üzerinde önemle durulması gereken konular olarak karşımıza çıkmaktadır.

Diğer yandan şirketlerin kurumsal kimliklerine sürdürülebilirlik yaklaşımını entegre etmeleri şeffaflık ve hesap verebilirlik kavramlarının kapsamını genişletmektedir (BİST, 2014a: 33). Etkin bir sürdürülebilirlik

anlayışının yani paydaşlarla iletişimde etkinlik ve şeffaflık, hesap verebilirlik, bağımsız bir denetim anlayışı gibi unsurların Türkiye ekonomisinin yapı taşı olan KOBİ'ler özellikle de mikro ve küçük ölçekli işletmeler açısından tam anlamıyla uygulanabilmesi pek de mümkün görünmemektedir (Uluslararası Şeffaflık Örgütü, 2017a: 124).

Konuya borsaya kayıtlı olma açısından bakacak olursak, konuyla ilgili düzenlenen kanun ve yönetmelikler çerçevesinde faaliyetine devam eden şirketlerde sürdürülebilirlik uygulamaları açısından çok iyi örneklerle karşılaşılmaktadır. Çünkü borsada şartların sağlanmaması durumunda yaptırımlar ön plana çıkmaktadır. Ancak iyi örneklerin yanında zaman zaman borsa şirketlerinde bile yolsuzlukla mücadele, hesap verebilirlik ve şeffaflık konularında ilerleme kaydedemeyen şirketler bulunmaktadır (Uluslararası Şeffaflık Örgütü, 2017a: 124).

AB Komisyonu'nun hazırladığı ilerleme raporunda da bu konuya ilişkin benzer ifadelere rastlanılmaktadır. Buna göre, yolsuzluk birçok alanda etkisini hissettirmeye devam etmektedir (AB Komisyonu, 2016: 4).

Bütün bunların yanında şirketlerin hukuksal anlamda düzenlemelerine yönelik olumlu gelişmeler kaydedilmektedir. Şirketler hukuku, muhasebe ve bağımsız denetim alanında kapsamlı çalışmalar yürütülmektedir. Muhasebe ve bağımsız denetim alanında Türkiye'de, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) ve Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) uygulanmaya devam etmektedir (AB Komisyonu, 2016: 48).

Sonuç olarak, Türkiye'de demokrasiye doğrudan yapılan darbe girişimi, sınır komşularımızdaki siyasi ve askeri gelişmeler sürdürülebilirliğe ilişkin yürütülen politikaların aksamasına sebep olmaktadır. Yönetişim alanında Türkiye'ye yönelik yapılan eleştiriler genellikle kurumsal politikalarda şeffaflık eksikliği, bilgiye erişim özgürlüğü, yolsuzlukla mücadele gibi konular üzerinden yürütülmektedir.

Yukarıda değinilen konulardaki eksiklikler tüm sistemi etkilemektedir. İş dünyasının, medya kuruluşlarının, sivil toplum örgütlerinin şeffaflık ve yolsuzlukla mücadelede daha fazla sorumluluk almaları gerekmektedir. Unutmamak gerekir ki bu noktada söz konusu sivil örgütlerin mücadeleyi

başarıyla sürdürebilmesi için devlet tarafından getirilecek düzenlemelerle kendilerine yardımcı olunması gerekmektedir.

2.7.2. Borsa İstanbul'da Sürdürülebilirlik

Sürdürülebilirlik ile ilgili Türkiye'de çaba gösteren kurumların başında BİST gelmektedir. BİST, sürdürülebilirlik kapsamında çeşitli projeler geliştirerek şirketlerin konuya duyarlılığını artırmaya çalışmakta, bu anlamda şirketlere ve paydaşlarına çeşitli destekler sunmaktadır. Şekil 2.19., sürdürülebilirlik stratejisi çerçevesinde BİST'in öncelik verdiği konuları göstermektedir (BİST, 2015: 19).



Şekil 2.19. BİST’de Öncelikli Konular

Şekil 2.19.’dan şeffaf ve hesap verebilir kurumsal yönetim, iş sürekliliği ve teknolojik risklerin yönetimi, kapasite geliştirme, piyasa gözetimi, inovasyon

ve etkin piyasa konularının BİST tarafından yüksek öncelikli konular olarak belirlendiği anlaşılmaktadır.

Aslında BİST, sürdürülebilirlik anlayışını destekleyen çalışmalarını 1990'lı yılların sonuna doğru başlatmıştır. Bu kapsamda BİST'in öncülük ettiği girişimlerden önemli görülenlerin yer aldığı liste, Çizelge 2.10. aracılığıyla aşağıda gösterilmektedir.

Çizelge 2.10. Sürdürülebilirlikte Kilometre Taşları

Tarih	Etkinlik	Tema
1997	BİST Okulları	Eğitime destek
2005	UNGC İmzalanması	İnsan hakları, çalışma standartları, çevre ve yolsuzlukla mücadele
2007	BİST Kurumsal Yönetim Endeksi	BİST Kurumsal Yönetim İlkeleri
2010	UNPRI İmzalanması	Sürdürülebilir yatırımları teşvik etmek
2012	SSE Kurucu Üyeliği	Sürdürülebilirlik uygulamalarını yaygınlaştırmak
2013	Sürdürülebilirlik Platformu	Paylaşım ağı yaratmak
2014	SWG Üyeliği BİST Sürdürülebilirlik Endeksi	WFE üyesi borsalar arasında bu konudaki gelişmeleri yönlendirmek, Sürdürülebilir yatırımlara değer veren yatırımcıların ilgisini çekmek
2015	Sürdürülebilirlik Raporlaması Paydaş Analizi	Paydaşlar üzerindeki etkileri anlamak
2016	BİST Sürdürülebilirlik Raporu UNWEP İmzalanması	BİST sürdürülebilirlik faaliyetleri hakkında paydaşları bilgilendirmek, BM Kadının Güçlenmesi Prensipleri

Kaynak: BİST, 2014b: 7; BİST, 2015: 22-23

Görüldüğü üzere BİST sürdürülebilirlik anlayışının teşvik edilmesi, şirketlerce benimsenmesinin yaygınlaştırılması dahası sürdürülebilirliğin herkesçe benimsenen bir anlayış haline gelmesi için uzun yıllardır farklı konu başlıklarında girişimlerde bulunmaktadır. Bu çabaların bir kısmı uluslararası düzeyde diğer kısmı ise ulusal düzeyde gerçekleşmektedir. Eğitim, kültür ve sanat, çevre

yönetimi, sağlıklı ve güvenli bir çalışma hayatı, insan hakları, inovasyon, kurumsal yönetim gibi konularda paydaşlarla diyalogu ilerleterek şirketler açısından düzenleyici bir rol üstlenmektedir.

Her ne kadar BİST, yatırımcılara çeşitli finansal araçlar sunarak sermaye piyasalarının derinleşmesine katkı sunmak ve bu sayede piyasaları daha etkin ve daha istikrarlı kılmak gibi temel bir amaç taşısada sürdürülebilirliğinin gelişiminde de önemli katkılar sunmaktadır. Diğer bir ifadeyle, küresel düzeyde ekonomik büyüme ile birlikte sürdürülebilirliğe değer vererek daha sağlıklı bir toplumsal büyüme hedeflemekte ve bu anlamda katkılar sunmaktadır.

TİSK (2016) tarafından gerçekleştirilen çalışmada elde edilen sonuçlardan araştırma kapsamındaki 110 şirket içinde sürdürülebilirlik farkındalığı oranının genel anlamda % 95,5 oranında gerçekleştiği şeklinde anlaşılmaktadır. Şirketler arasında borsaya kayıtlı şirketlerin farkındalık oranı ise % 96,4 şeklinde açıklanmaktadır. Buna ilaveten sürdürülebilirlik faaliyetlerine katılım oranı genelde % 80, borsaya kayıtlı şirketlerde ise % 85,7 şeklinde çıkmaktadır (TİSK, 2016: 39-41).

Sürdürülebilirlik uygulamalarının borsaya kayıtlı olan şirketlerde genele kıyasla daha yüksek olduğu tespit edilmektedir. Dolayısıyla, borsaya kayıtlı olmanın bu konuda farkındalık yaratarak listedeki şirketlerin sürdürülebilirliğe dönük olarak daha fazla sayıda faaliyette bulunmasına neden olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, sürdürülebilirlik anlayışı şirketlerin paydaşlarına karşı daha şeffaf ve hesap verebilir olmalarını teşvik etmektedir. Bu yüzden kote şirketlerin sürdürülebilirlik uygulamalarına daha fazla yönelim sergilediği düşünülmektedir.

Aynı çalışmada şirketlerde sürdürülebilirlik konusunda bir yönetim biriminin bulunup bulunmamasına yönelik sonuçlar incelendiğinde, borsaya kayıtlı şirketlerin kayıtlı olmayanlara kıyasla daha fazla oranda faaliyetlerini bu konuda uzman bir birim yönetiminde gerçekleştirdikleri anlaşılmaktadır. Borsaya kayıtlı şirketlerdeki oran yaklaşık % 80 civarında görünmektedir (TİSK, 2016: 42). Oranın bu denli yüksek olmasının nedeni olarak, liste şirketlerinde sürdürülebilirlik ahlakına sahip olunması düşünülmektedir.

Corporate Knights (2016: 19) tarafından yapılan bir başka araştırmanın sonuçlarına göre ise, incelenen borsaların enerji kullanımı, karbon emisyonu, su kullanımı, atık yönetimi, iş kazaları, işgücü devir hızı ve ücret ödemeleri gibi belli başlı sürdürülebilirlik konularında elde edilen toplam skorlara göre 45 borsa arasından BİST'in 2015 ve 2016 yılları itibariyle sıralamada kendisine 34. ve 35. sırada yer bulabildiği görülmektedir. Her ne kadar sürdürülebilirlik uygulamalarındaki dünya borsalarındaki artan trend BİST için geçerli olsa da bu konuda daha fazla gayret göstermek gerektiği anlaşılmaktadır.

Sürdürülebilirliğin ülke gündemine daha sık girmesi, hükümetlerin ve de iş dünyasının kurumlarıyla bu tür faaliyetleri daha fazla teşvik etmesi gerekmektedir. Burada BİST'e de görev düşmektedir. Sürdürülebilirlik konusunda farkındalığı daha üst noktalara taşımak gerekmektedir. SSE'nin kurucu üyelerinden olan, WFE bünyesindeki SWG'nin aktif bir üyesi olan ve UNPRI imzacısı olan BİST, 2000'li yılların başından bu yana hem ulusal hem de uluslararası alanda sürdürülebilirlik çalışmalarına katkı sağlamaktadır. Diğer gelişmiş dünya borsaları gibi BİST de sürdürülebilirliğe yönelik endeks geliştirmekte, sürdürülebilirlik rehberleri oluşturmakta, birtakım analizlerle paydaşlarıyla ilişkiyi daha da geliştirmeye gayret göstermektedir. Belirlenen hedefler doğrultusunda Türkiye'de daha etkin bir finansal piyasa oluşturmak, katılımı genişletmek ve sürdürülebilirlik ile ilgili örnek uygulamalar geliştirmek zorunda kalmaktadır. Bir başka ifadeyle, Türkiye'de sürdürülebilirlik anlayışının daha fazla gelişimi için farklı uygulamalarla ve projelerle yatırımcının ve şirketlerin karşısına çıkmak durumunda kalmaktadır.

2.7.2.1. BIST sürdürülebilirlik endeksi

Menkul kıymet borsaları, günümüzde şirketlerin sürdürülebilir yatırımlarına ve eylemlerine giderek artan bir şekilde önem vermektedir. Şirketlerin birtakım uygulamalarının neticesinde açığa çıkacak etkiler şüphesiz ki paydaşları etkilemektedir. Dolayısıyla, paydaşların maruz kalabilecekleri risklerin kamuya açıklanması son derece önem taşımaktadır. Bunun için ise öncelikle çeşitli düzenlemeler yoluyla şeffaflığı ve hesap verebilirliği artırmak gerekmektedir. Bu sayede sürdürülebilirlik konusunda farkındalık yaratmak daha da mümkün olmaktadır. Tam bu noktada borsalar sürdürülebilirliği geliştirmek amacıyla bazı kararlar almakta ve bu kararları uygulamaktadırlar. Menkul kıymet borsalarının

sürdürülebilirliği geliştirmek adına ellerindeki en etkili silah son yıllarda sürdürülebilirlik endeksleri şeklinde karşımıza çıkmaktadır.

Diğer bir ifadeyle sürdürülebilirlik endeksleri, borsaların sürdürülebilirliği sağlamaya yönelik politikalara önem veren şirketleri ve yatırımcıları bir araya getirdiği platformlar olarak işlem yapmaktadır. Borsa İstanbul da son yıllarda sürdürülebilirlik konusunda giderek artan ilgiye kayıtsız kalmayarak bu alanda yatırımcısına hizmet vermektedir. Yani, şirketlerin sürdürülebilirlik uygulamalarına ilişkin bilgilerini yatırımcılara iletmeye gayret göstermektedir. Bu sayede oluşturulan endeks içerisinde yer alan şirketlerin ve bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların sürdürülebilirlik anlayışının gelişimine katkı sunmaktadır.

Çalışmanın 2.2.4. *Sürdürülebilirliğin Şirketlere Sağladığı Katkılar* kısmında da belirtildiği üzere kurumsal ölçekte sürdürülebilirlik şirketin uzun vadede varlığını sürdürmesine katkı sağlamaktadır. Şirketin eylemleri neticesince paydaşların karşılaşabileceği risklerin sosyal, çevresel, ekonomik ve hatta yönetim performansı üzerindeki etkilerini açıklayarak şeffaf ve hesap verebilir olmalarını sağlamaktadır. Sürdürülebilirlik endeksleri şirketlere şeffaflık ve hesap verebilir olmanın yanında kurumsal itibar, kaliteli işgücü, çalışan bağlılığı, ucuz finansman, marka değeri gibi fırsatlar sunmaktadır. Bu durum da şirketi sürdürülebilir kılmaktadır.

Dolayısıyla, Türkiye’de şirketlerin sürdürülebilirliğe dönük uygulamalarını ve bilgilerini sorumlu yatırımcılara iletmek amacıyla Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde BİST Sürdürülebilirlik Endeksi oluşturulmuştur. Kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst düzeyde olan borsaya kote şirketlerin yer aldığı bir endeks oluşturulmasındaki temel amaç şirketler arasında sürdürülebilirlik anlayışının ve uygulamalarının artırılmasıdır. Bununla beraber, endeks sayesinde yatırımcılar sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk ilkelerini benimseyen şirketlere yatırım yapma imkanına erişmektedir. Borsanın yatırımcısına sunduğu bu araç, yani BİST Sürdürülebilirlik Endeksi, yatırımcılar için kurumsal sürdürülebilirlik konusunda üst düzey bir performans sergileyen Türk şirketlerinin yer alacağı platform sağlamayı amaçlamaktadır (BİST, 2013-2017).

Bu amaçla, BİST ile bağımsız araştırma kuruluşu EIRIS arasında şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarını baz alan BİST Sürdürülebilirlik

Endeksinin hesaplanması için bir işbirliği yapılmıştır. Buna göre EIRIS, uluslararası sürdürülebilirlik kriterlerini baz alarak BİST şirketlerini değerlemeye tabi tutmaktadır. Söz konusu değerlemelerde ise yalnızca şirketlerin kamuya açık bilgilerinden yararlanılmaktadır. Endeks, 4 Kasım 2014 tarihinden bu yana XUSRD koduyla fiyat ve getiri olarak hesaplanmaya ve yayınlanmaya devam etmektedir. Endeks dönemi yılda bir defa olmak üzere Kasım-Ekim dönemini kapsamaktadır (BİST, 2013-2017).

2.7.2.2. Değerleme sürecine ve yöntemine ilişkin bilgiler

BİST Sürdürülebilirlik Endeksine seçilecek şirketleri belirlemek amacıyla yapılan değerlemeler “kamuya açık” bilgiler üzerinden yürütülmektedir. Kamuya açık bilgilerden, şirketlerin yıllık mali raporları, sürdürülebilirlik raporları, kurumsal sosyal sorumluluk raporları, web siteleri üzerinden elde edilen bilgiler ile CDP raporları gibi bağımsız kişi ya da kuruluşlarca hazırlanmış raporlardan elde edilen bilgiler kastedilmektedir. Değerlemeye ilişkin süreç, genel anlamda üç aşamalı bir şekilde takip edilmektedir (BİST, 2014c: 6). Buna göre;

a) Şirketlerin kamuya açık bilgileri üzerinden değerlendirme alanları için geçerli göstergelerin listesi şirketlere gönderilmektedir.

b) Göstergelere ilişkin açıklamalar veya tanımlamalar şirketler tarafından geri bildirilmektedir.

c) Şirketler için nihai profil oluşturulmakta ve endekse alınacak şirketler belirlenmektedir.

Şirketlere değerlendirme yapabilmek için çevre, biyoçeşitlilik, iklim değişikliği, yönetim kurulunun yapısı, rüşvetle mücadele, insan hakları, tedarik zinciri, sağlık ve güvenlik gibi boyutlarla ilgili sürdürülebilirlik göstergelerinin belirlenmesi gerekmektedir (EIRIS, 2015). Bu amaçla seçilen göstergelerin listesi ve kurumsal sürdürülebilirlik değerlendirmesine yönelik uygulanan araştırma metodolojisi özet biçiminde aşağıdaki çizelgede sunulmaktadır. Çizelge oluşturulurken EIRIS (2015) araştırma metoduna yönelik göstergeler ihtiyaca uygun olacak bir biçimde sınıflandırmaya tabi tutulmuştur.

Çizelge 2.11. Endeks Göstergelerinin Listesi

Genel Göstergeler	Özel Göstergeler	Açıklamalar
ÇEVRE	Çevre Politikası	Enerji/iklim değişikliği
		Hava emisyonları
		Su emisyonları
		Su kullanımı
		Atık oluşumu/geri dönüşüm
	Çevresel Raporlama	Çevre politikası metni
		Çevresel etkilerin tanımı
		Çevresel performans verileri
	Çevre Yönetim Sistemi	Çevre politikası
		Çevre el kitabı/eylem planı
		İç denetim ve raporlama
		ISO 14001sertifikasyonu
		EMAS sertifikasyonu
		ÇED
BİYOÇEŞİTLİLİK	Biyçeşitlilik Politikası	Biyçeşitlilik Eylem Planı (BAP)
		Yerel halkı eğitmek için kuruluşlarla işbirliği
		Biyolojik Çeşitlilik Sözleşmesine uyum
		Etkilerin değerlendirilmesi
		Biyçeşitlilikle ilgili ayrıntılı raporlama
İKLİM DEĞİŞİKLİĞİ	İklim Değişikliği Riski	İklim değişikliğiyle ilgili taahhüt
		Sorumluluğun üst düzey yönetimde olması
		İklim değişikliği konusunda şirket politikası
		İklim değişikliği performansına bağlı ücretlendirme
		Sera gazı emisyonunun azaltılması konusunda stratejiler
		Ürünün iklim değişikliği etkisini azaltma hedefi
		CO ₂ veya sera gazı emisyonları
		Şirketin emisyon hesaplama yöntemi
		Riskin kamuya açıklanması
		Operasyonel emisyonu azaltma
YÖNETİM KURULU YAPISI	Yönetim Kurulu Yapısı	Yönetim Kurulu başkanlığı ile genel müdürlük pozisyonlarının ayrımı
		Yönetim Kurulu bağımsız üye sayısı
		Bağımsız üyelerden oluşan bir denetim komitesi
		Şirket yöneticilerinin ücretlerinin açıklanması

Çizelge 2.11. Endeks Göstergelerinin Listesi (devamı)

Genel Göstergeler	Özel Göstergeler	Açıklamalar	
RÜŞVETLE MÜCADELE	Rüşvetle Mücadele Politikası	Rüşvet alma ve vermenin yasaklanması	
		Kanun ve yönetmeliklere uyum	
		Hediye alma ve vermenin yasaklanması	
		Etik kurallara uyum konusunda üst düzey taahhüt	
		Siyasi bağışların yasaklanması ya da şeffaflığı	
		Çalışanların rüşvet vermeyi reddetmekten dolayı zarar görmemesi	
	Rüşvetle Mücadele Sistemleri	Politikaların personele bildirilmesi	
		Personel eğitimi	
		Yolsuzlukları ihbar prosedürü	
		Yaptırım süreci	
		Riskli spesifik alanların analizi	
		Politikaların müteahhitlere, tedarikçilere ve acentelere bildirilmesi	
		Müteahhit ve tedarikçilerin eğitimi	
		Acentelerin atanması ve acentelere ödeme yapılması için uygun sistemler	
	Rüşvetle Mücadelenin Raporlaması	Rüşvetle mücadele kapsamının personele ve iş ortaklarına iletimi	
		Personelin eğitimiyle ilgili rapor	
		Şirketin izleme ve denetim sistemlerinin detaylı raporu	
		Uyum mekanizmalarının raporu	
		Rüşvetle mücadelede paydaşların rolü	
		Acentelerin atanmasını ve ödeme yapılmasına yönelik raporlar	
		Rüşvetle mücadelede ihlale ilişkin ayrıntılar	
		Rüşvet ve yolsuzlukla ilgili ihbarlarda nicel veriler	
	İNSAN HAKLARI	İnsan Hakları Politikası	Dünya Çalışma Örgütü'nün (ILO) çalışma alanlarına uyum
			OECD'nin çokuluslu şirketler için Rehber İlkelerine uyum
Geniş kapsamlı temel insan haklarını destekleyen bir açıklama			
Yerli halkların haklarına destek beyanı			
Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi'ne uyum			

Çizelge 2.11. Endeks Göstergelerinin Listesi (devamı)

Genel Göstergeler	Özel Göstergeler	Açıklamalar
İNŞAN HAKLARI	İnsan Hakları Sistemleri	Önemli insan hakları meseleleri
		İnsan hakları konusunda personel eğitimi
		Endişe verici ülkelerde, belirli bağımsız yerel paydaşlara danışma
		İnsan hakları politikasının takibi
		İnsan hakları ihlallerine yönelik önlemler
		İnsan hakları meselelerinin risk değerlendirmesine dahil edilmesi
		İnsan hakları politikasının gözden geçirilmesi
		İnsan haklarını geliştirme projelerine destek
	İnsan Hakları Konusunda Raporlama	İnsan hakları politikasının bildirimini
		ILO performansının izlendiğine dair kanıtlayıcı belge
		Ortaya çıkan ihlaller karşısında tutum
		Eğitim
		Sivil toplum kuruluşları ile yapılan çalışmalar
		İnsan haklarına uyum/ihlallerin ayrıntıları
		İnsan hakları raporunun onayı
		Etki değerlendirmelerinin sonucu
TEDARİK ZİNCİRİ	Tedarik Zinciri Politikası	Çocuk işçi çalıştırma ve zorla çalıştırma yasağı
		Sendikal haklara destek
		Sağlık ve güvenlik
		Çalışma saatleri ve ücretler
		Disiplin uygulamaları
		Satın alma süreci
		Tedarik zinciri çalışma standartlarıyla ilgili bir girişime üyelik
	Tedarik Zinciri Sistemleri	Şirket politikasının tedarikçilere bildirimini
		Şirket politikasına uyum takibi
		Tedarikçi denetimi
		İlgili personele eğitim
		Üst düzey yönetici sorumluluğu
		Çalışma standartları ile satın alma arasında bağlantı

Çizelge 2.11. Endeks Göstergelerinin Listesi (devamı)

Genel Göstergeler	Özel Göstergeler	Açıklamalar
TEDARİK ZİNCİRİ	Tedarik Zinciri Hakkında Raporlama	Tedarik zinciri politikası konusunda kamuya açık bilgi
		Tedarikçilere yapılan ziyaret ve denetimlerin sayısı
		Politikaya uymama vakalarını ele alan raporlar
		Personel eğitimi konusunda bilgiler
		Denetlenen ve izlenen tesis sayısı
		İzlenen veya takip edilen tedarikçilerin oranı
		Risk değerlendirmelerinin ayrıntıları
		Uyumsuzlukların ayrıntılı raporu
		Çeşitli girişimlerle bağlantıları konusunda rapor
		Tedarik zinciri politikasına uymayan vakalar hakkında rapor
		Tedarikçi performansı
		Tedarikçi performansı
SAĞLIK VE GÜVENLİK	Sağlık ve Güvenlik	Kazanılan ödüller
		Sağlık ve güvenlik eğitimleri
		Sağlık ve güvenlik siciliyle ilgili nicel veriler

Endeksin yayımlandığı yılda EIRIS tarafından BİST 30 endeksinde yer alan şirketler için, 2015 yılında da BİST 50 şirketleri için değerlendirme yapılmıştır. 2016'dan bu yana ise BİST 100 şirketlerinden gönüllü olanları da kapsayacak şekilde değerlendirme kapsamı genişletilmiştir. Her yıl Aralık ayı içerisinde revize edilen listede 2017 yılı için 63 adet değerlemeye tabi şirket bulunmaktadır (BİST, 2013-2017).

Değerleme listesi oluşturulurken öncelikle değerlemeye tabi şirketler listesinde bulunmayan, ancak bir sonraki yılın ilk endeks dönemi olan Ocak-Mart döneminde BİST 50 Endeksi'nde yer alacak şirketler listeye ilave edilmektedir. İkinci aşamada, içinde bulunulan yılın son döneminde yani Ekim-Aralık döneminde ve takip eden yılın ilk endeks dönemi olan Ocak-Mart döneminde BİST 50 Endeksi'ne giremeyen şirketler değerlendirme listesinden çıkarılmaktadır. Tüm bu aşamalardan sonra elde edilen listede yer almayan, ancak bir sonraki yılın ilk endeks döneminde (Ocak-Mart dönemi) BİST 100 Endeksi'nde yer alacak şirketlerden gönüllü olanlar değerlemeye tabi tutulmaktadır (BİST, 2014c: 7).

2.7.2.3. Endeks hesaplama yöntemine ilişkin bilgiler

Endeksin hesaplama yöntemine ilişkin bilgiler “*BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Temel Kuralları*” (BİST, 2014c: 3) kılavuzunda belirtilmektedir. Buna göre, kayda alınan en son fiyatlar endeks hesabında kullanılmaktadır. Endekse alınan şirketlere ait hisselerin fiilen dolaşımda bulunan kısımlarının katsayılı piyasa değerleri ile ağırlıklı olarak ilgili endeks hesaplanmaktadır. Hesaplama kullanılan formül aşağıda belirtilmektedir:

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n \left(\frac{F_{it}}{D_t} \right) * N_{it} * H_{it} * K_{it}}{B_t}$$

E_t = Endeksin t zamandaki değeri

N = Endekse dahil olan şirket sayısı

F_{it} = “i” nci payın t zamandaki fiyatı

D_t = Endeksin döviz kurunun t zamandaki değeri

N_{it} = “i” nci payın t zamandaki toplam sayısı

H_{it} = “i” nci payın t zamandaki endeks hesaplamasında kullanılan fiili dolaşımda bulunan kısmının toplam pay sayısına oranı

K_{it} = “i” nci payın t zamandaki katsayısı

B_t = Endeksin t zamandaki bölen değeri

Endeksin bölen değerinde düzeltme yapılmasını gerektiren durumlarda ise düzeltilmiş bölen değeri şu şekilde hesaplanmaktadır (BİST, 2014c: 3):

$$B_{t+1} = \left(1 + \frac{\Delta PD}{PD_t} \right) * B_t$$

B_{t+1} = t+1 gününde kullanılacak düzeltilmiş bölen değer

ΔPD = payların fiili dolaşımda bulunan kısmının katsayılı piyasa değerinde meydana gelen toplam değişiklik

PD_t = “t” günü endeks kapsamındaki payların fiili dolaşımında bulunan kısmının katsayılı toplam piyasa değeri

B_t = “t” günü bölen değeri

Endekste yer alan şirketlerin yapmış oldukları bildirimler nedeniyle endekste birtakım düzeltmeler yapılabilmektedir. Düzeltme gerektiren faaliyetlerle ilgili olarak bildirimlerin KAP’ta yayımlanmış olması gerekmektedir. Bu açıdan bildirimler için yayım zamanı, söz konusu faaliyetin gerçekleşme tarihinden bir önceki iş günü en geç saat 16:30’a kadar, eğer yarım gün ise en geç saat 12:00’a kadar yayımlanmak zorunda olmaktadır. Aksi halde söz konusu düzeltme, bildirim KAP’ ta yayımlandığı günü takip eden ikinci iş günü geçerli olacak şekilde yapılmaktadır. Sonraki iş günü başlayacak şirket faaliyetlerinin yer aldığı liste, her gün saat 16:30 itibariyle revize edilmektedir. Revizeden sonra kesinleştirilen liste KAP’ ta ilan edilmektedir (BİST, 2014c: 4).

Endekste düzeltmeler; nakit temettü ödemesi, rüçhan hakkı kullanılarak veya kullanılmayarak nakit karşılığı sermaye artırımı, endekse yeni pay alınması ya da endeksten pay çıkarılması gibi durumlarda yapılmaktadır. Buna ilaveten fiili dolaşımdaki pay oranının değişmesi, şirketlerin birleşmesi ve bölünmesi, halka arzlarda satışa hazır bekletilen payların satışı, birden fazla payı ayrı sıralarda işlem gören şirketlerde işlem gören payların sayısını değiştiren pay dönüşümü ve de hesaplanmış endeks değerlerinde geriye dönük düzeltme gibi durumlarda da düzeltmeler yapılmaktadır. Nakit temettü ödemesi dışında geri kalan tüm düzeltmeler fiyat ve getiri endekslerinde yapılmaktadır (BİST, 2014c: 4-6).

Değerleme neticesinde seçim kriterlerini karşılayamayan şirketler endeksten çıkarılmaktadır. Endeks kapsamının dışında kalan paylar, çıkarıldığı dönemin sonuna kadar endekse tekrar alınmamaktadır (BİST, 2014c: 12).

Payları endeks kapsamında olan iki veya daha fazla şirketin birleşmesi veya devri durumunda ortaya çıkan şirketin payları endeks kapsamı içinde kalmaya devam etmektedir. Buna ilaveten, payları endeks kapsamında olan bir şirketin kapsamda olmayan şirketi devralması halinde de paylar endekste işlem görmeye devam etmektedir. Ancak, payları endeks kapsamında olan bir şirket, kapsamda olmayan başka bir şirket tarafından devir alınırsa endeksten çıkarılmaktadır. Ayrıca, payları endeks kapsamında olan bir şirket iki veya daha

fazla şirkete bölünüyorsa, ortaya çıkan şirketler endeks kapsamında kalmaya devam etmektedir (BİST, 2014c: 12) .

Endeksin takibi ve yönetimine yönelik işlemler endeks ve veri direktörlüğü tarafından yapılmaktadır. Sürdürülebilirlik endeksinde işlem görecekt paylar EIRIS tarafından yapılan değerlendirme sonrasında BİST tarafından belirlenmekte ve ilan edilmektedir (BİST, 2014c: 12-13) .

2.8. Panel Veri Analizi Metodolojisi

Aşağıda, ekonometrik analizlerde kullanılan panel veri analizine ilişkin çeşitli kavramlara, panel veri analizinin avantajlarına ve dezavantajlarına ve panel veri modellerinin tahmin yöntemlerine değinilmektedir.

2.8.1. Panel Veri Analizi

Ekonomik araştırmalar farklı veri setleri içerdğinden doğru sonuçların elde edilmesi kullanılacak modele uygun ve güvenilir verilerin toplanmasına bağı olmaktadır (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 37).

Ekonometrik araştırmalarda kullanılan veri türleri genellikle zaman serisi verisi (time series), yatay kesit veri (cross section) ve panel veriler (panel data) şeklinde sınıflandırılmaktadır. Zaman serisi verileri, bir şirketin günlük hisse senedi getirileri, bir ülkenin yıllık milli gelir rakamları veya bir ülkenin belirli yıllar arasındaki işsizlik oranları gibi değışkenlere ait değerlerin gün, ay, yıl gibi belirli zaman birimlerine göre değışimini içeren verileri ifade etmektedir. Yatay kesit veriler, belirli bir zaman içinde bireyler, hane halkları, firmalar, sektörler, ülkeler gibi farklı birimlerden toplanan verileri göstermektedir. Örneğın, herhangi bir yıla ait Avrupa Birliğı ülkelerinin işsizlik oranları yatay kesit verilere örnek oluşturmaktadır (Tatoğlu, 2016: 1-2).

İstatistiksel araştırmalarda kullanılan yöntemlerden bir diğeri olan panel veri ise belirli bir dönemde bireyler, hane halkları, firmalar gibi birimlere ilişkin yatay kesit gözlemlerin bir araya getirilmesi şeklinde açıklanmaktadır (Wooldridge, 2015: 9; Tatoğlu, 2016: 2). Diğeri bir deyişle, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'ndeki hisse senetlerinin 2016 yılı günlük getiri oranları veya Avrupa Birliğı ülkelerinin 2000-2015 yılları arasındaki işsizlik oranları panel verilere örnek olarak gösterilebilmektedir.

Yatay kesit verileri ve zaman serisi verilerinin birleştirilmesinden meydana gelen veriler “Longitudinal Veri” olarak adlandırılmaktadır. Bu tür verilerin zaman ve yatay kesit boyutlarında farklılıklar olmakla birlikte aynı zaman boyutunda aynı kesit üzerinde bireyler, hane halkları, firmalar veya ülkeler gibi birimlerin değişimini gösteren longitudinal verilere panel veriler denilmektedir (Wooldridge, 2010: 6; Longhi ve Nandi, 2015: 3). Böylece, panel veri seti, belirli bir zaman içindeki birimleri izleyen bir veri kümesi olmakta ve örneklem dahilindeki her bir birime birden fazla gözlem sağlamaktadır (Hsiao, 2014: 1).

Panel veri setleri, son yıllarda hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkelerde yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Analizlerde kullanılan en bilinen panel veri setlerine örnek olarak Amerika’daki NLS (National Longitudinal Surveys of Labor Market Experience) ve PSID (Panel Study of Income Dynamics), AB ülkelerindeki BHPS (British Household Panel Survey), Japonya’daki JPSC (Japanese Panel Survey on Consumers) gösterilebilmektedir. Bunlardan NLS, 1960’lı yıllardan itibaren oluşturulmaya başlanmış Amerikan işgücü piyasalarındaki verileri içeren panel veri setlerinden oluşmaktadır. PSID, 1968 yılında yaklaşık 6.000 aile ve 15.000 bireyin temsil ettiği bir ulusal örnek üzerinden yıllık ekonomik bilgilerin toplanmasıyla başlayan ve günümüze kadar devam eden panel veri seti olarak bilinmektedir. PSID veri setinde istihdam, gelir ve insan sermayesi değişkenleri ile konut, iş seyahatleri ve hareketlilik konularında 5.000’den fazla değişken yer almaktadır (Hsiao, 2014: 1-2). Bilinen panel veri setlerinden bir diğeri olan BHPS ise 1994 yılından itibaren Eurostat tarafından oluşturulan ve AB ülkelerindeki hane halkı ve bireylerin yaşam standartlarını belirten sosyal göstergeleri yansıtmaktadır (Tatoğlu, 2016: 4). Ayrıca Avrupa’da, Hollanda, Almanya, Lüksemburg gibi çeşitli ülkeler de sırasıyla SEP (the Netherlands Socio-Economic Panel), GSOEP (German Social Economics Panel) ve PSELL (Luxembourg’s Social Economic Panel) gibi yıllık veya daha az sıklıkta yapılan panel veri setlerine sahip bulunmaktadır (Hsiao, 2014: 1-2).

2.8.2. Panel Veri Kullanımının Avantajları ve Getirdiği Kısıtlamalar

Ekonomik araştırmalar için kullanılan panel veri analizi, yatay kesit veya zaman serisi analizlerine kıyasla önemli avantajlara sahip bulunmaktadır. Bu avantajları aşağıdaki gibi sıralamak mümkün olmaktadır (Baltagi, 2005: 4; Matyas ve Sevestre, 2008: 705; Hsiao, 2014: 4; Longhi ve Nandi, 2015: 5; Güriş, 2015: 9):

- Panel veri, zaman ve yatay kesit serilerini beraber içerdiği için genellikle araştırmacılara daha çok sayıda veri ile çalışma fırsatı vermektedir. Fazla sayıda veri seti, serbestlik derecelerini ve gözlem sayısını artırmaktadır. Böylece, panel veri açıklayıcı değişkenler arasındaki çoklu doğrusallık derecesini azaltarak ekonometrik tahminlerin güvenilirliğini artırmaktadır.
- Panel veri analizinde sonuçlar hem zaman hem de birim açısından yorumlanabilmektedir.
- Panel veri, istatistiki analizlerde yararlanılan bireyler, firmalar, ülkeler gibi birimlerin heterojen olduğunu ortaya koymaktadır. Bu heterojenliği kontrol altında tutamayan zaman serisi ve yatay kesit serisi çalışmaları kesin sonuçlar elde edememe riski taşımaktadır. Dolayısıyla, panel veri analizinde yatay kesit verileri zaman boyunca ele alındığından birimlerde heterojenlik dikkate alınmakta ve modele ilave edilebilmektedir.
- Panel veri, hata terimi ile bağımsız değişkenler arasındaki korelasyon nedeniyle meydana gelen parametre tahminlerindeki sapmayı kontrol altına alabilmektedir.
- Panel verileri, tek başına yatay kesit veya zaman serilerine göre basitçe saptanamayan etkileri daha iyi tanımlayabilmekte ve ölçebilmektedir.
- Panel veri modeliyle elde edilen tahminlere ait sonuçlar birim ve zaman boyutları için ayrı ayrı oluşturulacak regresyon modelleri ile kontrol altına alınabilmektedir.
- Panel veri modelleri, yalnızca kesit veya zaman serisi verilerinden daha karmaşık modeller oluşturmamıza ve test etmemize olanak vermektedir.

Araştırmalarda panel veri kullanmak birtakım avantajlar sağladığı gibi bazı kısıtlamaları da beraberinde getirmektedir (Baltagi, 2005: 7; Tatoğlu, 2016: 14):

- Panel veri analizlerinde en büyük problem verilerin elde edilmesinde karşımıza çıkmaktadır. Veriler tam olarak toplanamamakta ya da birim ve zaman boyutlarında eksiklikler olabilmektedir.
- Veri yapılarına göre, veri toplama maliyetli olabilmektedir.
- Analizde verilerin elde edilmesi kadar düzenlenmesi de oldukça zor olmaktadır.

- Belirsiz ve tam olarak anlaşılmayan sorular, yanıtların araştırmacı tarafından bilinçli olarak değiştirilmesi, uygunsuz bilgilendiriciler, cevapların yanlış yazılması ve görüşmeci etkileri nedeniyle veriler kısıtlanabilmekte ve ölçüm hataları oluşabilmektedir.
- Panel veri analizlerinde zaman boyutu genellikle birim boyutundan kısa olmaktadır. Bu durum parametre tahminlerinde sapmaya neden olabilmektedir.
- Bir diğer sorun ise panel veri modelindeki her birim ile hesaplanan hata terimleri arasında korelasyon olduğunu belirten yatay kesit bağımlılığı şeklinde ifade edilmektedir. Özellikle şehirler, bölgeler, ülkeler gibi birimleri içeren makro panel veri setleriyle çalışıldığında karşılaşılmaktadır.

2.8.3. Doğrusal Panel Veri Modelleri

2.8.3.1. Klasik modeller

Panel veriler zaman serisi ve yatay kesit verilerinin birleşiminden oluşmaktadır. Bu yüzden, modelde yer alan değişkenler zaman boyutu nedeni ile zamana göre, yatay kesit boyutu ile de birimlere göre değişimi göstermektedir. Bu sebeple panel veri modelleri zaman ve birim boyutlarını içerecek şekilde oluşturulmaktadır (Tüzüntürk, 2007: 3). Genel olarak doğrusal panel veri modeli şöyle ifade edilmektedir:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.1)$$

Veya kısaca;

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.2)$$

şeklinde gösterilmektedir.

Burada i yatay kesit boyutunu, t ise zaman boyutunu göstermektedir. β_{0it} , sabit terimi; β_{kit} , $k \times 1$ boyutlu parametreler vektörünü; X_{kit} , k adet bağımsız değişkenin t zamanında i . birim değerini; Y_{it} , bağımlı değişkenin t zamanında i . birim değerini; u_{it} , ise hata terimini göstermektedir.

Panel veri analizinde kullanılan bireyler, şirketler, ülkeler gibi farklı birimler farklı faktörlerden etkilenebilmektedir. Dolayısıyla bu birimler genelde heterojen bir görünüm sergilemektedir. Bu tür bir heterojenliği göz ardı etmek, parametrelerin tutarsız veya anlamsız tahminlerine yol açabilmektedir. Bu durumda sabit ve/veya eğim parametrelerinin heterojen olduğunu varsayarak modelin tahmin edilmesi gerekmektedir (Hsiao, 2003: 8).

Panel veri modellerinde parametreler, her zaman döneminde ve her birim için farklı değerler almaktadır. Bu durum modelin tahminini güçleştirdiğinden, model tahmin edilmeden önce, parametrelerin her birim ve/veya zaman için değerler almasına göre birtakım varsayımlar yapılmaktadır. Farklı varsayımlarla elde edilen bu modeller, “Sabit Etkili” ve “Rassal Etkili” modeller adını almaktadır. Her iki modelde de, u_{it} hatalarının tüm zaman dönemlerinde ve tüm birimler için özdeş ve bağımsız normal dağıldığı varsayılmaktadır (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 37).

Panel veri modelleri, parametrelerin birim ve/veya zamana göre değer almasına bağlı olarak sınıflandırılmaktadır (Hsiao, 2003: 11; Tatoğlu, 2016: 38):

1. Eğim ve sabit katsayılarının birimlere ve zamana göre sabit olduğu yani bütün gözlemlerin homojen olduğu modeller:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.3)$$

Bu tür modeller “Klasik Model” olarak bilinmektedir.

2. Eğim katsayısının sabit, sabit katsayının birimlere göre değişken olduğu modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.4)$$

Bu tür modeller “Birim Etkiler Modeli” olarak adlandırılmaktadır. Eşitlik (2.4)’de yer alan model yerine, (2.3)’deki gibi bir modelin kullanılması durumunda, heterojenlik dikkate alınmayacağından sapmalı parametre tahminlerine sebep olunmaktadır.

3. Eğim katsayısının sabit, sabit katsayının birimlere ve zamana göre değişken olduğu modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.5)$$

Birim ve zaman etkisini birlikte içermeleri nedeniyle bu tür modeller “Birim ve Zaman Etkileri Modeli” olarak adlandırılmaktadır.

4. Tüm katsayıların birimlere göre değiştiği modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \sum_{k=1}^K \beta_{ki} X_{kit} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.6)$$

5. Tüm katsayıların birimlere ve zamana göre değiştiği modeller:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_{kit} X_{kit} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.7)$$

(2.4) ve (2.5) numaralı modellerde eğim katsayıları sabit iken sabit katsayıları hem birime göre hem de birime ve zamana göre değişkenlik göstermektedir. “Değişken Sabit Katsayılı Modeller” adı verilen bu tür modeller panel veri analizinde en çok tercih edilen modeller olarak bilinmektedir. Çünkü bu modeller, parametrelerin her bir zaman döneminde tüm birimler için ortak değerleri kabul ettiği varsayımına basit ve etkin çözümler sunmaktadır (Hsiao, 2003: 12).

Ayrıca, (2.4) modeli yalnızca birimlere göre değişkenlik sergilediği için “Tek Yönlü Model”, (2.5) modeli ise hem birimlere hem de zamana göre değişkenlik sergilediği için “İki Yönlü Model” olarak adlandırılmaktadır (Tatoğlu, 2016: 40).

2.8.3.2. Sabit etkiler modeli (Sabit etkili model)

Panel veri birçok birimden oluşmaktadır. Bu birimlerin her birinin kendine özgü karakteristikleri bulunmaktadır. Birimlerin karakteristiklerini yansıtan değişkenlere birim etki denilmektedir. Yani birim etki, modelde yatay kesitte yer

alan birimlerin etkisine denmektedir. Zaman boyutunda yer alan dönemlerin etkisi ise zaman etkisi olmaktadır (Güriş, 2015: 4). Dolayısıyla, birim etki sadece birimlere göre değişmekte ve zamana göre sabit kalmaktadır. Yatay kesit boyunda yer alan bireyler için kişisel özellikler veya şirketler için yönetici kalitesi bu duruma örnek olarak sunulabilmektedir.

Sabit etkiler modelinde katsayılar birimlere, zamana veya birimlere ve zamana göre değişmektedir. Modelde, verilerdeki değişimden etkilenen sabit katsayı olmaktadır. Yani, sabit etkiler modelinde birimlere göre değişiklikler sabit katsayıda farklılıklar yaratmaktadır. Sabit katsayı her bir yatay kesit birim için farklı değerler almaktadır. Dolayısıyla, birimler arası farklılıklar sabit terimdeki farklılıklar ile belirtilmektedir. Diğer bir ifadeyle, eğim parametreleri tüm yatay kesit birimler için aynı ($\beta_i = \beta$) iken, sabit parametre birim etki içermesi sebebiyle birimden birime değişiklik sergilemektedir. Sabit katsayıdaki farklılıklar birimler arası farklılıkları belirttiğinden, sabit katsayı, modelde sabit bir değişken gibi düşünülmektedir. Ayrıca, bu modellerde bağımsız değişkenler ile hata terimi arasında korelasyon bulunmadığı varsayımı yapılmaktadır. Ancak bunun yanında, birim etki ile bağımsız değişkenler arasında korelasyona izin verilmektedir (Tatoğlu, 2016: 80).

K değişkenli bir panel veri modeli genel olarak (2.8) numaralı eşitlikte belirtildiği gibi aşağıdaki şekilde gösterilmektedir;

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.8)$$

Sabit etkiler modelinde ise yatay kesit birimleri arasındaki farklar sabit terimdeki farklılıklarla açıklanmakta ve model kukla değişken yardımıyla tahmin edilmektedir. Bu nedenle sabit etkiler modeli, kukla değişken modeli olarak da ifade edilebilmektedir (Çalışkan, 2009: 125). Sabit etkiler modelinde;

$$\beta_{0it} = \beta_{0i} = \bar{\beta} + \mu_i ; \quad \beta_{1it} = \beta_1 ; \beta_{2it} = \beta_2 ; \dots \dots \dots ; \beta_{kit} = \beta_k$$

olduğu varsayılmaktadır. Bu durumda eşitlik aşağıdaki gibi olmaktadır (Pazarhoğlu ve Gürler, 2007: 38):

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1X_{1it} + \beta_2X_{2it} + \dots + \beta_kX_{kit} + u_{it} \quad (2.9)$$

Burada, β_{0i} , birim etkiyi de içeren sabit terimi; μ_i , zamana göre sabit olan birim etkileri; u_{it} , ise hata terimini belirtmektedir. Sabit etkili modelde verilerdeki değişimden eğim katsayısı etkilenmemektedir. Birim etkiyi içermesi sebebi ile sadece sabit parametre değişmekte; zamana göre sabit iken, birimlere göre farklılıklar göstermektedir.

Sonuç olarak, modelde gözlenemeyen birim etkilere sabit parametre şeklinde davranılıyorsa sabit etkiler söz konusu olmaktadır. Sabit etkili modellerde bağımsız değişkenler ile birim etki arasında korelasyon olabileceği düşünülmektedir. Zaman sabiti değişkenlerin modelde varlığına izin verilmemekte ve modelden düşürülmektedir. Sabit etkiler modelinde yatay kesit birimleri arasındaki farklılıklar kukla değişkenler yardımıyla tahmin edilmektedir. Bu nedenle, modelde çok sayıda kukla değişken kullanılmaktadır. Bunun sonucunda modelde serbestlik derecesi problemi oluşabilmektedir.

2.8.3.3. Rassal etkiler modeli (Tesadüfi etkiler modeli)

Panel veri ile yapılan çalışmalarda, birimler arası farklılıklardan oluşan değişim “Rassal Etkiler Modeli” yardımıyla da incelenebilmektedir. Rassal etkiler modelinde gözlenemeyen birim etkilere hata terimi gibi tesadüfi bir değişken şeklinde davranılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, birim etkisi veya birim ve zaman etkisi modele rassal değişken şeklinde hata teriminin bir bileşeni olarak eklenmektedir (Hsiao, 2003: 34).

Baltagi’ye (2005: 14) göre, sabit etkiler modelinde çok fazla sayıda parametrenin söz konusu olması serbestlik derecesi kaybına yol açmaktadır. Dolayısıyla, birim etkisinin veya birim ve zaman etkisinin modele hata teriminin bir bileşeni olarak eklenmesinin ana nedeni sabit etkili modellerde karşılaşılan bu serbestlik derecesi kaybını önlemektir. Ayrıca, rassal etkiler modelinde, örnek dışındaki etkiler de modelde dikkate alınmaktadır (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 38).

K değişkenli bir panel veri modeli genel olarak aşağıdaki şekilde gösterilmektedir;

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.10)$$

Rassal etkili modellerde birim etkinin sabit değil de tesadüfi olduğu varsayıldığı için hata teriminin içinde gösterilmektedir. Yani hata terimi modelde (Wooldridge, 2015: 441);

$$u_{it} = v_{it} + \mu_i$$

şeklinde ifade edilmektedir. Burada, v_{it} artık hataları, μ_i birim hatayı, diğer bir ifadeyle birim farklılıklarını ve zamana göre birimler arasındaki değişmeyi göstermektedir. Dolayısıyla rassal etkiler modeli aşağıdaki hali almaktadır:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + v_{it} + \mu_i \quad (2.11)$$

Model kısaca şu şekilde de yazılmaktadır:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \sum_{k=1}^K \beta_k X_{kit} + (v_{it} + \mu_i) \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.12)$$

Modelde yer alan $(v_{it} + \mu_i)$ hata bileşenlerinden dolayı tesadüfi etkiler modeline “Hata Bileşenleri Modeli” de denilmektedir.

Tesadüfi etkiler modelinde birtakım varsayımlar bulunmaktadır (Hsiao, 2003: 34; Tatoğlu, 2016: 103).

- Modelde rassal değişkenler v_{it} ve μ_i arasında her i ve t için korelasyon bulunmamaktadır.
- v_{it} ve μ_i ‘nin ortalamaları sıfırdır.
- v_{it} ve μ_i normal dağılım göstermektedir.
- v_{it} ‘nin varyansı: $E(v_{it}v_{it'}) = \begin{pmatrix} \sigma_v^2 & i = i', t = t' \\ 0 & \text{diğer durumlar için} \end{pmatrix}$
- μ_i ‘nin varyansı: $E(\mu_i\mu_{i'}) = \begin{pmatrix} \sigma_\mu^2 & i = i' \\ 0 & \text{diğer durumlar için} \end{pmatrix}$
- X matrisi deterministiktir.

2.8.4. Panel Veri Modellerinin Tahmini

Sabit etkiler ve rassal etkiler modellerinin tahmini çeşitli yöntemler aracılığıyla yapılabilmektedir. Ancak bu yöntemlerden bir kısmı diğerlerine nazaran daha yaygın kullanılmaktadır. Sabit etkiler modelinin tahmininde Gölge Değişkenli En Küçük Kareler Yöntemi (Least Squares Dummy Variable) sıklıkla uygulanmaktadır. Modelde birim sayısı fazla ise serbestlik derecesi kaybı da fazla olacağından diğer bir yöntem olan Grup İçi Tahmin Yöntemi (Within Estimator) de sıkça kullanılmaktadır (Demirhan, 2009: 83). Rassal etkiler modellerin tahmininde ise Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi (Generalized Least Squares Estimation) ve En Çok Olabilirlik Yöntemi (Maximum Likelihood Estimation) tercih edilmektedir (Hsiao, 2003: 35; Güriş, 2015: 26; Longhi ve Nandi, 2015: 186; Tatoğlu, 2016: 103).

2.8.4.1. Gölge değişkenli en küçük kareler yöntemi (GDEKK)

Sabit etkiler modelinde birim etkisini açıklamada sabit katsayılar kullanılmaktadır. Modelde, sabit katsayının birimden birime değiştiği varsayılmaktadır. Dolayısıyla, her birim için ayrı sabit parametre veya sabit katsayı tahmininde bulunmak üzere model kukla değişken yardımıyla tahmin edilmektedir. Bu nedenle panel veri analizlerinde yalnızca sabit katsayının birimden birime değiştiği varsayımı altında “Kovaryans Modeli” ya da “Kukla Değişkenli Model” kullanılmaktadır (Hsiao, 2003: 31). Farklı birimler için farklı sabit katsayılar içeren bu tarz modellerin tahmini kukla değişkenli en küçük kareler yöntemi (LSDV) ile gerçekleştirilmektedir.

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}X_{1it} + \beta_{2it}X_{2it} + \dots + \beta_{kit}X_{kit} + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.13)$$

modelinden hareketle sabit etkiler modeli için;

$$\beta_{0it} = \beta_{0i} = \bar{\beta} + \mu_i \quad ; \quad \beta_{1it} = \beta_1; \beta_{2it} = \beta_2; \dots \dots \dots; \beta_{kit} = \beta_k$$

varsayımı bulunmaktadır.

Sabit katsayının modele ilave edilmediği durumlarda N sayıda kukla değişken kullanılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, panel veri birim sayısının N olduğu varsayıldığında birim sayısından bir eksik yani (N-1) sayıda kukla değişken

kullanılmaktadır. Bunun sebebi ise kukla değişken tuzağına düşmemek şeklinde açıklanmaktadır.

GDEEK yönteminde her birim için ayrı sabit parametre hesaplanması, serbestlik derecesini azaltmaktadır. Bu nedenle, birim sayısının çok fazla olmadığı panel veri setlerinde daha etkili olmaktadır (Hsiao, 2003: 32).

(2.13) numaralı genel panel veri modeli

$$Y = \mu + X\beta + u \quad (2.14)$$

şeklindeki vektör formunda da yazılabilmektedir. Burada, μ birim etkiyi; β sabit parametreyi de içeren parametre vektörünü [$\beta = (\bar{\beta}, \beta_1, \dots, \beta_k)$] işaret etmektedir. Hata terimi sıfır ortalamaya sahip, bağımsız dağılımlı, sabit varyansı σ_u^2 olan, normal dağılan bir değişken olarak varsayılmaktadır. Modelde, birim etki kukla değişken olarak kabul edildiğinde (2.15) halini almaktadır (Hsiao, 2014: 34):

$$Y_i = e\mu_i + X_i\beta + u_i \quad (2.15)$$

Uygulaması kolay olan yöntemde birim sayısı arttıkça sabit katsayılar da bir o kadar artmaktadır. Bu durum, modelde tek başına sabit katsayılara bakarak değerlendirme yapmayı engelleyebilmektedir. Ayrıca modelde gölge değişkenlerin yer alması ve sabit varyans varsayımı nedeniyle oluşabilecek sapmaların kontrolü sağlanabilmektedir (Güriş, 2015: 27).

2.8.4.2. Grup içi tahmin yöntemi

Birim sayısının fazla olduğu sabit etkili panel veri setleri en küçük kareler yöntemi (EKK) ile tahmin edildiğinde modele çok sayıda kukla değişken ilave edilmektedir. Bu durum hem sonuçların daha zor yorumlanmasına hem de serbestlik derecesindeki kaybın fazla olmasına neden olmaktadır.

Modelde amaç, eğim parametrelerinin tahmini ise bu durumda her bir birim için zaman serisi gözlemlerinden birim ortalamaları çıkarılmaktadır. Bu sayede değişkenlerin dönüşümü sağlanmaktadır. Yöntemin neyi içerdiğini görmek için, (2.16) numaralı model ile (2.17) numaralı modelin farkından türetilen (2.18)

numaralı modeli incelemek gerekmektedir (Wooldridge, 2015: 435). Panel veri modeli;

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta X_{it} + \mu_i + u_{it} \quad i=1,\dots,N; t=1,\dots,T \quad (2.16)$$

şeklinde iken, zaman boyutuna göre ortalamalar alındığında aşağıdaki hali almaktadır:

$$\bar{Y}_i = \beta_0 + \beta \bar{X}_i + \mu_i + \bar{u}_i \quad (2.17)$$

Böylece (2.18) numaralı eşitlik elde edilmektedir:

$$(Y_{it} - \bar{Y}_i) = \beta(X_{it} - \bar{X}_i) + (u_{it} - \bar{u}_i) \quad (2.18)$$

Görüldüğü gibi, parametrelerin tahmini için açıklayıcı değişkenlerin grup içi aritmetik ortalamaları hesaplanmakta ve daha sonra bu hesaplanan aritmetik ortalamalara göre farklar alınmaktadır. Yöntemde bağımsız değişkenlerdeki grup içi değişimler, bağımlı değişkenlerdeki grup içi değişimleri açıklamaktadır. (2.18) numaralı eşitlikte μ_i ve β_0 , zamana göre ortalamaları eşit olduğundan modelden düşmektedir. Yani μ_i ve β_0 oluşturulan yeni modelde yer almamaktadır. Bu dönüşüme grup içi dönüşüm denilmektedir. Bu dönüşüm, her bir birim için modele kukla değişkenler eklemek zorunda kalmadan modeli tahmin etmemize olanak tanımaktadır (Longhi ve Nandi, 2015: 186).

Dolayısıyla, burada dönüşümün önemi oluşturulan modelde birim etkinin elimine edilmiş olmasının ve sabit katsayıya modelde yer verilmemesinin altında yatmaktadır. Birimlerin zamana göre ortalamadan farklarının dönüştürüldüğü bu seriler zaman-azaltılmış seriler (time-demeaned) olarak da ifade edilmektedir. Modelin EKK tahmincileri sabit etki tahmincisi ya da grup içi tahmincisi olarak da adlandırılmaktadır (Wooldridge, 2015: 435).

2.8.4.3. Genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi (GEKK)

Tesadüfi etkiler modeli parametrelerinin tahmininde koşullu varyansların sabit ve sıfır olması varsayımının karşılanmadığı durumlarda kullanılmaktadır. Koşullu ve koşulsuz varyans matrisleri her zaman birbirine eşit olmamaktadır veya eşit olsalar dahi bazı durumlarda koşulsuz varyans matrisi sabit olmamaktadır.

Hata terimlerinin varyansı bu nedenle değişmektedir ve hata terimleri arasında korelasyon bulunmaktadır (Tatoğlu, 2016: 99).

GEKK'nin tesadüfi etkiler modeli parametrelerinin tahmininde kullanılması hata terimlerine ait varyans-kovaryans matrisini önemli hale getirmektedir. Çünkü GEKK yönteminin uygulanabilmesi için varyans-kovaryans matrisinin (Ω) değerlerinin tahmin edilmesi gerekmektedir. Hata terimlerinin varyans-kovaryans matrisleri oluşturulduktan sonra GEKK uygulanması ile tahminler hesaplanmaktadır. Rassal etkili panel veri modelinin genelleştirilmiş en küçük kareler tahminleri matrislerle eşitlik (2.19)'daki gibi elde edilmektedir (Güriş, 2015: 30).

$$\hat{\beta}_{GEKK} = (X' \Omega^{-1} X)^{-1} (X' \Omega^{-1} Y) \quad (2.19)$$

Söz konusu tahminlerin varyansları da matrislerle eşitlik (2.20)'deki gibi elde edilmektedir.

$$Var(\hat{\beta}_{GEKK}) = (X' \Omega^{-1} X)^{-1} \quad (2.20)$$

GEKK, tahminde yaygın olarak kullanılan yöntemlerin başında geldiğinden GEKK tahmincisi tesadüfi etkiler tahmincisi olarak da kabul edilmektedir.

2.8.4.4. En çok olabilirlik yöntemi

Tesadüfi etkiler modelinin tahmini için en çok olabilirlik yöntemi de kullanılabilir. En çok olabilirlik yönteminde μ_i ve u_{it} 'lerin yani birim etkilerin ve hata terimlerinin tesadüfü ve normal dağılıma sahip olduğu varsayımı altında olabilirlik fonksiyonu oluşturularak tahminlerin elde edilmesi amaçlanmaktadır. Logaritmik olasılık fonksiyonu (Hsiao, 2003: 39);

$$\begin{aligned} \text{Log } L &= -\frac{NT}{2} \log 2\pi - \frac{N}{2} \log |\Omega| - \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N (Y_i - e\beta_{0i} - X_i\beta)' \Omega^{-1} (Y_i - e\beta_{0i} - X_i\beta) \\ &= -\frac{NT}{2} \log 2\pi - \frac{N(T-1)}{2} \log \sigma_v^2 - \frac{N}{2} \log (\sigma_u^2 + T\sigma_\mu^2) \\ &= -\frac{1}{2\sigma_v^2} \sum_{i=1}^N (Y_i - e\beta_{0i} - X_i\beta)' Q (Y_i - e\beta_{0i} - X_i\beta) \end{aligned}$$

$$= -\frac{T}{2(\sigma_u^2 + T\sigma_\mu^2)} \sum_{i=1}^N (\bar{Y}_i - \beta_{0i} - \bar{X}_i \beta')^2 \quad (2.21)$$

şeklinde gösterilmektedir. Burada, hata terimlerinin varyansı (Ω);

$$|\Omega| = \sigma_v^{2(T-1)} (\sigma_u^2 + T\sigma_\mu^2) \text{ şeklinde belirtilmektedir.}$$

$(\beta_{0i}, \beta', \sigma_v^2, \sigma_\mu^2) = \bar{\delta}'$ parametrelerinin en çok olabilirlik tahmincileri, olabilirlik fonksiyonunda bu parametrelere göre türevlerinin alınıp sıfıra eşitlenmesi ile bulunmaktadır. Fonksiyonu maksimum yapan $\bar{\delta}'$ değerleri, en çok olabilirlik tahmincileri olmaktadır.

N'nin sabit olduğu, T'nin ise sonsuza gittiği durumda en çok olabilirlik yöntemi ile $(\delta, \beta \text{ ve } \sigma_v^2)$ 'nin tutarlı tahmincileri elde edilmektedir. Fakat σ_μ^2 için en çok olabilirlik tahmincisi tutarsız olmaktadır. Tersine bir durumda, yani T'nin sabit, N'nin ise sonsuza gittiği durumda ise tutarlı olmaktadır (Güriş, 2015: 34).

2.8.5. Panel Veri Tahmin Yöntemlerinin Seçimi

Panel veri yönteminde sabit katsayısı ve hata terimi hakkında yapılan varsayımlara bağlı olarak farklı modeller elde edilmektedir. Örneğin, modelde birim ve/veya zaman etkisinden bahsedilmiyorsa klasik modelin seçimi uygun olmaktadır. Eğer birim ve/veya zaman etkisi söz konusu ise bu durumda sabit etkiler ya da tesadüfi etkiler modellerinden birinin seçilmesi daha uygun olmaktadır.

Söz konusu modellerden hangisinin seçileceğine birtakım testler yardımıyla karar verilebilmektedir. Yapılan test sonuçlarından elde edilen bulgulara göre karar vermek daha güvenilir sonuçlar elde edilmesine olanak sağlamaktadır. Burada, panel veri modellerinin tahmincilerinin seçiminde yaygın olarak kullanılan Hausman testi ve Breusch-Pagan (LM) testi hakkında bilgi verilmektedir.

2.8.5.1. Hausman testi

Hausman Testi, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modelleri tahmincileri arasında bir seçim yapılması gerektiği zaman kullanılmaktadır. Böylece, hangi modelin tercih edilmesi gerektiğine Hausman spesifikasyon testi sayesinde karar verilebilmektedir (Greene, 2015: 192).

Birim etkisi ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon olup olmadığı hususu sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri arasındaki önemli farklardan birisi olarak bilinmektedir. Birim veya birim ve zaman etkisi ile modeldeki bağımsız değişkenler arasında ilişki olup olmadığı Hausman testi ile incelenebilmektedir. Bu durumda sabit etkiler modeli için grup içi tahmincisi ($\hat{\beta}_{GI}$) ile rassal etkiler modeli için ise genelleştirilmiş en küçük kareler tahmincisi ($\hat{\beta}_{GEKK}$) arasındaki farkın istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını incelemek gerekmektedir. Hausman testi, “Rassal etkiler tahmincisi doğrudur” şeklindeki temel hipotezi, k serbestlik dereceli ki-kare dağılımına uygun bir şekilde test etmektedir. Temel hipotezin kabul edilmesi durumunda tesadüfi etkiler modelinin tahmincisi daha etkin sonuçlar vermektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 39).

Temel hipotezin kabul edildiği durumda her iki model tahmincileri arasındaki fark son derece küçük olmaktadır.

Hesaplama yapılırken ($\hat{\beta}_{GI}$) ile ($\hat{\beta}_{GEKK}$) varyans kovaryans matrislerinin arasındaki farktan yararlanılarak, H istatistiği hesaplanmaktadır. Oluşan farkın (H) sifıra eşitliği test edilmektedir. Parametreler arasındaki fark sistematik değilse, diğer bir deyişle ($\hat{\beta}_{GI}$) ile ($\hat{\beta}_{GEKK}$) varyans kovaryans matrisleri arasındaki fark küçükse, tesadüfi etkiler modeli seçilmektedir. Aksi bir durumda, sabit etkiler modeli geçerli olmaktadır. Hausman testi şu şekilde hesaplanmaktadır (Tatoğlu, 2016: 185):

$$H = (\hat{\beta}_{GI} - \hat{\beta}_{GEKK})' [Avar(\hat{\beta}_{GI}) - Avar(\hat{\beta}_{GEKK})]^{-1} (\hat{\beta}_{GI} - \hat{\beta}_{GEKK}) \quad (2.22)$$

Eşitlik (2.22)'de GEKK alt indisi, rassal etkiler modelinin tahmincilerini; GI alt indisi ise, sabit etkiler modelinin tahmincilerini göstermektedir. Avar (β_{GI}) ve Avar (β_{GEKK}) ise sırasıyla, sabit ve rassal etkiler modellerinin tahmininden elde edilen asimptotik varyans kovaryans matrisleri belirtmek için kullanılmaktadır. Test istatistiğinin dağılımı, Avar (β_{GI}) ve Avar (β_{GEKK}) parametre sayısına eşit serbestlik derecesi ile asimptotik ki-kare dağılmaktadır (Baltagi, 2005: 66).

2.8.5.2. Breusch-Pagan (LM) testi

Breusch-Pagan testi yaklaşımına göre, panel veri modelinde birim etkilerinin varyansının sıfır olması durumunda, model en küçük kareler yöntemi ile çözülebilmektedir. Yani, test ile tesadüfi birim etkilerin varyansının sıfır

olduğu hipotezi ($H_0 : \sigma_\mu^2 = 0$) test edilmektedir. Sıfır hipotezinin reddedilmesi veri setinin tesadüfi etkiler modeli yapısında GEKK yöntemine uygun olduğunu belirtmektedir. Sıfır hipotezinin kabul edilmesi halinde ise birim etkilerin varlığı kabul edilmemekte yani klasik modelin uygun olduğu söylenebilmektedir (Tatoğlu, 2016: 178).

Breusch-Pagan testi istatistiği eşitlik (2.23)'te gösterilmektedir:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T u_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T u_{it}^2} - 1 \right]^2 \quad (2.23)$$

2.8.6. Panel Veri Modellerinde Temel Varsayımların Testi

Panel verilerde genellikle kullanılan havuzlanmış en küçük kareler, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modelleri temelde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılık problemlerinin olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Söz konusu temel varsayımlardan bir kısmının sağlanmaması parametre tahmininde tutarsızlığa yol açabilmektedir. Bu sebepten ötürü, model tahmin edildikten sonra bu varsayımların geçerliliğinin test edilmesi gerekmektedir.

2.8.6.1. Panel veri modellerinde değişen varyans (Heteroskedasite) testi

Panel veri setlerinde birim içerisinde ve birimler arasında hata terimlerinin varyanslarının değişmediği (homoskedastik) varsayılmaktadır. Ancak panel veri modellerinde farklı yapılarıdaki yatay kesit birimlerinin varlığından kaynaklanan birimler arası farklılıklar, yanlış modeller oluşturulması nedeniyle açıklayıcı gücü yüksek bir değişkenin modele alınmaması, veri setinde aykırı durumda bulunan gözlemlerin olması, yaşanan ölçek farkı, hatalı veri dönüşümü gibi sebepler nedeniyle heteroskedasite problemiyle sıkça karşılaşmaktadır (Gujarati, 2004: 389-392).

Panel veri modellerinde değişen varyans sorunu genellikle birimlere göre değişen varyans şeklinde algılanmaktadır. Bunun nedeni genellikle yatay kesit verileriyle çalışılırken karşılaşılan bir durum olmasından kaynaklanmaktadır. Eğer heteroskedasite sorunu dikkate alınmazsa tahminlerin etkinliği engellenmiş olmaktadır. Ayrıca böyle bir durum standart hataların da sapmalı olmasına sebep olmaktadır (Tatoğlu, 2016: 211).

Değişen varyans probleminin gözlenip gözlenmediği en çok tercih edilen yöntemlerden Levene (1960), Brown ve Forsythe (1974) testleri (W0, W50 ve W10) ve Breusch-Pagan (LM) testi aracılığıyla tespit edilebilmektedir.

Levene testi için hesaplama;

$$W_0 = \frac{\sum_i n_i (\bar{Z}_i - \bar{Z})^2 / (g-1)}{\sum_i \sum_j (Z_{ij} - \bar{Z})^2 / \sum_i (n_i - 1)} \quad (2.24)$$

şeklinde yapılmaktadır. Burada, (X_{ij}) i. gruptaki X'in j. gözlemi olmak üzere $Z_{ij} = |X_{ij} - \bar{X}_i|$ olacak şekilde tanımlanmaktadır. n_i gözlem sayısını, g_i ise birim sayısını ifade etmektedir. Ayrıca, W50; (\bar{X}_i) yerine (X_{ij}) 'nin i. birim medyanı, W10; (\bar{X}_i) yerine (X_{ij}) 'nin i. birim %10 kırılmış ortalaması olarak ifade edilmektedir (Brown ve Forsythe, 1974: 129-130). "Ho = Birim varyansları eşittir ve Ha = Birim varyansları eşit değildir" olmak üzere oluşturulan hipotezler değerlendirilmektedir. Çıkan sonuca göre heteroskedasite sorunu olup olmadığına yönelik bir karar verilebilmektedir.

LM test istatistiğinde ise modelin homoskedastik bir varyansa sahip olduğu temel hipotezi sınanmaktadır. Diğer bir ifadeyle,

H₀: Değişen varyans yoktur.

H₁: Değişen varyans vardır.

şeklinde oluşturulan temel hipotez test edilmektedir. Temel hipotez reddedilirse, modelde değişen varyans olduğu anlaşılmaktadır.

Bir diğer test tekniklerinden olan White testi LM testinin özel bir durumu olmakla birlikte yöntemde asıl denkleme ek olarak yardımcı bir denklem tahmini gerektirmektedir. Modele ait asıl denklemin aşağıdaki gibi olduğu varsayımı altında (Gujarati, 2004: 413);

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \dots + \beta_k X_{ki} + u_i \quad i=1, \dots, n \quad (2.25)$$

Öncelikle ana denklem tahmin edilmektedir ve ardından kalıntı kareleri bulunmaktadır: \widehat{u}_i^2

Daha sonra yardımcı denklem tahmin edilmektedir:

$$\widehat{u}_i^2 = a_1 + a_2X_{2i} + \dots + a_kX_{ki} + a_{k+1}X_{2i}^2 + \dots + a_{2k}X_{ki}^2 + a_{2k+1}X_{2i}X_{3i} + \dots + v_i \quad (2.26)$$

Diğer bir deyişle, ana denklemin hata tahmin karelerinin bağımlı, açıklayıcı değişkenlerin karelerinin ve çapraz çarpımlarının açıklayıcı değişken olduğu denklem tahmin edilmektedir. Asıl denklemde sabit terim olsa da olmasa da yardımcı denklemde sabit terim bulunmaktadır. Bu yardımcı denklem için R^2 elde edilmektedir. Test istatistiği, sıfır hipotezi modelde değişen varyans olmadığı şeklinde açıklanmaktadır. Test istatistiği, R^2 'nin n ile çarpımı asimptotik olarak ki-kare dağılımına sahip bulunmaktadır. Serbestlik derecesi yardımcı denklemde yer alan sabit dışındaki açıklayıcı değişken sayısı kadar olmaktadır. Eğer hesaplanan ki-kare değeri tablo değerinden büyükse sıfır hipotezi reddedilmektedir. Bunun anlamı, heteroskedasite var demektir. Eğer büyük değilse heteroskedasite bulunmamaktadır.

Modelde çok sayıda açıklayıcı değişken olduğunda yardımcı denklemde serbestlik derecesi düşmektedir. Bu durum yöntemin olumsuz yönü olarak değerlendirilmektedir. Ayrıca, test istatistiğinin anlamlı bulunduğu durumlarda bunun nedeni değişen varyans değil de spesifikasyon hataları da olabilmektedir veya ikisi birden olabilmektedir (Gujarati, 2004: 414).

2.8.6.2. Panel veri modellerinde otokorelasyon testi

Panel veri setlerinde zaman serisi ve yatay kesit verilerinin birlikte bulunması otokorelasyon sorununa neden olabilmektedir. Panel veri modellerinde hata terimlerinin otokorelasyonsuz ve birimler arası korelasyonsuz olduğu varsayılmaktadır. Diğer bir ifadeyle, farklı gözlemler için hata teriminin geçmiş ve gelecek değerleri arasında ilişkinin olmaması temel bir varsayım olarak ele alınmaktadır. Hata terimlerinin birbirleri ile ilişkili olması otokorelasyon ya da serisel korelasyon olarak adlandırılmaktadır (Korkmaz, Yıldız ve Gökbulut, 2010: 101).

Otokorelasyon, panel veri setlerinde daha çok birim etki nedeniyle oluşmaktadır. Modelde birim etki bulunmaması durumunda birleşik hatadaki otokorelasyon azalış göstermektedir. Ancak artık hatadaki otokorelasyon bundan

etkilenmemektedir. Bu yüzden, modelde hata teriminin otokorelasyonunun da test edilmesi önem kazanmaktadır (Tatoğlu, 2016: 215).

Panel veri analizleri yapılırken veri setinde otokorelasyonu ortaya çıkarmak için Durbin-Watson (DW) otokorelasyon testi sık kullanılmaktadır. Bhargava, Franzni ve Narendranathan (1982) tarafından modifiye edilen DW istatistiği grup içi artıklarını (\hat{u}_{it}) kullanmaktadır. DW istatistiği eşitlik (2.27)'de gösterilmektedir:

$$DW = \frac{\sum_{t=2}^{t=n} (\hat{u}_{it} - \hat{u}_{it-1})^2}{\sum_{t=1}^{t=n} \hat{u}_{it}^2} \quad (2.27)$$

DW istatistiğinin avantajı, regresyon analizinde en küçük kareler artıklarına dayanmasından ileri gelmektedir. Bu avantajdan dolayı Durbin-Watson değerini R^2 , düzeltilmiş R^2 , t ve F gibi testlerle birlikte rapor etmek yaygın bir uygulama olmaktadır. İstatistik yaygın olarak kullanılmasına rağmen, istatistikte temel varsayımlara dikkat etmek önem taşımaktadır. Bu varsayımlar aşağıda belirtilmektedir (Gujarati, 2004: 467-468):

- Regresyon modeli sabit terim içermelidir,
- Bağımsız değişkenler stokastik olmamalıdır veya tekrarlanan örneklemede sabit olmalıdır,
- Hata terimi, (u_t) birinci dereceden otoregresiv sürece sahip olmalıdır, yani (u_{it}) = $\rho u_{i,t-1} + v_{it}$ olmalıdır,
- (u_t) normal dağılmalıdır,
- Regresyon modeli, açıklayıcı değişkenlerden biri olarak bağımlı değişkenin gecikmiş değerlerini içermemelidir,
- Verilerde eksik gözlemlenmiş değerler olmamalıdır.

(2.26) numaralı eşitliğin herhangi bir kritik değeri olmadığından, “hata teriminde birinci dereceden otokorelasyon yoktur” yokluk hipotezinin kabulü ya da reddine karar verilememektedir. Bu durumda, ancak, alt sınır (d_L) ve üst sınır (d_U) kritik değerleri dışında kalan DW için negatif veya pozitif otokorelasyonun bulunduğu karar verilmektedir. Bu sınırlar, gözlem sayısı N ve bağımsız değişken sayılarına bağlı olarak Durbin-Watson tablolarından bulunmaktadır (Gujarati, 2004: 468).

Baltagi-Wu'nun (1999) Yerel En İyi Değişmez (LBI) testi de modelde otokorelasyon bulunup bulunmadığının ortaya çıkarılmasında etkili istatistiksel yöntemlerden birisi olarak bilinmektedir. Dengesiz panel veri modelleri için de kullanılabilir. LBI testinde “Ho: $\rho=0$; Ha: $\rho\neq 0$ ” hipotezleri test edilmektedir. Panel veri modeli;

$$Y_{it} = \beta X_{it} + v_{it} \quad v_{it} = \mu_i + u_{it}$$

şeklinde iken bu eşitlik matris notasyonunda aşağıdaki gibi yazılabilmektedir.

$$Y = \beta X + \text{diag}(\iota_{Ni})\mu + u \quad (2.28)$$

(ι_{Ni}) ; N boyutunun her birim için birim vektörünü göstermektedir.

(2.28) numaralı eşitlik dönüştürüldüğünde;

$$\tilde{Y} = \beta \tilde{X} + u \quad (2.29)$$

haline gelmektedir. Burada,

$\tilde{Y} = \text{diag}(B'_i)Y$, $\tilde{X} = \text{diag}(B'_i)X$ ve $u = \text{diag}(B'_i)u$ eşitlikleri bulunmaktadır. (2.29) numaralı eşitlikteki model grup içi tahminciyi belirtmektedir. LBI testi istatistiği,

$$d = z' A_0 z / z' z \quad (2.30)$$

şeklinde olmaktadır. Burada,

$$A_0 = \frac{\partial \Omega_{\tilde{u}}^{-1}(\rho)}{\partial \rho} \Big|_{\rho=0} \text{ ve } z = \bar{P}_x \tilde{Y} \text{ olmaktadır.}$$

2.8.6.3. Panel veri modellerinde yatay kesit bağımlılığı testi

Panel veri modellerinde çok sayıda yatay kesit birimi yer almaktadır. Bu yatay kesit birimlerinin birbirleriyle bağımlı olup olmadıklarının araştırılması parametre tahmincilerinin etkinliği açısından önem taşımaktadır. Panel veri serisine bir şok gelmesi durumunda tüm yatay kesit birimlerinin ilgili şoktan aynı şekilde etkilenip etkilenmediğinin araştırılması gerekmektedir. Eğer yatay kesit

birimleri birbirleriyle bağımlıysa, seriye gelen bir şoktan aynı derecede etkilenmektedir. Ters bir durumda, yani yatay kesit birimleri arasında bağımlılık yoksa seriye gelen bir şok tüm yatay kesit birimlerini farklı derecede etkilemektedir.

Yatay kesit bağımlılığının gözlenip gözlenmediği Friedman (1937) tarafından geliştirilen Friedman Testi, Pesaran (2004) tarafından geliştirilen Cross Dependency (CD) istatistiği, Breusch-Pagan (1980) tarafından önerilen Lagrange Multiplier (LM) testi aracılığıyla tespit edilebilmektedir.

Friedman (1937), hem sabit hem de tesadüfi etkili modellerde kullanılabilecek bir istatistik geliştirmiştir. Yöntem, panel boyutu için $T < N$ olduğunda kullanılmaktadır ve Spearman rank korelasyonuna dayanmaktadır. İstatistik aşağıdaki gibi elde edilmektedir (Tatoğlu, 2016: 230);

$$r_{ij} = r_{ji} = \frac{\sum_{t=1}^T (\rho_{i,t-(T+\frac{1}{2})}) (\rho_{j,t-(T+\frac{1}{2})})}{\sum_{t=1}^T (\rho_{i,t-(T+\frac{1}{2})})^2} \quad (2.31)$$

CD test istatistiği, $T < N$ olduğunda kullanılmaktadır. Birimler arası korelasyonun varlığını belirlemek için sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modellerinde kullanılabilir. Buna göre CD test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$CD = \sqrt{\frac{2T}{N(N-1)}} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij} \right) \quad (2.32)$$

Burada, \hat{p}_{ij} her bir denklemin en küçük kareler yöntemi ile tahmin edilmesinden elde edilen kalıntılar arasındaki korelasyon katsayısını temsil etmektedir. T zamanı, N ise örneklem büyüklüğünü göstermektedir. Test istatistiği ile yatay kesitler arasında bağımlılık olmadığı şeklindeki sıfır hipotez test edilmektedir. Sıfır hipotezin reddedilmesi yatay kesitler arasında bağımlılık olduğu şeklinde yorumlanmaktadır.

Birimler arası korelasyonun varlığını belirlemek için bir başka test yöntemi olan LM test istatistiği de $N < T$ olduğunda kullanılabilir. Buna göre LM test istatistiği aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır:

$$\lambda_{LM} = T \sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{p}_{ij}^2 \quad (2.33)$$

Burada, \hat{p}_{ij} kalıntının korelasyon katsayısını temsil etmektedir. Sıfır hipotezi yatay kesitler arasında bağımlılık olmadığını ortaya koymaktadır. Sıfır hipotezin reddedilmesi yatay kesitler arasında bağımlılık olduğu şeklinde yorumlanmaktadır.

2.8.7. Heteroskedasite, Otokorelasyon ve Yatay Kesit Bağımlılığının Varlığında Robust Tahminciler

Panel veri analizlerinde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyondan en az birinin olması durumunda hata teriminin varyans-kovaryans matrisi (Ω) birim matrise eşit olmamaktadır. Yani temel varsayımlar geçerli iken geçerli olan;

$$Var(\widehat{\beta}) = \sigma_u^2 (X'X)^{-1} \quad E(u_{it}u'_{it}) = \sigma_u^2 I_T \quad (2.34)$$

eşitlikleri, heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyondan en az birinin olması durumunda;

$$Var(\widehat{\beta}) = (X'X)^{-1} X'VX(X'X)^{-1} \quad E(u_{it}u'_{it}) = \sigma_u^2 \Omega_T \quad (2.35)$$

şeklini almaktadır. Bu durum özellikle büyük örneklem kütleleri ile çalışıldığında parametre tahmincilerinde tutarsızlığa neden olmamakla birlikte etkinliği etkileyebilmektedir. Bu yüzden böyle bir durumda dirençli (robust) standart hataların tahmin edilmesi gerekmektedir (Tatoğlu, 2016: 251). Robust tahminciler sayesinde daha az etkilenen parametre tahminleri elde edilmektedir. Robust tahminciler elde etmek için Huber (1967), Eicker (1967) ve White (1980) tahmincileri ile Arellano (1987), Froot (1989) ve Rogers (1993) tahmincileri kullanılabilir.

Robust standart hatalar elde etmek için Huber (1967), Eicker (1967) ve White (1980) tarafından geliştirilmiş tahminci eşitlik (2.36)'da belirtilmektedir.

$$Var(\widehat{\beta}) = (X'X)^{-1} X'VX(X'X)^{-1}$$

$$Var(\widehat{\beta}) = (X'X)^{-1} X' diag(\hat{u}_i^2) X(X'X)^{-1} \quad (2.36)$$

Heteroskedasiteye karşı dirençli tahminci olarak kullanılan bu tahminci farklı isimlerle de anılmaktadır. “Huber Tahmincisi”, “Eicker Tahmincisi” veya “White Tahmincisi” olarak da bilinmektedir.

Bu tahminci daha sonra MacKinnon ve White (1985) ve Hinkley (1977) tarafından birtakım düzeltmelerle geliştirilmiştir. Tahminci, geliştirilen haliyle eşitlik (2.37)'de gösterilmektedir.

$$\begin{aligned} Var(\widehat{\beta}) &= \frac{N}{N-k} (X'X)^{-1} \left(\sum_{i=1}^N \hat{u}_i^2 x_i' x_i \right) (X'X)^{-1} \\ &= \frac{N}{N-k} (X'X)^{-1} X' diag(u_i^2) X (X'X)^{-1} \end{aligned} \quad (2.37)$$

Daha sonra, Arellano (1987), Froot (1989) ve Rogers (1993) tarafından söz konusu tahminci geliştirilerek parametrelerin varyans tahmincisi;

$$Var(\widehat{\beta}) = \frac{N-1}{N-k} \frac{M}{M-1} (X'X)^{-1} \left(\sum_{i=1}^N X_i' \hat{u}_i u_i' X_i \right) (X'X)^{-1} \quad (2.38)$$

şeklinde ifade edilmiştir. Eşitlikte küme sayısı M, birim sayısı N_j , ile gösterilmektedir. \hat{u}_i , j. kümedeki i. kalıntı olarak ifade edilmektedir.

Sonuç olarak, değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılıktan en az birinin gerçekleşmesi durumunda meydana gelecek sapmaya uygun bir yöntemin seçilmesi gerekmektedir. Değişen varyansın varlığı altında dirençli standart hatalar Huber (1967), Eicker (1967) ve White (1980) tarafından geliştirilmiş tahminciler kullanılabilir. Hem değişen varyans hem de otokorelasyonun varlığında ise Arellano (1987), Froot (1989) ve Rogers (1993) tarafından geliştirilmiş tahminciler kullanılabilir.

3. ARAŞTIRMA BULGULARI

Sürdürülebilirlik endeksine alınma olayı ve şirket değeri konusunda uluslararası yazında yapılmış birçok çalışma bulunmaktadır. Türkiye’de kurumsal sürdürülebilirlik ve kamuya açıklama ile ilgili halka açık şirketlerin uygulamaları hakkında birtakım araştırmalar yapılmış olmakla beraber, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne alınma olayı ile şirketin finansal performans göstergeleri ve şirket değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen çalışmaların az sayıda olmasının yanında bu çalışmalarda kullanılan yöntem ve toplanan veri setleri de sınırlı kalmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne dahil edilen işletmelerin endekse dahil edildikten sonra hisse senedi değerlerinde ve karlılık düzeylerinde meydana gelen değişimi incelemek ve elde edilen uygulama sonuçlarına göre önerilerde bulunmak şeklinde özetlenebilmektedir. Bu bağlamda çalışmanın kapsamını, endekse alınma olayı ile endekste işlem gören şirketlerin faaliyet raporları, bağımsız denetimden geçmiş dönem sonu bilanço ve gelir tabloları üzerinden elde edilen aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, Tobin’s Q oranı ve piyasa değeri defter değeri oranı değişkenleri arasındaki ilişkilerin incelenmesi oluşturmaktadır.

Uluslararası alanda yapılan çalışmalar, sürdürülebilirlik endeksine alınmanın endekse dahil olan şirketin hisse senedi değeri ve karlılığı üzerinde bir etki yaratıp yaratmadığı hakkında karmaşık sonuçlar vermektedir. Türkiye’de kurumsal sürdürülebilirlik uygulamaları ve şirketlerin düzenleyici otoriteler tarafından getirilen kurallara uyumu konusunda yapılmış bazı araştırmalar bulunmaktadır. Ancak sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının hisse senedi değerine ve şirketlerin karlılık düzeyine etkilerini değerlendirmeye yönelik az sayıda çalışma olduğu görülmektedir. Ayrıca, bu çalışmalarda izlenen yöntem ve veri toplama yönünden birtakım kısıtların olduğu görülmektedir. Bu çalışmada elde edilen bulguların şirket hissedarları, mevcut ve potansiyel yatırımcılar, şirket yöneticileri, bu konuda araştırma yapan kişi ve kurumlar açısından yararlı olacağı düşünülmektedir.

Çalışmanın temel varsayımı, Türkiye’de BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne alınan şirketlerin endekse dahil edilmelerinin ilgili şirketlerin değerlerine ve karlılık düzeylerine yansımış olması beklentisi şeklinde ortaya konulmaktadır. Yapılan çalışma sonucunda, ilişkilerin varlığı ya da yokluğu ile

yönü ve büyüklüğü hakkında istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılması beklenmektedir.

Yapılan literatür taramalarında sürdürülebilirlik endekslerine dahil edilme olayı, şirketlerin hisse senedi değerleri ve karlılık düzeyleri arasındaki ilişkilerin incelenmesi için çeşitli istatistiksel yöntemlerden yararlandığı görülmektedir. Panel veri analizi ve olay etüdü bu yöntemlerin başında gelmektedir. Yapılan bazı çalışmalarda kullanılan olay etüdü yöntemi endekse alınma olayının daha çok kısa dönemli etkilerini sergilemektedir (Nakai vd., 2013; Oberndorfer vd., 2013; Curran ve Moran, 2007). Birden fazla dönem için yapılan çalışmalar ise zaman boyutuna ve yatay kesit boyutuna sahip olduklarından bu çalışmalarda panel veri analizi tercih edildiği göze çarpmaktadır (Ziegler, 2012; Becchetti vd., 2008). Yaptığımız çalışmada birden fazla dönem ele alındığı için yöntem olarak panel veri analizinde karar kılınmıştır.

Bu bölümde, çalışmanın 2.8. *Panel Veri Analizi Metodolojisi* kısmında anlatılmış olan yöntemler izlenerek elde edilmiş bulgulara yer verilmektedir. Elde edilen bulgular doğrultusunda BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne alınan şirketlerin endekse alınmadan önce ve endekse alındıktan sonra hisse senedi değerlerinde ve karlılık düzeylerinde ne tür benzerlikler ve farklılıklar meydana geldiği açık bir şekilde ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

Çalışma kapsamında gerçekleştirilen tüm analizler Stata 14.0 istatistik paket programı yardımıyla yapılmıştır. Sonuçlar aşağıda tablolar yardımıyla özetlenmektedir. Analizlere ilişkin önemli notlar tablo altlarında belirtilmektedir. Ayrıca, tablolar hakkındaki değerlendirmeler yine tablo sonlarında yer almaktadır.

3.1. F-testi

Panel veri analizinde en genel anlamıyla üç farklı model tahmini yapılmaktadır. Bunlardan birincisi tüm birimler için ortak bir sabit terimin varsayıldığı havuzlanmış en küçük kareler (pooled OLS) tahmincisiyle yapılan tahmin olarak bilinmektedir. Bu tahminciye göre sabit terim eşitlik (3.1)'de görüldüğü gibi birimden birime değişmemektedir (Bölük ve Mert, 2014: 443).

$$\alpha_{it} = \alpha \quad (3.1)$$

İkinci tahmin yöntemi ise sabit etkiler (Fixed Effect) tahmincisi ile yapılan tahmindir. Burada ise birim etkinin varlığı önemli olmakla beraber eşitlik (3.2)'deki gibi, her bir yatay kesit için farklı sabit terimin olduğu varsayılmaktadır.

$$\alpha_{it} = \alpha_i, E(\alpha_i \varepsilon_{it}) \neq 0 \quad (3.2)$$

Tasadüfi etkiler (Random Effect) tahmincisinde ise birim etkinin önemli olduğu varsayılarak sabit terim bir raslantı değişkeni olarak tanımlanmaktadır ve sabit terim eşitlik (3.3)'deki gibi gösterilmektedir.

$$\alpha_{it} = \alpha + u_i, E(u_i \varepsilon_{it}) = 0 \quad (3.3)$$

Çalışmada, bu tahminciler arasında seçim yapabilmek için birim etkinin önemi F testi ile test edilmiştir. F testinde;

$$H_0: \alpha_{it} = \alpha \text{ yokluk hipotezi,}$$

$H_A: \alpha_{it} = \alpha_i$ alternatif hipotezine karşı test edilmektedir (Bölük ve Mert, 2014: 443).

Çizelge 3.1.'de panel veri modelleri için birim ve/veya zaman etkisinin olup olmadığının araştırılmasında kullanılan F-testlerinin sonuçları aşağıda sunulmaktadır.

Çizelge 3.1. F Testi Sonuçları

	ROA	ROE	LnTOB	LnPDDD
$F_{41,121}$	7.18 (0.000)	6.93 (0.000)	18.84 (0.000)	16.75 (0.000)

*: .10, **: .05 ve ***: .01 yanılma düzeyinde anlamlıdır.

Parantez içinde P değerleri verilmiştir.

Çizelge 3.1.'de açıklanan sonuçlara göre; ROA modeli için $F_{41,121}=7.18$ ve $P=0.000$, ROE modeli için $F_{41,121}=6.93$ ve $P=0.000$, LnTOB modeli için $F_{41,121}=18.84$ ve $P=0.000$, LnPDDD modeli için $F_{41,121}=16.75$ ve $P=0.000$ değerleri elde edilmiştir. Her dört model için de $P<0.01$ olduğundan birim etkilerin sıfıra eşit olduğu yokluk hipotezi reddedilmiş ve birim etkinin var olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Böylelikle tahmin edilen modeller için havuzlanmış EKK (pooled OLS) tahmincisinin uygun olmadığına karar verilmiştir.

3.2. Hausman Testi

Birim etkisi ile açıklayıcı değişkenler arasında korelasyon olup olmadığı hususu sabit etkiler ve rassal etkiler modelleri arasındaki önemli farklardan birisi olarak bilinmektedir. Birim etki ile modeldeki bağımsız değişkenler arasında ilişki olup olmadığı Hausman testi ile incelenebilmektedir. Hausman testi, “Rassal etkiler tahmincisi doğrudur” şeklindeki temel hipotezi, k serbestlik dereceli ki-kare dağılımına uygun bir şekilde test etmektedir. Temel hipotezin kabul edilmesi durumunda tesadüfi etkiler modelinin tahmincisi daha etkin sonuçlar vermektedir (Pazarlıoğlu ve Gürler, 2007: 39).

Sabit ya da tesadüfi etkiler tahmincileri arasında bir seçim yapmak için çalışmada Hausman testinden yararlanılmıştır. Hausman testi sonuçları Çizelge 3.2.’de verilmektedir.

Çizelge 3.2. Hausman Testi Sonuçları

	ROA	ROE	LnTOB	LnPDDD
χ^2_5	0.14 (0.9996)	1.04 (0.9590)	3.42 (0.6361)	3.04 (0.6944)

*: .10, **: .05 ve ***: .01 yanılma düzeyinde anlamlıdır.

Parantez içinde P değerleri verilmiştir.

Hausman testi sonuçlarına göre; ROA modeli için $\chi^2_5 = 0.14$ ve $P=0.9996$, ROE modeli için $\chi^2_5 = 1.04$ ve $P=0.9590$, LnTOB modeli için $\chi^2_5 = 3.42$ ve $P=0.6361$, LnPDDD modeli için $\chi^2_5 = 3.04$ ve $P=0.6944$ değerleri elde edilmiştir. Her dört model için de $P>0.10$ olduğundan tesadüfi etkiler tahmincisinin sabit etkiler tahmincisine göre daha etkin olduğu (başka bir deyişle açıklayıcı değişkenlerle birim etki arasında anlamlı bir korelasyon olmadığı) sonucuna ulaşılmıştır. Böylece her dört model de tesadüfi etkiler tahmincisi yardımıyla tahmin edilmiştir.

3.3. Panel Regresyon Modelinde Temel Varsayımların Testleri

3.3.1. Değişen Varyans Testi

Modellere ilişkin değişen varyans test istatistikleri Çizelge 3.3.’de yer almaktadır.

Çizelge 3.3. Değişen Varyans Testi Sonuçları

	ROA	ROE	LnTOB	LnPDDD	Serbestlik Derecesi
W₀	4.1842 (0.000)	3.7934 (0.000)	4.6366 (0.000)	2.7405 (0.000)	(41,126)
W₅₀	2.8726 (0.000)	2.3678 (0.000)	3.3163 (0.000)	1.6838** (0.015)	(41,126)
W₁₀	4.1842 (0.000)	3.7934 (0.000)	4.6366 (0.000)	2.7405 (0.000)	(41,126)

*: .10, **: .05 ve ***: .01 yanılma düzeyinde anlamlıdır.

Parantez içinde P değerleri verilmiştir.

Tahmin edilen modellerde değişen varyans (heteroskedasticity) problemi olup olmadığı Levene (1960), Brown ve Forsythe (1974) istatistiklerine (W₀, W₅₀ ve W₁₀) göre karar verilmiştir. Buna göre, “Birim varyansları eşittir” şeklinde kurulan yokluk hipotezi %5 ve %10 anlamlılık düzeylerinde her dört model için reddedilmektedir. Çizelge 3.3. incelendiğinde tahmin edilen modellerde değişen varyans olduğu anlaşılmaktadır.

3.3.2. Otokorelasyon Testi

Panel veri analizleri yapılırken veri setinde otokorelasyonu ortaya çıkarmak için birtakım otokorelasyon testlerinden yararlanılmaktadır. Çalışmada, tesadüfi etkiler tahmincisi ile tahmin edilen modellerde otokorelasyon sorunu olup olmadığı Bhargava, Franzni ve Narendranathan (1982) tarafından modifiye edilen DW istatistiğinden, Baltagi ve Wu (1999) tarafından geliştirilen LBI istatistiğinden ve ayrıca Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen Lagrange çarpanları testleri yardımıyla araştırılmıştır. Çizelge 3.4.’de modellere ilişkin otokorelasyon test istatistikleri yer almaktadır.

Çizelge 3.4. Otokorelasyon Testlerine İlişkin Sonuçlar

	ROA	ROE	LnTOB	LnPDDD
Modifiye DW	1.91	1.45	1.53	1.33
Baltagi-Wu LBI	2.46	2.03	2.16	2.04
LM	73.49 (0.000)	58.93 (0.000)	179.89 (0.000)	142.06 (0.000)
ALM (Düzeltilmiş LM)	15.50 (0.000)	4.12** (0.042)	43.17 (0.000)	25.31 (0.000)
Bileşik LM	82.52 (0.000)	82.01 (0.000)	196.87 (0.000)	165.15 (0.000)

*: .10, **: .05 ve ***: .01 yanılma düzeyinde anlamlıdır.

Parantez içinde P değerleri verilmiştir.

Modifiye edilmiş DW istatistikleri her dört modelde de 2'den küçük olduğundan otokorelasyonun varlığı anlaşılmaktadır. Ancak LBI istatistikleri her dört model için de 2'den büyük olduğundan otokorelasyonun olmadığı görülmektedir. Bu iki istatistik farklı sonuçlar verdiği için Lagrange çarpanı (LM, ALM ve bileşik (joint) LM) testlerine başvurulmuştur. LM, ALM ve bileşik LM testlerinde her dört model için de tüm P değerleri 0.01'den küçük olduğundan (ROE modeli ALM testi için yokluk hipotezi %5 anlamlılık düzeyinde reddedilmektedir) otokorelasyonun olmadığını ifade eden yokluk hipotezi reddedilmektedir. Bu sonuçlardan tüm modellerde otokorelasyon olduğu sonucu çıkarılmıştır.

3.3.3. Yatay Kesit Bağımlılığı Testi

Panel veri serisine bir şok gelmesi durumunda tüm yatay kesit birimlerinin ilgili şoktan aynı şekilde etkilenip etkilenmediğinin araştırılması önem taşımaktadır. Eğer yatay kesit birimleri birbirleriyle bağımlıysa, seriye gelen bir şoktan aynı derecede etkilenmektedir. Buna göre, çalışmada birimler arası korelasyonun varlığını belirlemek için Friedman (1937) testi kullanılmıştır. Yatay kesit bağımlılığı testine ilişkin sonuçlar Çizelge 3.5.'de gösterilmektedir.

Çizelge 3.5. Friedman Yatay Kesit Bağımlılığı Testine İlişkin Sonuçlar

	ROA	ROE	LnTOB	LnPDDD
Friedman İstatistiği	1.057 (0.999)	3.971 (0.999)	33.571 (0.789)	27.686 (0.944)

*: .10, **: .05 ve ***: .01 yanılma düzeyinde anlamlıdır.

Parantez içinde P değerleri verilmiştir.

Yatay kesit bağımlılığı (cross-sectional dependency) ya da birimlerarası korelasyonun önemli olup olmadığı Friedman (1937) testi yardımıyla test edilmiştir. Çizelge 3.5.'e göre her dört model için $P > 0.10$ olduğundan birimler arası korelasyonun olmadığı anlaşılmaktadır.

3.4. Çoklu Doğrusal Bağlantı Testi

Çoklu doğrusal bağlantı (multicollinearity), modelde açıklayıcı değişkenlerin sadece bağımlı değişken üzerinde değil aynı zamanda birbirleri üzerinde de etkilerinin olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır. Bu etkinin derecesine göre de model içerisinde açıklayıcı değişkenlerin tahmin gücünü azaltmaktadır (Orhunbilge, 2002: 241). Araştırmalarda kurulan modellerde bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağlantı probleminin olup olmadığına tespitinde Varyans Şişirme Faktörleri (Variance Inflation Factors – VIF) kullanılmaktadır. Literatürde, VIF için kritik değer olarak genellikle “5” kabul edilmektedir. VIF değerlerinin “5” ve üzerinde olması modelde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olduğunu göstermekte olup bu değer “10”un üzerinde çıkması modelde önemli ölçüde çoklu doğrusallık bulunduğunu ortaya çıkarmaktadır (Roso, Schenkel, Miller ve Schaeffer, 2005: 1789-1790).

Çalışmada, modellerde çoklu doğrusal bağlantı olup olmadığını belirlemek için bağımsız değişkenlere ait korelasyon matrisi ve varyans şişirme faktörleri (VIF) incelenmiştir. Sonuçlar, Çizelge 3.6.'da sunulmaktadır.

Çizelge 3.6. Korelasyon Matrisi ve VIF Değerleri

	LnKAL	LnADH	LnAKT	NET	VIF
LnKAL	1				2.15
LnADH	-0.4848	1			2.43
LnAKT	0.2914	0.4219	1		2.00
NET	-0.0287	0.2039	0.1683	1	1.05

*: .10, **: .05 ve ***: .01 yanılma düzeyinde anlamlıdır.

Parantez içinde P değerleri verilmiştir.

Bağımsız değişkenlere ait korelasyon matrisi ve VIF değerlerinin sunulduğu Çizelge 3.6. incelendiğinde, her ne kadar korelasyon matrisinde -0,4848 ve 0,4219 gibi yüksek sayılabilecek korelasyon katsayıları elde edilmişse de VIF değerleri kabul edilebilir sınırlar içerisinde olduğundan (tüm VIF değerleri 5'den küçüktür) modellerde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığına karar verilmiştir.

3.5. Dirençli (Robust) Tahminciler

Panel veri analizlerinde heteroskedasite, otokorelasyon ve birimler arası korelasyondan en az birinin olması durumunda hata teriminin varyans-kovaryans matrisi (Ω) birim matrise eşit olmamaktadır. Bu durum parametre tahmincilerinde tutarsızlığa neden olmamakla birlikte etkinliği etkilemektedir. Bu yüzden böyle bir durumda dirençli (robust) standart hataların tahmin edilmesi gerekmektedir.

Bu doğrultuda, araştırma sonuçları genel olarak değerlendirildiğinde her dört model için de değişen varyans ve otokorelasyon sorunu dışında bir problem olmadığı görülmektedir. Değişen varyansın varlığı altında dirençli standart hatalar Huber (1967), Eicker (1967) ve White (1980) tarafından geliştirilmiş ve daha sonra hem değişen varyans hem de otokorelasyonun varlığında Arellano (1987), Froot (1989) ve Rogers (1993) tarafından tutarlı tahminler yapan sağlam ya da dirençli (robust) standart hatalar geliştirilmiştir. Her dört modelde de değişen varyans ve otokorelasyon sorunu olduğundan bahsedilen dirençli (robust) standart hatalar ile tesadüfi etkiler tahmincileri elde edilmiştir. Tahmin sonuçları çalışmada kullanılan modeller bazında ayrı çizelgeler halinde gösterilmektedir. İlk olarak ROA bağımlı değişkeninin yer aldığı modele ilişkin sonuçlar Çizelge 3.7.'de gösterilmektedir.

Çizelge 3.7. ROA Modelinin Dirençli Tahmin Sonuçları

$ROA_{it} = \alpha_1 + \beta_1 LnAKT_{it} + \beta_2 LnKAL_{it} + \beta_3 LnADH_{it} + \beta_4 NET_{it} + \beta_5 D_{it} + \varepsilon_{1it}$				
Wald chi2 (5) : 7.34		Gözlem Sayısı : 168		
Prob > chi2 : 0.096		Grup Sayısı : 42		
Bağımsız Değişkenler	Katsayılar	Robust Standart Hatalar	Z Değeri	Olasılık
LnAKT	-0.0073	0.0051	-1.42	0.156
LnADH	0.0163**	0.0104	1.57	0.017
LnKAL	-0.0248*	0.0128	-1.93	0.053
NET	0.0239	0.0226	1.06	0.290
D	-0.0027	0.0046	-0.58	0.559
Sabit	0.2398	0.1512	1.59	0.113
R ² : Gruplar arası = 0.2539				
Bağımlı Değişken: ROA				

*: .10, **: .05 ve ***: .01 yanılma düzeyinde anlamlıdır.

Parantez içinde P değerleri verilmiştir.

Çizelge 3.7.'ye göre, tahmin edilen ROA modeli istatistiksel olarak anlamlı bir modeldir (ROA modeli için Wald $\chi^2_5 = 7.34$, $P=0.096 < 0.10$). Sonuçlara göre, finansal kaldıraçın aktif karlılık üzerinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır (ROA modeli, katsayı = -0.0248, $P=0.053 < 0.10$). Aktif devir hızının ise aktif karlılık üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi vardır (ROA modeli, katsayı=0.0163, $P=0.017 < 0.05$). Aktif toplamı, net satışlardaki büyüme ve firmanın sürdürülebilirlik endeksine alındığı yılın aktif karlılık üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır (ROA modelinde, LnAKT, NET ve D değişkenleri için $P > 0.10$).

Ayrıca, finansal kaldıraç oranında meydana gelen bir birimlik artışın aktif karlılığı yaklaşık olarak 0.02 birim kadar azaltacağı gözlenmektedir. Aksine, aktif devir hızında meydana gelen bir birimlik artışın aktif karlılığı yaklaşık olarak 0.02 birim kadar artıracığı görülmektedir.

ROE bağımlı değişkeninin yer aldığı modele ilişkin sonuçlar Çizelge 3.8.'de gösterilmektedir.

Çizelge 3.8. ROE Modelinin Dirençli Tahmin Sonuçları

$ROE_{it} = \alpha_2 + \beta_6 LnAKT_{it} + \beta_7 LnKAL_{it} + \beta_8 LnADH_{it} + \beta_9 NET_{it} + \beta_{10} D_{it} + \varepsilon_{2it}$				
Wald chi2 (5) : 5.39			Gözlem Sayısı : 168	
Prob > chi2 : 0.3697			Grup Sayısı : 42	
Bağımsız Değişkenler	Katsayılar	Robust Standart Hatalar	Z Değeri	Olasılık
LnAKT	-0.0070	0.0170	-0.42	0.678
LnADH	0.0345	0.0374	0.92	0.356
LnKAL	-0.0933**	0.0467	-2.00	0.046
NET	0.0343	0.0503	0.68	0.494
D	-0.0125	0.0205	-0.61	0.544
Sabit	0.4873	0.5389	0.90	0.366
R ² : Gruplar arası = 0.0780				
Bağımlı Değişken: ROE				

*: .10, **: .05 ve ***: .01 yanılma düzeyinde anlamlıdır.

Parantez içinde P değerleri verilmiştir.

Çizelge 3.8.'de yer alan sonuçlara göre tahmin edilen ROE modeli, her ne kadar LnKAL değişkeni istatistiksel olarak anlamlı ise de (katsayı = -0.0933, $P=0.046 < 0.05$), istatistiksel olarak anlamlı bir model değildir (Wald $\chi^2_5 = 5.39$, $P=0.3697 > 0.10$).

LnTOB bağımlı değişkeninin yer aldığı modele ilişkin sonuçlar Çizelge 3.9.'da gösterilmektedir.

Çizelge 3.9. LnTOB Modelinin Dirençli Tahmin Sonuçları

$LnTOB_{it} = \alpha_3 + \beta_{11}LnAKT_{it} + \beta_{12}LnKAL_{it} + \beta_{13}LnADH_{it} + \beta_{14}NET_{it} + \beta_{15}D_{it} + \varepsilon_{3it}$				
Wald chi2 (5) : 65.87			Gözlem Sayısı : 168	
Prob > chi2 : 0.0000			Grup Sayısı : 42	
Bağımsız Değişkenler	Katsayılar	Robust Standart Hatalar	Z Değeri	Olasılık
LnAKT	-0.0285	0.0281	-1.01	0.311
LnADH	0.1510***	0.0421	3.59	0.000
LnKAL	-0.0616	0.0410	-1.50	0.134
NET	0.0125	0.0643	0.20	0.845
D	-0.0218	0.0237	-0.92	0.359
Sabit	5.1406***	0.7883	6.52	0.000
R ² : Gruplar arası = 0.2947				
Bağımlı Değişken: LnTOB				

*: .10, **: .05 ve ***: .01 yanılma düzeyinde anlamlıdır.

Parantez içinde P değerleri verilmiştir.

Sonuçlara göre, tahmin edilen LnTOB modeli istatistiksel olarak anlamlı bir modeldir (LnTOB için Wald $\chi_5^2 = 65.87$, $P=0.000<0.01$). Modelde, aktif devir hızı değişkeninin Tobin's Q değerleri üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır (LnTOB modeli, katsayı=0.1510, $P=0.000<0.01$). Aktif toplamı, finansal kaldıraç, net satışlardaki büyüme ve firmanın sürdürülebilirlik endeksine alındığı yılın Tobin's Q değerleri üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır (LnTOB modelinde LnAKT, LnKAL, NET ve D değişkenleri için $P>0.10$).

Ayrıca, aktif devir hızında meydana gelen bir birimlik artışın Tobin's Q değerlerini yaklaşık olarak 0.15 birim kadar artıracığı anlaşılmaktadır.

Son olarak, LnPDDD bağımlı değişkeninin yer aldığı modele ilişkin sonuçlar Çizelge 3.10.'da gösterilmektedir.

Çizelge 3.10. LnPDDD Modelinin Dirençli Tahmin Sonuçları

$LnPDDD_{it} = \alpha_4 + \beta_{16}LnAKT_{it} + \beta_{17}LnKAL_{it} + \beta_{18}LnADH_{it} + \beta_{19}NET_{it} + \beta_{20}D_{it} + \varepsilon_{4it}$				
Wald chi2 (5) : 44.38		Gözlem Sayısı : 168		
Prob > chi2 : 0.0000		Grup Sayısı : 42		
Bağımsız Değişkenler	Katsayılar	Robust Standart Hatalar	Z Değeri	Olasılık
LnAKT	-0.0279	0.0676	-0.41	0.680
LnADH	0.3016	0.1156	1.15	0.251
LnKAL	0.1328***	0.1065	2.83	0.005
NET	0.1323	0.1781	0.74	0.458
D	-0.0201	0.0558	-0.36	0.719
Sabit	4.0103**	1.9024	2.11	0.035
R2: Gruplar arası = 0.3322				
Bağımlı Değişken: LnPDDD				

*: .10, **: .05 ve ***: .01 yanılma düzeyinde anlamlıdır.

Parantez içinde P değerleri verilmiştir.

Sonuçlara göre, tahmin edilen LnPDDD modeli istatistiksel olarak anlamlı bir modeldir (LnPDDD için Wald $\chi^2_5 = 44.38$, $P=0.000<0.01$). Modelde, finansal kaldıracın PDDD oranı üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır (LnPDDD modeli, katsayı=0.1328, $P=0.005<0.01$). Aktif toplamı, aktif devir hızı, net satışlardaki büyüme ve firmanın sürdürülebilirlik endeksine alındığı yılın PDDD oranı üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır (LnPDDD modelinde LnAKT, LnADH, NET ve D değişkenleri için $P>0.10$).

TARTIŞMA VE SONUÇ

Üretim tüm ekonomik faaliyetlerin temelini oluşturmaktadır. İşletmeler de insan ihtiyaçlarının karşılanması esasında üretim işlevini yerine getirecek olan ekonomik birimler olarak bilinmektedir. Sınırsız ihtiyaçların karşılanması mevcut doğal kaynakların büyük bir kısmının üretim sürecinde ihtiyaçların uygunluğuna göre dönüştürülmesi sonucunu doğurmaktadır. Bu dönüşüm faaliyetleri neticesinde kazanç sağlamak elbette ki işletmenin hedefleri arasında önemli bir yer tutmaktadır. Ancak, kuruluş amaçları her ne kadar kazanç sağlamak olsa bile bunu gerçekleştirirken artan sorumlulukların işletmelerce göz ardı edilmemesi gerekmektedir. Yani sürecin tam da bu noktada işletmelere büyük sorumluluklar yüklenmektedir. Ekonomik değer yaratan faaliyetler sonucunda kazanarak vardığını sürdürülebilmek elbette ki önemli olmakla birlikte bunu genişleyen sorumluluk alanı çerçevesinde başarabilmek daha fazla önem arz etmektedir. Diğer bir ifadeyle, işletmenin kuruluş amacı doğrultusunda, karlılığını artırması, likit pozisyonu güçlendirmesi, finansman sıkıntılarını gidermesi, yeni yatırımlar yaparak kapasiteyi büyütmesi, yeni yatırımcıların ilgisini çekmesi yani bütün bunlar devamlılığı sağlamak için gerekli kriterler olabilmektedir. Ancak bu kriterlerin gerekliliğinin diğer yandan yeterliliğe dönüşmemesi gerekmektedir. Yani, devamlılığı sağlamanın sadece mali sorumlulukları yerine getirmek ile eşdeğer tutulmaması gerekmektedir. Çevre şartlarına uyum sağlamak, etik olmak, kurumsal düzeyde hesap verebilir olmak, işletme faaliyetleri neticesinde neden olunan sorunlardan kendini sorumlu saymak, kısacası paydaş grubunu düşünerek hareket etmek asıl olarak işletme varlığının sürekliliğinin güvence altına alınmasını sağlamaktadır. Dolayısıyla, işletmeler, çevresel, sosyal ve ekonomik düzenin uyumuna dikkat ederek önlerine çıkan fırsatlardan verimli biçimde yararlanmak ve olası risklere karşı gelmek durumunda kalmaktadır. Bu açıdan günümüz koşullarında, uzun vadede değer yaratmak için sürdürülebilirlik kavramının anlaşılması giderek önem kazanmaktadır.

Sürdürülebilirlik kolektif bir düşünceyi temsil etmektedir. Birçok kimseyi, kurumu veya nesneyi içine alan ve bunların hepsinin bir araya gelmesi sonucu oluşan bir düşünceyi vurgulamaktadır. Bünyesinde yarınları ve geleceği barındırmaktadır. Bu haliyle günden güne ilgi çeken konulardan biri haline gelmektedir. Konuyla ilgili duyarlılık arttıkça yapılan teorik ve ampirik katkıların daha da artması beklenmektedir. Bu açıdan bakıldığında sürdürülebilirlik stratejilerinin belirlenmesi ve konumlandırılması, işletme paydaşlarının

beklentilerine cevap verilmesi, kurumsal, sektörel ve ulusal düzeyde sürdürülebilirlik kriterlerinin belirlenerek konuya hak ettiği kadar önem verilmesi gerekmektedir. Ancak, bu noktada alana ilişkin birçok soru baş göstermektedir. Sürdürülebilirliğin bireysel mi yoksa toplumsal mı algılanması gerektiği, sürdürülebilirliğin uzun vadeli avantaj yaratıp yaratmadığı, ekonomik ve sosyal performansı ne derece etkilediği, dünyanın geri kalan kesiminde konuya nasıl yaklaşıldığı şeklindeki sorular buna örnek gösterilebilmektedir. Bu çalışmada, Türkiye'deki bürokrasinin, akademinin, iş dünyasının ve sermaye piyasalarının sürdürülebilirlik konusuna olan bakışlarını bu tarz sorular çerçevesinde geliştirmeyi planlamaktadır.

Çalışmanın amacı doğrultusunda, öncelikle sürdürülebilirlik kavramı kavramsal ve teorik bir çerçevede ele alınmıştır. Sürdürülebilirliğe ilişkin kaygıların genel olarak 18. yüzyıllardan bugünlere taşındığı anlaşılmaktadır. O yıllarda daha çok çevre ve doğal kaynakların kullanımı üzerinden yürütülen sürdürülebilirlik tartışmalarına yönelik daha sistematik teorilerin geliştirilmesinde başlangıcın 20. yüzyılın ikinci yarısına kadar dayandığı kabul edilmektedir. Nihayet, WCED tarafından 1987 yılında yayınlanan Brundtland Raporu'nda ilk kez bugünkü ve gelecek nesillerin ihtiyaçlarının karşılanması konusunda bir denge kurulması zorunluluğu belirtilerek bu dengenin sürdürülebilir olması gerektiği de ayrıca vurgulanmıştır. Ekonomik ve sosyal kalkınmanın hedeflerinin tüm ülkelerde sürdürülebilirlik açısından ele alınması gerektiğine değinilen söz konusu raporda aynı zamanda konunun çevre koruma, ekonomik refah ve sosyal adalet ile olan bağlantısına dikkat çekilmektedir. En genel ve kapsayıcı ifadesiyle, sürdürülebilirlik fütürizm anlamına gelmektedir. Bugün ve yarınlar ekseninde yarınları düşünerek yapılan dikkatli tercihlerin alternatif maliyetlerinin ileride olumlu bir etkisi şeklinde açıklanabilmektedir.

Gladwin, Kennely ve Krause (1995: 877) sürdürülebilirlik kavramını, toplumun sahip olduğu tüm sosyal, kültürel, bilimsel, doğal ve insan kaynaklarının geleceği de düşünerek daha dikkatli bir şekilde kullanılmasını sağlayan bir bakış açısı şeklinde tanımlamaktadır. Bu tanımın işletmeler açısından ele alınması kurumsal sürdürülebilirliğe işaret etmektedir. Dolayısıyla, kurumsal sürdürülebilirlik şirketlerin değişen ve genişleyen sorumluluk alanlarına değinmektedir. Şirket değerini maksimize etme amacının toplumun etik değerleriyle, sosyal adalet vurgusuyla, çevre koruma bilinci içerisinde hareket ederek yani toplumsal çıkarlarla uyumlaştırarak gerçekleştirilmesi gerektiğinin

önemini belirtmektedir. Daha açık bir ifade ile kurumsal sürdürülebilirliğin amacı, uzun vadede şirket değerine kalıcı bir iyileştirme yapmaktır. Yani, bu bir felsefe olarak düşünülürse, bu felsefenin şirket için sürdürülebilir olması ciddi derecede önem taşımaktadır. Bu nedenle, iş dünyası açısından sürdürülebilirlik çevresel, sosyal, etik, finansal konuların şirket kültürü ile uyumlaştırılarak sürdürülebilir bir felsefe içerisinde kurumsal düzeyde ele alınmasını gerektirmektedir. Bu tür bir felsefi anlayışın ise işletmelere şirket değerini ve itibarını artırmaktan çalışan motivasyonunu geliştirmeye, şirketin ömrünü uzatmaktan yeni iş fırsatları ve pazarlar elde etmeye kadar geniş bir yelpazede kazanımlar sunması beklenmektedir.

Sürdürülebilirlik kavramı, kavramın iş dünyasını ilgilendiren özellikleri ve şirketlere sağlaması beklenen katkılar böylece ortaya konduktan sonra, konunun sermaye piyasalarını ve menkul kıymet borsalarını ilgilendiren tartışmalara yer verilmiştir. Böylece bir bakıma sürdürülebilirliğin tek taraflı değil çok taraflı bir boyuta sahip olduğu vurgulanmıştır. Çünkü sürdürülebilirlik konusundaki farkındalığın giderek artması iş çevrelerini, hükümetleri ve uluslararası örgütleri bu konuda daha duyarlı faaliyetler geliştirmeye teşvik etmektedir ve bu durum şüphesiz ki dünya borsalarını da bu doğrultuda sürdürülebilir faaliyetleri desteklemeye ve geliştirmeye yönelmektedir. Borsalar artık sürdürülebilirlik konusunda yatırımcılarının dikkatini çekmeye çalışmaktadır. Sürdürülebilirlik endeksleri, sorumlu yatırımlar, yeşil fonlar, karbon piyasalar gibi ürün ve hizmetler dikkat çekme yöntemlerinin en başında gelmektedir. Dahası, küresel ölçekli birtakım girişimlere öncülük ederek sürdürülebilirlik alanında şirketler ve yatırımcılar arasında etkin bir aracı rolünü yürütmeye çabalamaktadır. Burada kilit nokta, borsalarının gerek kendi ulusal sermaye piyasaları gerekse de küresel sermaye piyasaları içerisinde önemli bir konumda olmalarından ileri gelmektedir. Bu yüzden, borsalardan sürdürülebilirliğin gelişimine katkı sunmaları beklenmektedir.

Borsaların süreçteki rolleri açıklandıktan sonra, sürdürülebilir finans ve sürdürülebilir yatırımlar kapsamında verdikleri sürdürülebilirlik endeksi hizmeti bir anlamda çalışmanın konusu ile de direkt bağlantılı olduğundan geniş bir teorik çerçeve içinde sunulmuştur. Sürdürülebilirlik üzerine odaklanan şirketler ve bu tür şirketler ile ilgilenen yatırımcılar arasındaki ilişki sürdürülebilirlik endeksleri temelinde değerlendirilmektedir. İşletmelerin sürdürülebilirlik performanslarını sistematik ve şeffaf ölçütlerle değerlendirmeye yarayan endekslerle ilgili ilk

gelişmeler 21. yüzyılın başlarına denk gelmektedir. Oluşturulduğu dönemden bu yana sürdürülebilirlik endeksleri giderek artan bir görünüm sergilemektedir. İş dünyası ve yatırımcılar tarafından endeks giderek ilgi görmektedir. Sürdürülebilirlik endeksine dahil olmak aynı zamanda şirketler açısından sosyal eşitlik, çevre, etik gibi konulara önem veren yatırımcıların ilgisini çekip, onlardan alternatif fonlar elde etme beklentisine girilmesine sebep olmaktadır. Yatırımcıların bu anlamda ilgisini çekmek başta finansal görünümde olmayan konulara önem veren işletmelerin bir süre sonra bu durumdan finansal kazanımlar elde etmesine neden olabilmektedir. Bütün bunlar sürdürülebilirlik endekslerinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde giderek daha fazla ilgi görmesine sebep olmaktadır.

Sürdürülebilirlik endekslerinin gelişim gösterdiği açıkça görülmektedir. Ancak, bu durum birtakım sıkıntıların olmadığı anlamına gelmemektedir. Derecelendirmede yaşanan zorluklar, veri toplamadaki güçlükler, şirketlerin faaliyetleri ile ilgili olarak kamuoyu ile yeterince bilgi paylaşılmaması gibi durumlar bazı sıkıntılar yaratabilmektedir. Aslında bu durum, kurumsal sürdürülebilirlik kavramının karmaşık yapısından da ileri gelmektedir. Tüm yatırımlarını finansal veriler üzerinden gerçekleştirmeye alışık olan yatırımcıların şirketlerin finansal olmayan konulardaki eğilimlerini nasıl değerlendireceği hususunda önyargılara sahip olmaları yatırım çevreleri açısından sorun olabilmektedir. Şeffaf ve hesap verebilir olmanın ve kamuoyu ile bilgi paylaşımının bu tür sorunların ortadan kalkmasına ve endekslerden beklenen katkıların daha etkin bir şekilde elde edilmesine zemin hazırlayacağı düşünülmektedir.

Güvenilir bilgi paylaşımında bulunarak kamuoyunu rahatlatmanın, şeffaf ve hesap verebilir olmanın şirketler açısından en etkili yolu şirket faaliyetlerini duyurmaktır. Tam da bu noktada, sürdürülebilirlik uygulamalarına yönelik olarak paydaş iletişiminde kullanılacak araç ise sürdürülebilirlik raporları olmaktadır. Bu raporlar, sürdürülebilir konular hakkında paydaşları doğru yönlendirmek amacıyla onları bilgilendiren raporlar şeklinde ifade edilmektedir. Sadece ekonomik faaliyetlerin raporlanmasından başlayarak sürdürülebilir faaliyetlerin raporlanmasına kadar geçen evrim sürecinde bu raporları sadece iletişim aracı olarak değerlendirmemek gerekmektedir. Aynı zamanda bu raporlar şirketin finansal yanı ile finansal olmayan yanı arasında bir bağı sergilemektedir. Bu bağın oluşumu ve hatta devamı şirketler tarafından gönüllü olarak sürdürülebildiği gibi

zorunlu olarak da yürütülebilmektedir. Bu doğrultuda bazı ülkelerde sürdürülebilir raporlamalar hükümetler ya da denetleyici ve düzenleyici kurumlar kanalıyla zorunlu hale getirilmektedir. Yani şirketler açısından çevresel, sosyal, etik gibi konularda da bilgi paylaşımı zorunlu hale gelmektedir. Borsalar da bu konuda üzerine düşen sorumlulukları yerine getirmektedirler. Küresel girişimlerde bulunarak raporlama kriterleri geliştirilmesinde rol oynamakta ve bir standart oluşturmaya çalışmaktadırlar.

Bütün bu gelişmeler Türkiye açısından da önem taşımaktadır. Türkiye de sürdürülebilirlik konusunda dünyadaki gelişmeleri takip etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerden biri olarak Türkiye’de, sürdürülebilirlik konusundaki farkındalığı artırmaya yönelik önlemler alınmaktadır. Birtakım küresel düzenlemelerin Türk mevzuatına uyumlaştırılması yönünde girişimlerde bulunmaktadır. Türk iş dünyasının sürdürülebilirliğe daha fazla katkı sunması için ortak hareket edilmesi hususunda çalışılmaktadır. BİST, sürdürülebilirlik ile ilgili çalışmalara katkı sunan kurumların başında gelmektedir. Küresel ve ulusal çaplı projeler gerçekleştirerek sürdürülebilirliğin gelişimine öncülük etmeye gayret göstermektedir. BİST Sürdürülebilirlik Endeksi bu öncü girişimlerin en önemlilerinden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Endeks sayesinde kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst düzeyde olan borsaya kote şirketler endeks dahilinde işlem görmektedir. Bu sayede, yatırımcılar sürdürülebilirlik kriterlerini sağlayan şirketleri aynı platformda değerlendirip, bu tür şirketlere yatırım yapma imkanına erişmektedirler. Endeks ayrıca, şirketler açısından sürdürülebilirlik ilkelerine dayalı finansal varlıklar çıkarıp yatırımcılarının tercihine sunmak için olanak tanımaktadır. Dahası, endekse alınan şirketlerin kamuoyu nezdinde bilinirliklerinin ve itibarlarının artacağı düşünülmektedir. Endeksten beklenen katkılar noktasında çalışma önem taşımaktadır. Bu çalışmanın amacı, BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne dahil edilen işletmelerin endekse dahil edildikten sonra hisse senedi değerlerinde ve karlılık düzeylerinde meydana gelen değişimi incelemektir. Test edilmek istenen hipotez, şirketlerin BİST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne alınmasının hisse senedi değerleri ve karlılık düzeyleri üzerinde ne yönde değişim gösterdiklerini araştırmaktır. Şirketlerin endekse dahil edilmelerinin ilgili şirketlerin değerlerine ve karlılık düzeylerine yansımış olabileceği beklentisi temel varsayımı oluşturmaktadır.

Çalışmada kullanılan veri seti KAP’tan ve şirketlerin web sitelerinde kamuya açıkladıkları bilgilerden elde edilmiştir. Çalışmada BİST Sürdürülebilirlik

Endeksi'nde işlem gören 42 şirket ele alınmıştır. Bu şirketlerin 2013-2016 yılları arasında yayınlanan bağımsız denetimden geçmiş dönem sonu bilanço ve gelir tabloları üzerinden elde edilen veriler dahilinde analizler gerçekleştirilmiştir. Analiz döneminin 2013 yılından başlatılmasının nedeni endeksin yayınlandığı 2014 yılında endekse dahil olan şirketlerin endekse dahil olmadan önceki durumlarını ortaya koymaktır. Analiz bitiş döneminin ise 2016 yılı olmasının sebebi endeksin son yayın dönemi olmasından kaynaklanmaktadır.

Çalışmada çok sayıda şirkete ait zaman serilerinin analizi gerçekleştirildiğinden ekonometrik yöntem olarak yatay kesit ve zaman serisi analizlerini birleştiren panel veri analizinin uygulanması tercih edilmiştir. Araştırmada kullanılan model, Telle (2006), Becchetti vd. (2008), Ziegler (2012) tarafından gerçekleştirilen çalışmalarda kullanılan modellerden esinlenerek oluşturulmuştur. Model, regresyon analizine tabi tutulmadan önce doğrusallaştırılması gerektiğinden logaritmik dönüşüm uygulanmıştır. Çalışmanın analizinde, öncelikle havuzlanmış en küçük kareler, sabit etkiler ve tesadüfi etkiler modellerinin tahmincileri arasında seçim yapabilmek için birim etkinin önemi F testi ile test edilmiştir. Sonrasında, tahminciler arasında bir seçim yapmak için Hausman testi uygulanmış ve tesadüfi etkiler tahmincisinin sabit etkiler tahmincisine göre daha etkin olduğu (başka bir deyişle açıklayıcı değişkenlerle birim etki arasında anlamlı bir korelasyon olmadığı) sonucuna ulaşılmıştır. Böylece her dört model de tesadüfi etkiler tahmincisi yardımıyla tahmin edilmiştir. Daha sonra, tahmin edilen modellerde değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı problemlerinin olma ihtimaline karşı birtakım testler uygulanmıştır. Tahmin edilen modellerde değişen varyans problemi olup olmadığını belirlemek için Levene (1960), Brown ve Forsythe (1974) testleri uygulanmıştır. Yapılan testler sonucunda tahmin edilen modellerde değişen varyans olduğu anlaşılmıştır. Diğer yandan, tahmin edilen modellerde otokorelasyon sorunu olup olmadığı Bhargava, Franzni ve Narendranathan (1982) tarafından modifiye edilen DW istatistiğinden, Baltagi ve Wu (1999) tarafından geliştirilen LBI istatistiğinden ve ayrıca Breusch ve Pagan (1980) tarafından geliştirilen Lagrange çarpanları testleri yardımıyla araştırılmıştır. Böylece, her dört modelde de otokorelasyon olduğu sonucu çıkarılmıştır. Sonrasında ise birimlerarası korelasyonun önemli olup olmadığı Friedman (1937) testi yardımıyla test edilmiştir. Tahmin edilen modellerde birimler arası korelasyonun olmadığı anlaşılmıştır. Öte yandan, modellerde çoklu doğrusal bağlantı olup olmadığını

belirlemek için bağımsız değişkenlere ait korelasyon matrisi ve varyans şişirme faktörleri (VIF) elde edilmiş ve modellerde çoklu doğrusal bağlantı sorunu olmadığına karar verilmiştir. Genel olarak değerlendirildiğinde her dört model için de değişen varyans ve otokorelasyon sorunu dışında bir problem olmadığı tespit edilmiştir. Değişen varyansın varlığı altında dirençli standart hatalar Huber (1967), Eicker (1967) ve White (1980) tarafından geliştirilmiş ve daha sonra hem değişen varyans hem de otokorelasyonun varlığında Arellano (1987), Froot (1989) ve Rogers (1993) tarafından tutarlı tahminler yapan dirençli (robust) standart hatalar geliştirilmiştir. Her dört modelde de değişen varyans ve otokorelasyon sorunu olduğundan bahsedilen dirençli (robust) standart hatalar ile tesadüfi etkiler tahmincileri elde edilmiştir.

Aktif karlılık (ROA) modeline ilişkin tahmin sonuçları incelendiğinde, ROA modelinin istatistiksel olarak anlamlı bir model olduğu anlaşılmıştır. Tahmin sonuçlarına göre finansal kaldıraçın aktif karlılık üzerinde negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi bulunmuştur. Aktif devir hızının ise aktif karlılık üzerinde pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ancak, aktif toplamı, net satışlardaki büyüme ve firmanın sürdürülebilirlik endeksine alındığı yılın, aktif karlılık üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır.

Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, literatürdeki çalışmalardan Santis vd. (2016) ve Ziegler (2012) ile tutarlılık fakat DiSegni vd. (2015) ve Eccles, Ioannou ve Serafeim (2014), Achim ve Borlea (2014) ile farklılık sergilemektedir. Santis vd. (2016), 2009-2013 yılları arası 67 firma üzerinden yürüttüğü çalışmada Brezilya borsası kurumsal sürdürülebilirlik endeksine alınma ile aktif karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olmadığını vurgulamışlardır. Yine Ziegler (2012), sürdürülebilirlik endeksine alınma ile aktif karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığını ortaya koymuştur. Çalışmamız Ziegler (2012) çalışmasıyla izlenen materyal ve yöntem açısından benzerlik taşımaktadır. İlgili çalışmada da panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. DiSegni vd. (2015) ve Eccles vd. (2014) sürdürülebilirlik endeksine alınma ile aktif karlılığı arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişkiler tespit etmişlerdir. Değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki Achim ve Borlea (2014) tarafından ortaya konulmuştur.

Öte yandan, özsermaye karlılığı (ROE) modelinin sonuçları incelendiğinde, her ne kadar finansal kaldıraç değişkeni istatistiksel olarak anlamlı bulunsada, modelin istatistiksel olarak anlamlı bir model olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Tobin's Q (LnTOB) modeline ilişkin tahmin sonuçları incelendiğinde ise, tahmin edilen LnTOB modelinin istatistiksel olarak anlamlı bir model olduğu anlaşılmıştır. Modelde, aktif devir hızının Tobin's Q değerleri üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Finansal kaldıraç, aktif toplamı, net satışlardaki büyüme ve firmanın sürdürülebilirlik endeksine alındığı yılın, Tobin's Q değerleri üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır.

Araştırma neticesinde elde edilen bulgular Tobin's Q oranı açısından literatürdeki Lourenco vd. (2012) ve Lo ve Sheu (2007) ile farklılıklar taşımaktadır. Lourenco vd. (2012), DJSI'de yer alma ile şirketlerin piyasa değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğunu belirtmişlerdir. Lo ve Sheu (2007), Tobin's Q oranını firma değeri için bir gösterge olarak ele aldığı çalışmalarında kurumsal sürdürülebilirlik ile piyasa değeri arasında belirgin bir pozitif ilişki açığa çıkarmıştır. Bunun yanında, Ziegler (2012), Ziegler ve Schröder (2010) çalışmalarında sürdürülebilirlik endekslerine dahil olmanın firma değerini gösteren Tobin's Q oranı üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Gelişmekte olan ülkelerden Brezilya borsası için Guimaraes (2010) de endekse dahil edilme ile Tobin's Q oranı arasında anlamlı bir ilişki bulamamıştır. Bu sonuçlar, çalışmamız sonucunda elde edilen bulgular ile örtüşmektedir.

Son olarak, PDDD (LnPDDD) modeline ilişkin tahmin sonuçları incelendiğinde ise, tahmin edilen LnPDDD modelinin istatistiksel olarak anlamlı bir model olduğu anlaşılmıştır. Modelde, finansal kaldıraçın PDDD oranı üzerindeki etkisi pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Aktif toplamı, aktif devir hızı, net satışlardaki büyüme ve firmanın sürdürülebilirlik endeksine alındığı yılın, PDDD oranı üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı bulunamamıştır.

Araştırma sonucunda elde edilen bulgular, Türkiye'de yapılan çalışmalardan Çıtak ve Ersoy (2016) ile farklılık sergilemektedir. Çıtak ve Ersoy (2016) piyasa değeri defter değeri ortalamasının BİST Sürdürülebilirlik

Endeksi'nde yer alan firmalar için daha yüksek çıktığını belirtmişlerdir. Yurtdışı literatür incelendiğinde ise elde edilen bulgular açısından çalışmamız ile farklılık ve tutarlılık gösteren çalışmaların olduğu anlaşılmaktadır. Buna göre çalışma, Daszyńska-Żygadlo vd. (2014), Nakai vd. (2013), Cheung ve Roca (2013), Consolandi vd. (2009) ile farklılık taşımaktadır. Nakai vd. (2013) ve Consolandi vd. (2009) endekse alınma ve şirket değeri arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ilişki bulmuşlardır. Daszyńska-Żygadlo vd. (2014), Cheung ve Roca (2013) ise bu ilişkinin yönünü negatif olarak tespit etmişlerdir. Gelişmekte olan ülkelerden Meksika borsası için Valencia-Herrera (2015) sürdürülebilirlik endeksinde işlem görme ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında yine istatistiksel olarak anlamlı ve negatif ilişki bulmuşlardır. Diğer taraftan çalışmamız, sonuçları yönünden Oberndorfer vd. (2013), Ortas ve Moneva (2011), Tavares (2011), Guimaraes (2010), Nunes (2010), Gonçalves (2010), Bogeia vd. (2008), Machado ve Machado (2008), Luz vd. (2008), Curran ve Moran (2007), Dias (2007) ile benzerlik taşımaktadır. Söz konusu çalışmalarda elde edilen bulgular değişkenler arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki bulunmadığını ortaya koymuştur.

Teorik ve ampirik katkılar ve bu çalışmada yapılan analizlerin sonuçları bir arada değerlendirildiğinde, sürdürülebilirlik endeksinde dahil olmanın firmanın finansal performans göstergeleri olarak seçilen aktif karlılığı, özsermaye karlılığı, Tobin's Q oranı ve piyasa değeri defter değeri oranı üzerinde herhangi bir etkisinin bulunmadığı görülmektedir. Bu sonuçlar BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil edilme olayının şirketlerin finansal göstergeleri üzerinde etkisinin bulunmadığı dolayısıyla şirket değerine olumlu ya da olumsuz yönde bir katkı sağlamadığı şeklinde yorumlanmaktadır. Böyle bir sonuca ulaşılmasının altında yatan olası nedenleri şu şekilde sıralamak mümkün olabilmektedir:

- BİST Sürdürülebilirlik Endeksi henüz Kasım 2014'ten beri yayınlanmakta olduğundan sermaye piyasaları açısından yeni bir ürün sayılmaktadır. Bu nedenle, endeks ile ilgili olarak yatırımcıların tam bir bilgi sahibi olmadığı düşünülmektedir. Bu durum da yatırımcının tepkisinin sınırlı olmasına sebep olabilmektedir.
- BİST piyasası açısından yatırımcıların yatırım kararı verirken sürdürülebilirlik dışında diğer faktörleri (şirketin finansal durumu, ülke riski, sektör riski vb.) dikkate alarak kararlar verdiği ve şirket değerinin

sürdürülebilirlik uygulamaları dışında çoğunlukla bu faktörlerce belirlendiği düşünülmektedir.

- Kotasyon kriterlerini sağlamada şirketlerin zorlandığı düşünülmektedir. Halihazırda yalnızca 42 şirketin payları endekste işlem görmektedir. Dolayısıyla, sürdürülebilirlik faaliyetlerine katılım oranının daha da artması gerektiği düşünülmekte ve bu sayede yatırımcı ilgisinin artırılması beklenmektedir.
- Endekse dahil olma açısından şirketleri zorlayıcı yasal düzenlemeler bulunmamaktadır. Yatırımcı tepkisi bu nedenle de sınırlı olabilmektedir.
- Yatırımcılar toplumsal ve çevresel eylemlerin fiyatlandırılmasına ilişkin zorlukları önemsemektedir. Bu durum, yatırımcıların alternatif yatırımlara yönelmesine neden olabilmektedir.

Ortaya çıkan sonuçlara göre, payları sürdürülebilirlik endeksinde işlem görmesine rağmen henüz endeks şirketleri bu durumdan ekonomik açıdan fayda sağlayamamaktadır. Bu sonuç göz önüne alındığında, BİST yatırımcılarının sürdürülebilirliği değerlendirmedikleri anlaşılmaktadır. Ancak buna rağmen, şirketlerin uzun vadede bu endekslere dahil olmak için gayret göstermeleri önem taşımaktadır. Çünkü endekse sürekli dahil olmanın sürdürülebilirliğe değer veren müşterilerin şirket ürünlerini satın almaları, sorumlu yatırımcıların bu tür şirketlere yatırım yapmaları ya da çalışanların bu şirketler için çalışmak istemeleri gibi uzun vadede ticari itibarlarına olumlu katkı yapacağı düşünülmektedir. Bu sayede sürdürülebilir performansın hisse fiyatlarındaki hareketlere daha açık bir şekilde yansımaları beklenmektedir.

Ayrıca, şirketleri sürdürülebilirlik endekslerine veya diğer gönüllü sosyal ve çevresel girişimlere katılmaya teşvik eden faktörlerin belirlenmesi hem pratik hem de teorik açıdan önemli görülmektedir. Bu anlamda, çalışmanın sonuçları şirket yöneticilerini sürdürülebilirlikle ilgili yatırımların beklenen sonuçları hakkında bilgilendirmektedir. Çalışma ayrıca, şirketlerin gönüllü olarak iklim değişikliği, çevre koruma, insan hakları, tedarik zinciri gibi konulara yatırım yapma değeri hakkında literatüre katkıda bulunmaktadır. Son yıllarda konuyla ilgili araştırmalar artmış olsa da sürdürülebilir olmanın, şirketin bu çabalarının yatırım çevreleri tarafından ne zaman ödüllendirileceğinin tahmin edilmesi oldukça güç olmaktadır.

Çalışma kapsamında incelenen borsa şirketleri farklı sektörleri temsil etmektedir. Sektörel farklılıklar finansal performansın şirketten şirkete değişmesinde etkili olacağından çalışmada kullanılan değişkenlerin yapısını da etkilemektedir. Bu durum çalışma sonuçlarının tüm şirketler açısından geliştirilmesini sağlasa da, ileride yapılacak çalışmalarda sektör bazlı bir ayırım uygulanmasının sektörel farklılıkları ortadan kaldırması nedeniyle daha farklı sonuçlar verebileceği düşünülmektedir.

Diğer yandan, araştırma konusu kapsamında yapılacak diğer çalışmalarda şirket değeri göstergesi veya finansal performans göstergesi olarak kullanılacak değişkenlerin belirlenmesinde ve araştırılmasında farklı değişkenlere odaklanılmasının önemli olacağı düşünülmektedir. Ayrıca, elde edilecek sonuçların gelişmekte olan ve gelişmiş ülke borsalarıyla karşılaştırılmasının ve ortaya konacak sonuçların Türkiye açısından değerlendirilmesinin de önemli olacağı düşünülmektedir.

Son olarak, çalışmada kullanılan ekonometrik modellerin daha uzun dönemli bir analize tabi tutulmasıyla ortaya çıkacak sonuçların ve yorumların BİST piyasasını etkileyebileceği ve bu şekilde sermaye piyasalarına faydalı olabileceği düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

- Achim, M. V., & Borlea, S. N. (2014). Environmental performances - way to boost up financial performances of companies. *Environmental Engineering and Management Journal*, 13 (4), 991-1004.
- Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A. Ş. (2017). *Haberler*. 10.02.2017, <http://www.akisgyo.com/haberler>.
- Alakavuklar, O. N., Kılıçaslan, S. ve Öztürk, E. B. (2009). Türkiye’de Hayırseverlikten Kurumsal Sosyal Sorumluluğa Geçiş: Bir Kurumsal Değişim Öyküsü. *Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 9 (2), 103-143.
- 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.
- Anadolu Ajansı. (2017). *Trump, çevresel regülasyonlarının iptali için kararname çıkardı*. 01.04.2017, <http://aa.com.tr/tr/dunya/trump-cevresel-regulasyon-larinin-iptali-icin-kararname-cikardi/781788>.
- Aras, G. (2007). Kurumsal Sosyal Sorumluluk Muhasebe ve Denetim Uygulamalarına Yansımaları. *İç Denetim Dergisi*, 20, 1-7.
- Aras, G., & Crowther, D. (2007). What Level of Trust is Needed for Sustainability?. *Social Responsibility Journal*, 3(3), 60-68.
- Aras, G., & Crowther, D. (2008). Governance and Sustainability: An Investigation into the Relationship Between Corporate Governance and Corporate Sustainability. *Management Decision*, 46 (3), 433-448.
- Aras, G., & Crowther, D. (2009). Corporate Sustainability Reporting: A Study in Disingenuity?. *Journal of Business Ethics*, 87, 279-288.
- Arellano, M. (1987). Computing Robust Standart Errors for within Groups Estimators. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 49 (4), 431-434.

- Artiach, T., Lee, D., Nelson, D., & Walker, J. (2010). The Determinants of Corporate Sustainability Performance. *Accounting and Finance*, 50 (1), 31-51.
- Asya Kalkınma Bankası. (2012). *Sustainable Development Timeline* (Publication Stock No. ARM124449). Manila: Philippines.
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. (1985). An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Social Responsibility and Profitability. *Academy of Management Journal*, 28 (2), 446-463.
- Avrupa Birliği Komisyonu. (2016). *Türkiye Düzenli İlerleme Raporu 2016*, 03.04.2017, <http://www.ab.gov.tr/index.php?p=46224vel=1>.
- Bacchetta, M., Ernst, E., & Bustamante, J. (2009). *Globalization and informal jobs in developing countries*. (World Trade Organization Publications). Geneva, Switzerland: WTO Secretary.
- Balabanis, G., Philips, H. C., & Lyall, J. (1998). Corporate social responsibility and economic performance in the top British companies: are they linked? *European Business Review*, 98 (1), 25-44.
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* (3rd ed.). England: John Wiley ve Sons Ltd.
- Baltagi, B. H., & Wu, P. X. (1999). Unequally Spaced Panel Data Regressions with AR(1) Disturbances. *Econometric Theory*, 15 (6), 814-823.
- Bansal, P. (2005). Evolving Sustainably: A Longitudinal Study Of Corporate Sustainable Development. *Strategic Management Journal*, 26 (3), 197-218.
- Başar, B. & Başar M. (2006), Sosyal Sorumluluk Raporlaması ve Türkiye'deki Durumu. *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*. 2, 213-230.
- Baumol, W. J., Likert, R., Wallich, H. C., & Mc Gowan, J. J. (1970). *A New Rationale for Corporate Social Policy*. 17.03.2016, <https://www.ced.org/pdf/A-New-Rationale-for-Corporate-Social-Policy.pdf>.

- Becchetti, L., Giacomo, S. D., & Pinnacchio, D. (2008). Corporate Social Responsibility and corporate performance: evidence from a panel of US listed companies. *Applied Economics*, 40 (5), 541-567.
- Bekçioğlu, S., Öztürk, M. ve Açıkğöz, T. (2006). Muhasebe Ortamındaki Güncel Değişmeler ve Finansal Olmayan Raporlama (Global Raporlama Girişimi ve Bir Örnek Olay). *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 17 (1), 19-36.
- Beloe, S., Scherer, J., & Knoepfel, I. (2004). *Values for Money: Reviewing the Quality of SRI Research*, 25.03.2017, <http://www.ethicalquote.com/docs/values-for-money.pdf>.
- Beneish, M. D., & Whaley, R. E. (2002). SveP 500 Replacements. *The Journal of Portfolio Management*, 29 (1), 51-60.
- Berthelot, S., Coulmont, M., & Serret, V. (2012). Do Investors Value Sustainability Reports? A Canadian Study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19, 355–363.
- Bhargava, A., Franzni, L., & Narendranathan, W. (1982). Serial Correlation and Fixed Effect Models. *The Review of Economic Studies*, 49 (4), 533-549.
- Birleşmiş Milletler Çevre Programı (UNEP). (2010). *Green economy, developing countries success stories*. 17.03.2017, <http://www.greenfiscalspolicy.org/wp-content/uploads/2013/08/Driving-a-Green-Economy-Through-Public-Finance-and-Fiscal-Policy-Reform.pdf>.
- Birleşmiş Milletler Çevre Programı (UNEP). (2011). *Towards a Green Economy: Pathways to Sustainable Development and Poverty Eradication*. 17.03.2017, http://web.unep.org/greeneconomy/sites/unep.org/greeneconomy/files/field/image/green_economyreport_final_dec2011.pdf.
- Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı (UNCED). (1992). *Agenda 21*. 03.03.2017, [https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/Agenda 21.pdf](https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/Agenda%2021.pdf).

- Birleşmiş Milletler Ekonomik ve Sosyal İlişkiler Departmanı. (2007). *Indicators of Sustainable Development: Guidelines and Methodologies*. 11.03.2017, <http://www.un.org/esa/sustdev/natlinfo/indicators/guidelines.pdf>.
- Birleşmiş Milletler Ekonomik ve Sosyal İlişkiler Departmanı. (2017). *Sustainable Development Milestones*. 03.03.2017, <http://stat.gov.pl/timeline-en/index.html>.
- Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Komisyonu. (2010). *Sustainable Development: From Brundtland to Rio 2012* New York: USA.
- Birleşmiş Milletler. (2012). *The future we want*. 04.03.2017, http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/66/288veLang=E.
- BİST. (2013-2017). *BİST Sürdürülebilirlik Endeksi*, 14.12.2016, <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/surdurulebilirlik-endeksi>.
- BİST. (2014a). *Şirketler için Sürdürülebilirlik Rehberi*. 19.03.2017, <http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/surdurulebilirlik-rehberi.pdf>.
- BİST. (2014b). *Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Bülteni 2014*, 24.03.2017, <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yayinlar/borsa-istanbul-2014-surdurulebilirlik-bulteni.pdf?sfvrsn=4>.
- BİST. (2014c). *BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Temel Kuralları*, 11.05.2015, <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-surdurulebilirlik-endeksi-temel-kurallari.pdf?sfvrsn=23>.
- BİST. (2015). *Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Raporu 2015*, 24.03.2017, <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/yayinlar/borsa-istanbul-2015-surdurulebilirlik-raporu.pdf?sfvrsn=12>.
- BM ve FBOVESPA. (2016). *BM ve FBOVESPA The New Exchange*, 24.03.2017, http://www.bmfbovespa.com.br/en_us/.

- Bogea, F., Campos, A. & Camino, D. (2008, Eylül). *Did the creation of ISE created value to companies?*. XXXII EnANPAD, Rio de Janeiro, 1-12.
- Boyle, E. J., Higgins, M. M., & Rhee, S. G. (1997). Stock Market Reaction to Ethical Initiatives of Defence Contractors: Theory and Evidence. *Critical Perspectives on Accounting*, 8 (6), 541-561.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, 35 (3), 97-116.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2001) *İşletme Finansının Temelleri*, (Çev. Ü. Bozkurt, T. Arıkan, H. Doğukanlı), McGraw Hill-Literatür. (Eserin orijinali 1995'te yayımlandı).
- Breusch T. S., & Pagan, A. (1980). The Lagrange Multiplier test and its Applications to Model Specification in Econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47 (1), 239-253.
- Brown, M. B., & Forsythe, A. B. (1974). The Small Sample Behavior of Some Statistics Which Test the Equality of Several Means. *Technometrics*, 16 (1), 129-132.
- Buchholz, R. A., & Rosenthal, S. B. (2005). Toward a Contemporary Conceptual Framework for Stakeholder Theory. *Journal of Business Ethics*, 58 (1), 137-148.
- Calvert. (2017). *Calvert Research and Management*, 25.03.2017, <https://www.calvert.com/Calvert-Developed-Markets-Ex-U-S-Responsible-Index-CALDMI.php>.
- Campbell, S. (1996), Green Cities, Growing Cities, Just Cities? Urban Planning and the Contradictions of Sustainable Development. *Journal of the American Planning Association*, 62 (3), 296-312.
- Canaktan, C. ve Börü, D. (2007). Kurumsal Sosyal Sorumluluk. C. Canaktan, (Ed.), *Kurumsal Sosyal Sorumluluk, İşletmeler ve Sosyal Sorumluluk* içinde (11-36). İstanbul: İGİAD Yayınları.

- Carroll, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *The Academy of Management Review*, 4 (4), 497-505.
- Castka, P., & Prajogo, D. (2013). The effect of pressure from secondary stakeholders on the internalization of ISO 14001. *Journal of Cleaner Production*, 47, 245–252.
- CDP (Carbon Disclosure Project). (2016). *Carbon Action Infographic 2016*, 24.03.2017, <https://www.cdp.net/en/reports/archive>.
- Ceres and the Investor Network on Climate Risk. (2017). *Ceres Mobilizing Business Leadership for a Sustainable World*, 24.03.2017, <https://www.ceres.org/investor-network>.
- Chang, R.D., Zuo, J., Zhao, Z., Zillante, G., Gan, X., & Soebarto, V. (2017). Evolving theories of sustainability and firms: History, future directions and implications for renewable energy research. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, 72, 48–56.
- Charlo, M. J., Moya, I., & Munoz, A. M. (2015). Sustainable Development and Corporate Financial Performance: A Study Based on the FTSE4Good IBEX Index. *Business Strategy and the Environment*, 24 (4), 277-288.
- Chatterji, A., & Levine, D. (2006). Breaking down the wall of codes: evaluating nonfinancial performance measurement. *California Management Review*, 48 (2), 29-51.
- Chen, H., Noronha, G., & Singal, V. (2004). The Price Response to SveP 500 Index Inclusions and Exclusions: Evidence of Asymmetry and a New Explanation. *The Journal of Finance*, 59 (4), 1901-1929.
- Cheung, A. W. K. (2011). Do Stock Investors Value Corporate Sustainability? Evidence from an Event Study. *Journal of Business Ethics*, 99 (2), 145-165.
- Cheung, A., & Roca, E. (2013). The effect on price, liquidity and risk when stocks are added to and deleted from a sustainability index: Evidence from the Asia Pacific context. *Journal of Asian Economics*, 24, 51-65.

- Christopher, S., & Busch, T., (2011). Stakeholder engagement and environmental strategy - the case of climate change. *Business Strategy and the Environment*, 20, 351-364.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q . *Financial Management*, 23 (3), 70-74.
- CII (Council of Institutional Investors). (2017). *CII The Voice of Corporate Governance*, 24.03.2017, <http://www.cii.org>.
- Clapp, J. (2005). Global Environmental Governance for Corporate Responsibility and Accountability. *Global Environmental Politics*, 5 (3), 23-34.
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 27 (1), 42-56.
- Collison, D. J., Cobb, G., Power, D. M., & Stevenson, L. A. (2008). The Financial Performance of the FTSE4Good Indices. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 15 (1), 14-28.
- Common, M. S., & Stagl, S. (2005). *Ecological Economics: An Introduction*. Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Consolandi, C., Jaiswal-Dale, A., Poggiani, E., & Vercelli, A. (2009). Global Standards and Ethical Stock Indexes: The Case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of Business Ethics*, 87 (1), 185-197.
- Corporate Knights. (2016). *Measuring sustainability Disclosure: Ranking the World's Stock Exchanges 2016*, 01.04.2017, <http://www.corporateknights.com/reports/2016-world-stock-exchanges/2016-sustainable-stock-exchange-report-released-14689620/>.
- Corporate Knights. (2017). *2017 Global 100 results*. 19.03.2017, <http://www.corporateknights.com/reports/2017-global-100/2017-global-100-results-14846083/>.
- CorporateRegister. (2017). *Live Charts*, 31.03.2017, <http://www.corporateregister.com/livecharts/>.

- Costanza, R. (1993). Ecological Economics: The Science and Management of Sustainability. *American Journal of Agricultural Economics*, 75 (4), 1077-1078.
- Crowther, D. (2012). *A Social Critique of Corporate Reporting Semiotics and Web-based Integrated Reporting* (2nd ed.). NY: Routledge.
- Crowther, D., & Aras, G. (2008). *Corporate Social Responsibility*. Copenhagen: Ventus.
- Cunha, F. A. F. S., & Samanez, C. P. (2013). Performance analysis of sustainable investments in the Brazilian stock market: a study about the corporate sustainability index (ISE). *Journal of Business Ethics*, 117, 19-36.
- Curran, M., & Moran, D. (2007). Impact of the FTSE4Good on Firm Price: An Event Study. *Journal of Environmental Management*, 82 (4), 529–537.
- Çalışkan, Z. (2009). OECD Ülkelerinde Sağlık Harcamaları: Panel Veri Analizi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 34 (2), 117-137.
- Çıtak, L. ve Ersoy, E. (2016). Firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksine Alınmasına Yatırımcı Tepkisi: Olay Çalışması ve Ortalama Testleri İle Bir Analiz. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 8 (1), 43-57.
- Daft, R. L., & Marcic, D. (2009). *Management: The New Workplace*, (6th ed.). USA: South-Western.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed). NJ: Wiley.
- Daszyńska-Zygadlo, K., Ryszawska, B., Slonski, T., & Zawadzki, B. M. (2014). Investors' Reactions for Sustainability Index Inclusion – Is CSR a Good News?. *Acta Universitatis Lodzianis Folia Oeconomica*, 2 (300), 45-60.
- Davidson, K. M. (2011). Reporting Systems for Sustainability: What Are They Measuring?. *Social Indicators Research*, 100 (2), 351-365.

- Deegan, C. (2002). Introduction. The legitimising effect of social and environmental disclosures - a theoretical foundation. *Accounting, Auditing ve Accountability Journal*, 15 (3), 282-311.
- Delmas, M., & Blass, V. D. (2010). Measuring corporate environmental performance: the trade-offs of sustainability ratings. *Business Strategy and the Environment*, 19, 245-260.
- Delmas, M., & Terlaak, A. (2001). A framework for analyzing environmental voluntary agreements. *Calif. Manag. Rev.* 43 (3), 44-61.
- Deloitte. (2014). *2014 global survey on reputation risk*, 01.04.2017, https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pl/Documents/Reports/pl_Reputation_Risk_survey_EN.pdf.
- Demirhan, A. (2009). Bankaların Sektörel Paylarındaki Değişimin Nitel Bağımlı Değişkenli Panel Veri Modeliyle Analizi. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi-Yönetim*, 20 (64), 78-97.
- Denis, D. K., McConnell, J. J., Ovtchinnikov, A. V., & Yun, Y. (2003). SveP 500 Index Inclusions and Earnings Expectations. *The Journal of Finance*, 58 (5), 1821-1840.
- Dhillon, U., & Johnson, H. (1991). Changes in the Standard and Poor's 500 List. *The Journal of Business*, 64 (1), 75-85.
- Dias, E. (2007). *Indice De Sustentabilidade Empresarial E Retorno Ao Acionista: Umestudo De Evento*. Unpublished master's thesis, Mackenzie Presbyterian University.
- Dias, E. A., & Barros, L. A. (2008, Eylül). *Sustentabilidade Empresarial E Retorno Ao Acionista: Um Estudo Sobre O ISE*. XXXII ANPAD, Rio de Janeiro.
- Dillenburg, S., Greene, T., & Erekson, H. (2003). Approaching Socially Responsible Investment with a Comprehensive Ratings Scheme: Total Social Impact. *Journal of Business Ethics*, 43 (3), 167-177.

- DiSegni, D. M., Huly, M., & Akron, S. (2015). Corporate social responsibility, environmental leadership and financial performance. *Social Responsibility Journal*, 11 (1), 131-148.
- DJSI (Dow Jones Sustainability Index). (2017). *Index family*, 24.03.2017, <http://www.sustainability-indices.com/index-family-overview/djsi-family-overview/index.jsp>.
- Dovers S. R., Norton, T. W., & Handmer J. W. (1996). Uncertainty, sustainability and change. *Biodiversity and Conservation*, 5 (10), 1143-1167.
- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do Corporate Global Environment Standards Create or Destroy Market Value? *Management Science*, 46 (8), 1059-1074.
- Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu (WCED). (1987). *The Brundtland Report*. 19.02.2014, http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/42/427&veLang=E.
- Dünya Sağlık Örgütü (WHO). (2017). *Global Database on Child Growth and Malnutrition*. 04.01.2017, <http://www.who.int/nutgrowthdb/en/>.
- Dünya Sürdürülebilir Kalkınma Zirvesi (WSSD). (2002). *Johannesburg Summit*. 04.03.2017, http://www.un.org/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/CONF.199/20&veLang=E.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, 60 (11), 2835-2857.
- EIRIS. (2009). *The EIRIS survey*, 25.03.2017, http://www.web41974.clarahost.co.uk/companies/eiris_survey.html.
- EIRIS. (2012). *Emerging Markets Report*, 23.03.2017, <http://www.vigeo-eiris.com/wp-content/uploads/2016/11/EIRISEmergingMarketsReport2012-2.pdf>.

- EIRIS. (2015). *BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Araştırma Metodolojisi*, 14.12.2016, <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-sustainability-index-researchmethodology.rar?sfvrsn=8?pcvomfihfkbcvocv>.
- Eicker, F. (1967). Limit theorems for regressions with unequal and dependent errors. In Le Cam, L., ve Neyman, J. (Ed.), *Proceedings of the fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*. (pp. 59-82). Berkeley: University of California Press.
- Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (OECD) . (2011). *Towards green growth*. 17.03.2017, http://www.oecd-ilibrary.org/environment/towards-green-growth_9789264111318-en;jsessionid=cltzdaxce421.x-oecd-live-02.
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st century business*. Oxford: Capstone.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B. ve Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı Yönetim ve Entellektüel Sermaye* (1, baskı). Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ersöz, H. Y. (2007). *Türkiye’de Kurumsal Sosyal Sorumluluk Anlayışının Gelişiminde Meslek ve Sivil Toplum Kuruluşları*. İTO Yayınları, İstanbul.
- Ertuğrul, F. (2008). Paydaş Teorisi ve İşletmelerin Paydaşları İle İlişkilerinin Yönetimi. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 31, 199-223.
- EUROSIF (European Sustainable Investment Forum). *SRI Study 2014*, 23.03.2017, <http://www.eurosif.org/sri-study-2014/>.
- EUROSIF (European Sustainable Investment Forum). *SRI Study 2016*, 23.03.2017, <http://www.eurosif.org/sri-study-2016/>.
- Fitch, H. G. (1976). Achieving Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Review*, 1 (1), 38-46.

- Fontainha, T. C., Leiras, A., Bandeira, R. A. M., & Scavarda, L. F. (2017). Public-Private-People Relationship Stakeholder Model for disaster and humanitarian operations. *International Journal of Disaster Risk Reduction*, 22, 371-386.
- Fowler, S. J., & Hope, C. (2007). A critical review of sustainability business indices and their impact. *Journal of Business Ethics*, 76 (3), 243-252.
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, London: Pitman Publishing.
- Fresco, L. O., & Kroonenberg, S. B. (1992). Time and spatial scales in ecological Sustainability. *Land Use Policy*, 9 (3), 155–168.
- Friedman, M. (1937). The Use of Ranks to Avoid the Assumption of Normality Implicit in the Analysis of Variance. *Journal of the American Statistical Association*, 32 (200), 675-701.
- Froot, K. A. (1989). Consistent Covariance Matrix Estimation with Cross-Sectional Dependence and Heteroskedasticity in Financial Data. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24 (3), 333-355.
- FTSE4Good Index Series. (2017). *FTSE4Good Index Series*, 24.03.2017, <http://www.ftse.com/products/indices/ftse4good>.
- Gallie, W. B. (1955-1956). Essentially Contested Concepts. *Proceedings of the Aristotelian Society*, 56, 167-198. 7 Mart 2017, JSTOR.
- Garriga, E., & Mele, D. (2004). Corporate social responsibility theories: mapping the territory. *Journal of Business Ethics*, 53 (1), 51-71.
- German watch ve Climate Action Network. (2016). *The Climate Change Performance Index Results 2016*, 03.04.2017, <https://germanwatch.org/en/download/13626.pdf>.
- GIIN (Global Impact Investment Network). (2017). *GIIN*, 24.03.2017, <https://thegiin.org/>.

- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). *Principles of managerial finance* (13th ed.). USA: The Prentice Hall.
- Gladwin, T., Kennely, J. J., & Krause, S. T. (1995). Shifting Paradigms for Sustainable Development: Implications for Management Theory and Research. *Academy of Management Review*, 20 (4), 874-907.
- Global Compact Türkiye. (2015). *Global Compact Türkiye 2015 Faaliyet Raporu*, 28.03.2017, <http://www.globalcompactturkiye.org/global-compact-turkiye-faaliyet-raporu-2015/>.
- Gonçalves, R. (2010). Práticas de sustentabilidade e valor da empresa. Unpublished master's thesis, Mackenzie Presbyterian University.
- Graafland, J. J., Eijffinger, S. C. W., & Smid, H. (2004). Benchmarking of Corporate Social Responsibility Methodological Problems and Robustness. *Journal of Business Ethics*, 53 (1/2), 137–152.
- Gray, R. (2002). The social accounting project and Accounting Organizations and Society privileging engagement, imaginings, new accountings and pragmatism over critique? *Accounting, Organizations and Society*, 27 (7), 687-708.
- Gray, R. (2006). Does sustainability reporting improve corporate behaviour?: Wrong question? Right time?. *Accounting and Business Research*, 36, 65-88.
- Gray, R. (2010). Is accounting for sustainability actually accounting for sustainability... and how would we know? An exploration of narratives of organisations and the planet. *Accounting, Organizations and Society*, 35, 47-62.
- Gray, R., Kouhy, R. & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting. A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing ve Accountability Journal*, 8(2), 47-77.

- Greene, W. (2015). Panel Data Models For Discrete Choice. In Baltagi, B. H. (Ed.), *The Oxford Handbook Of Panel Data*. (pp. 171-201). USA: Oxford University Press.
- Greenspan, A. (2008). *Türbülans Çağı Yeni Bir Dünya Düzeni* (Çev. N. Miler). Boyner Yayıncılık. (Eserin orijinali 2007’de yayımlandı).
- GRI (Global Reporting Initiative). (2013). *Report or Explain: A smart EU policy approach to non-financial information disclosure*, 31.03.2017, <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRI-non-paper-Report-or-Explain.pdf>.
- GRI (Global Reporting Initiative). (2017). *About GRI*, 27.03.2017, <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/default.aspx>.
- GRI G3 (Global Reporting Initiative). (2006). *Sürdürülebilirlik Raporlaması İlkeleri*, 27.03.2017, <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Turkish-G3-Reporting-Guidelines.pdf>.
- GRI G4 (Global Reporting Initiative). (2016). *G4 Sürdürülebilirlik Raporlaması Kılavuzları*, 27.03.2017, <https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Turkish-G4-Part-One.pdf>.
- GSIA (Global Sustainable Investment Alliance). (2014). *Global Sustainable Investment Review*. 23.03.2017, <http://www.gsi-alliance.org/>.
- GSIA (Global Sustainable Investment Alliance). (2017). *Global Sustainable Investment Alliance*, 24.03.2017, <http://www.gsi-alliance.org/>.
- Guenster N., Bauer R., Derwall, J., & Koedijk, K. (2011). The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency. *European Financial Management*, 17 (4), 679-704.
- Guerard, J. B. JR. (1997). Is There a Cost to Being Socially Responsible in Investing? *Journal of Forecasting*, 16, 475-490.
- Guimaraes, C. C. (2010). Impacto Do ISE No Valor De Empresa Obtido Pelo Modelo Ohlson. Unpublished master’s thesis, Escola de Comércio Álvares Penteado Foundation.

- Gujarati, D. N. (2004), *Basic Econometrics* (4th ed.). USA: The McGraw–Hill.
- Gürel, E. ve Durak, G. (2014). İşletmesel Raporlama. *Mali Çözüm Dergisi*, 122, 45-62.
- Güriş, S. (Ed.) (2015). *Stata ile Panel Veri Modelleri*. İstanbul: DER Yayınları.
- Hahn, T., & Scheermesser, M. (2006). Approaches to Corporate Sustainability Among German Companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 13 (3), 150-165.
- Hamann, R., Smith, J., Tashman, P., & Marshall, R. S. (2017). Why Do SMEs Go Green? An Analysis of Wine Firms in South Africa. *Business ve Society*, 56 (1), 23-56.
- Hamilton, S., Jo, H., & Statman, M. (1993). Doing Well while Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analysts Journal*, 49 (6), 62-66.
- Hansen, E. G. (2010). *Responsible leadership systems. An empirical analysis of integrating corporate responsibility into leadership systems*. Wiesbaden: Gabler.
- Harris, L., & Eitan, G. (1986). Price and Volume Effects Associated with Changes in the SveP 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures. *The Journal of Finance*, 41 (4), 815-829.
- Hart, S. L., & Dowell, G. (2011). Natural-resource-based view of the firm: fifteen years after. *Journal of Management*, 37 (5), 1464-1479.
- Hart, S., & Ahuja, G. (1996). Does It Pay To Be Green? An Empirical Examination Of The Relationship Between Emission Reduction And Firm Performance. *Business Strategy and the Environment*, 5 (1): 30-37.
- Hawken, P. (1993). *The ecology of commerce: a declaration of sustainability*. New York: Harper Business.

- Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (1-3), 405-440.
- Hegde, S. P., & McDermott, J. B. (2003). The Liquidity Effects of Revisions to the SveP 500 Index: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Markets*, 6 (3), 413-459.
- Herzig, C., & Schaltegger, S. (2006). Corporate Sustainability Reporting. In Schaltegger, S., Bennett, M., ve Burritt, R, (Ed.), *Sustainability Accounting and Reporting*. (pp. 301-324). The Netherlands: Dordrecht.
- Hinkley, D. V. (1977). Jackknifing in Unbalanced Situations. *Technometrics*, 19 (3), 285-292.
- Hithcock D., & Willard, M. (2009). *The Business Guide to Sustainability, Practical Strategies and Tools for Organisations*, (2nd ed.). London: Earthscan.
- Hockerts, K. (2001). *Corporate Sustainability Management – Towards Controlling Corporate Ecological And Social Sustainability*. Sustainability At The Millenium: Globalization. Competitiveness And The Public Trust, Ninth International Conference Of Greening Of Industry Network, Bangkok, 1-21.
- Hsiao, C. (2003). *Analysis of Panel Data* (2nd ed.). NY: Cambridge University Press.
- Hsiao, C. (2014). *Analysis of Panel Data* (3rd ed.). NY: Cambridge University Press.
- Huber, P. J. (1967). The behavior of maximum likelihood estimates under non standart conditions. In Le Cam, L., ve Neyman, J. (Eds.), *Proceedings of the fifth Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability*. (pp. 221-233). Berkeley, Ca: University of California Press.
- Humphrey, J. E., Lee, D. D., & Shen, Y. (2012). Does it cost to be sustainable. *Journal of Corporate Finance*, 18 (3), 626-639.

- ICCR (Interfaith Center on Corporate Responsibility). (2014). *ICCR*, 24.03.2017, <http://www.iccr.org>.
- IIRC. (2013). *Uluslararası Entegre Raporlama Çerçevesi*, 28.03.2017, <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-Turkish.pdf>.
- Isaksson, R., & Steimle, U. (2009). What does GRI-reporting tell us about corporate sustainability?. *The TQM Journal*, 21 (2), 168-181.
- IUCN (Dünya Doğa ve Doğal Kaynakları Koruma Birliği). (1980). *World Conservation Strategy Living Resource Conservation for Sustainable Development*. 03.03.2014, <https://portals.iucn.org/library/efiles/documents/wcs-004.pdf>.
- IUCN (Dünya Doğa ve Doğal Kaynakları Koruma Birliği). (1991). *Caring for the Earth: A Strategy or Sustainable Living*. 03.03.2014, <https://portals.iucn.org/library/efiles/documents/cfe-003.pdf>.
- Jain, P. C. (1987). The Effect on Stock Price from Inclusion in or Exclusion from S&P 500. *Financial Analysts Journal*, 43 (1), 58-65.
- Jänicke, M. (2012). “Green growth”: From a growing eco-industry to economic sustainability. *Energy Policy*, 48, 13-21.
- Jänicke, M., & Weidner, H. (1996). Summary: Global Environmental Policy Learning. In Jänicke, M., ve Weidner, H. (Ed.), *National Environmental Policies: A Comparative Study of Capacity Building*. (pp. 299-313). Berlin: Springer-Verlag.
- Jenkins, H., & Yakovleva, N. (2006). Corporate social responsibility in the mining industry: Exploring trends in social and environmental disclosure. *Journal of Cleaner Production*, 14, 271-284.
- Jennings, P. D., & Zandbergen, P. A. (1995). Ecologically Sustainable Organizations: An Institutional Approach. *The Academy of Management Review*, 20 (84), 1015-1052.

- Jeswani, H. K., Wehrmeyer, W., & Mulugetta, Y. (2008). How warm is the corporate response to climate change? Evidence from Pakistan and the UK. *Business Strategy and the Environment*, 18, 46-60.
- Jones, M. J. (2010). Accounting for the Environment: Towards a theoretical perspective for environmental accounting and reporting. *Accounting Forum*, 34 (2), 123-138.
- JSE (Johannesburg Stock Exchange). (2013). *Johannesburg Stock Exchange*, 24.03.2017, <https://www.jse.co.za/>.
- Judge, W. Q. JR., & Douglas, T. J. (1998). Performance Implications of Incorporating Natural Environmental Issues into the Strategic Planning Process: An Empirical Assessment. *Journal of Management Studies*, 35 (2), 241-262.
- Kaderli, Y. ve Gündüz, Ç. (2012). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Özelleştirilmesinin Muhtemel Sonuçları Üzerine Bir Araştırma. *İzmir SMMMO Dayanışma Dergisi*, 115, 17-29.
- Kannegiesser, M., & Günther, H. O. (2014). Sustainable development of global supply chains. *Flexible Services and Manufacturing Journal*, 26 (1), 24-47.
- Kaplan A. (1999). *Küresel Çevre Sorunları ve Politikaları*. Ankara: Mülkiyeliler Birliği Vakfı Yayınları.
- Kellow, A. (2014). From Sustainable Development to Sustainability: The Response of Business. In Lang, A., ve Murphy, H, (Ed.), *Business and Sustainability Between Government Pressure and Self-Regulation*. (pp. 21-35). Switzerland: Springer International Publishing.
- King, A. A., & Lenox, M. J. (2001). Does It Really Pay to Be Green? An Empirical Study of Firm Environmental and Financial Performance. *Journal of Industrial Ecology*, 5 (1), 105-116.

- Klassen, R. D., & Mclaughlin, C. P. (1996). The Impact of Environmental Management on Firm Performance. *Management Science*, 42 (8): 1199-1214.
- Kolk, A. (2004). A decade of sustainability reporting: developments and significance. *Int. J. Environment and Sustainable Development*, 3 (1), 51-64.
- Konar, S., & Cohen, M. A. (2001). Does the Market Value Environmental Performance?. *The Review of Economics and Statistics*, 83 (2), 281-289.
- Korkmaz, T., Yıldız, B., ve Gökbulut, R. İ. (2010). Testing the Validity of CAPM in ISE National 100 Index with Panel Data Analysis. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 39 (1), 95-105.
- Kotler, P. (2000). *Marketing Management Millenium Edition*. (10th ed.) New Jersey: Pearson Education Company.
- KPMG. (2015). *The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2015*, 28.03.2017, <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2015/11/kpmg-international-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2015.html>.
- Kunt, S. (2015). *Küba'da Sürdürülebilir Kent Tarımı* (Çev. C. Yücel). Yeni İnsan Yayınevi. (Eserin orijinali 2015'de yayımlandı).
- Kuşat, N. (2012). Sürdürülebilir İşletmeler İçin Kurumsal Sürdürülebilirlik ve İçsel Unsurları. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 14 (2), 227-242.
- Lee, K. H., & Saen, R. F. (2012). Measuring corporate sustainability management: A data envelopment analysis approach. *International Journal of Production Economics*, 140 (1), 219-226.
- Lee, M. D. P. (2008). A review of the theories of corporate social responsibility: its evolutionary path and the road ahead. *International Journal of Management Reviews*, 10 (1), 53-73.

- Leisyte, I., & Westerheijden, D. F. (2014). Stakeholders and quality assurance in education. In Eggins, H., (Ed.), *Drivers and Barriers to Achieving Quality in Higher Education*. (pp. 83-97). London: Sense Publishers.
- Lele, S. M. (1991). Sustainable development: a critical review. *World Development*, 19 (6), 607–621.
- Levene, H. (1960). Robust tests for equality of variances. In Olkin, I., Ghurye, G., Hoefding, W., Madow, W. G., ve Mann, H. B. (Eds.), *Contributions to Probability and Statistics: Essays in Honor of Harold Hotelling*. (pp. 278-292). Stanford, California: Stanford University Press.
- Lewellen, W. G., & Badrinath, S. G. (1997). On the Measurement of Tobin's q. *Journal of Financial Economics*, 44, 77-122.
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin's q Ratio and Industrial Organization. *Journal of Business*, 54 (1), 1-32.
- Lo, S-F., & Sheu, H-J. (2007). Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business?. *Corporate Governance*, 15 (2), 345-358.
- Longhi, S., & Nandi, A. (2015). *A Practical Guide to Using Panel Data*. London: SAGE Publications.
- Lopez, 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, 285–300.
- Lourenco, I. C., Branco, M. C., Curto, J. D., & Eugenio, T. (2012). How Does the Market Value Corporate Sustainability Performance?. *Journal of Business Ethics*, 108 (4), 417-428.
- Lozano, R., Carpenter, A., & Huisingh, D. (2015). A review of 'theories of the firm' and their contributions to Corporate sustainability. *Journal of Cleaner Production*, 106, 430-442.

- Luz, S. G., Silva, R. N. S., & Coelho, P. S. (2008, Eylül). *A influencia da divulgação do índice de sustentabilidade empresarial sobre os preços das ações no Brasil e nos Estados Unidos: um estudo de eventos nos anos de 2005 a 2007*. XXXII ANPAD, Rio de Janeiro.
- Macchiette, B., & Roy, A. (1994). Sensitive Groups and Social Issues Are You Marketing Correct?. *Journal of Consumer Marketing*, 11 (4), 55-64.
- Machado, M. R., & Machado, M. A. V. (2008, Eylül). *Retorno Acionário e Adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da Bovespa: Um Estudo de Eventos*. XXXII EnANPAD, Rio de Janeiro, 1-15.
- MacKinnon, J. G. & White, H. (1985). Some Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimators with Improved Finite Sample Properties. *Journal of Econometrics*, 29, 53-57.
- Madariaga, J. G., & Cremades, F. R. (2010). Corporate social responsibility and the classical theory of the firm: are both theories irreconcilable? *Innovar Journal*, 20 (37), 5-20.
- Maden, C., Arıkan, E., Telci, E. E., ve Kantur, D. (2012). Linking corporate social responsibility to corporate reputation: a study on understanding behavioral consequences. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 58, 655 – 664.
- Marrewijk, M. V. (2003). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of Business Ethics*, 44 (2), 95-105.
- Marti, C. P., Rovira-Val, M. R., & Drescher, L. G. (2015). Are Firms that Contribute to Sustainable Development Better Financially?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22 (5), 305-319.
- Matyas, L., & Sevestre, P. (2008). *The Econometrics of Panel Data Fundamentals and Recent Developments in Theory and Practice* (3rd ed.). Germany: Springer.
- McConnel J. J., & Servaes, H. (1990). Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.

- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 31 (4), 854-872.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate Social Responsibility and Financial Performance: Correlation or Misspecification? *Strategic Management Journal*, 21 (5), 603-609.
- Meadows, D. H., Meadows, D. L., Randers, J., & Behrens, W. W. (1972). *The Limits to Growth: A Report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind (5th ed.)*. New York: Universe Books.
- Mebratu, D. (1998). Sustainability and sustainable development: Historical and conceptual review. *Environmental Impact Assessment Review*, 18 (6), 493-520.
- Mert, M. ve Bölük, G. (2014). Fossil ve Renewable Energy Consumption, Ghgs (Greenhouse Gases) And Economic Growth: Evidence From A Panel Of EU (European Union) Countries. *Energy*, 74, 439-446.
- Mert, M. ve Bölük, G. (2016). Do foreign direct investment and renewable energy consumption affect the CO² emissions? New evidence from a panel ARDL approach to Kyoto Annex countries. *Environmental Science And Pollution Research*, 23, (21669-21681).
- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42 (3), 483-510.
- Michael, B., & Gross, R. (2004). Running Business like a Government in the New Economy Lessons for Organizational Design and Corporate Governance. *Corporate Governance*, 4 (3), 32-46.
- Milli Eğitim Bakanlığı. (2016). *PISA 2015 Ulusal Raporu*, 06.04.2017, <http://pisa.meb.gov.tr/>.
- Mission Investors Exchange. (2016). *About Us*, 24.03.2017, <https://www.missioninvestors.org/>.

- Montabon, F., Sroufe, R., & Harasimhan, R. (2007). An examination of corporate reporting, environmental management practices and firm performance. *Journal of Operations Management*, 25, 998-1014.
- Moon, S., & De Leon, P. (2007). Contexts and corporate voluntary environmental behaviors. *Organization ve Environment*, 20 (4), 480-496.
- Moore, G. M. (2001). Corporate Social Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry. *Journal of Business Ethics*, 34 (3), 299-315.
- Munasinghe, M. (1993). *Environmental Economics and Sustainable Development*. Washington, D.C: The World Bank.
- Munasinghe, M. (2002). The sustainomics trans-disciplinary meta-framework for making development more sustainable: applications to energy issues. *International Journal of Sustainable Development*, 4 (2), 125-182.
- N. Burhan, A. H., & Rahmanti, W. (2012). The Impact of Sustainability Reporting on Company Performance. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 15 (2), 257-272.
- Nakai, M., Yamaguchi, K., & Takeuchi, K. (2013). Sustainability membership and stock price: an empirical study using the Morningstar-SRI Index. *Applied Financial Economics*, 23, 71-77.
- Nunes, J., Teixeira, A., Nossa, V. & Galdi, F. C. (2010). Análise Das Variáveis Que Influenciam A Adesão Das Empresas Ao Índice BM&FBOVESPA De Sustentabilidade Empresarial. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 7 (4), 328-340.
- Nunes, T. C. S. (2010). Indicadores Contábeis Como Medidas De Risco E Retorno Diferenciados De Empresas Sustentáveis Um Estudo No Mercado Brasileiro. Unpublished master's thesis, Sao Paulo University.
- Oberndorfer, U., Schmidt, P., Wagner, M., & Ziegler, A. (2013). Does the Stock Market Value the Inclusion in a Sustainability Stock Index? An Event Study Analysis for German Firms. *Journal of Environmental Economics and Management*, 66 (3): 497-509.

- Oran, B. (2009). *Küreselleşme ve Azınlıklar*. Ankara: İmaj Yayıncılık.
- Orhunbilge, N. (2002). *Uygulamalı Regresyon ve Korelasyon Analizi* (2. baskı). İstanbul: İÜ Basım Yayın.
- Orlitzky, M. (2001). Does Firm Size Confound the Relationship between Corporate Social Performance and Firm Financial Performance?. *Journal of Business Ethics*, 33 (2), 167-180.
- Orsato, R. J., Garcia, A., Da-Silva, W. M., Simonetti, R., & Monzoni, M. (2015a). Sustainability indexes: why join in? A study of the 'Corporate Sustainability Index (ISE)' in Brazil. *Journal of Cleaner Production*, 96, 161-170.
- Orsato, R., Campos, G., Barakat, S., Nicoletti, M., & Monzoni, M. (2015b). Why join a carbon club? A study of the banks participating in the business for climate platform. *Journal of Cleaner Production*, 96, 387-396.
- Orsato, R., Clegg, S., & Falcao, H. (2013). The political ecology of palm oil production. *Journal of Change Management*, 13 (4), 444-459.
- Ortas, E., & Moneva, J. N. (2011). Sustainability stock exchange indexes and investor expectations: multivariate evidence from DJSI-Stoxx. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 40 (151), 395-416.
- Ortas, E., Burritt, R. L., & Moneva, J., M. (2013). Socially Responsible Investment and cleaner production in the Asia Pacific: does it pay to be good? *Journal of Cleaner Production*, 52, 272-280.
- Ortas, E., Moneva, J. M., & Salvador, M. (2012). Does socially responsible investment equity indexes in emerging markets pay off? Evidence from Brazil. *Emerging Markets Review*, 13 (4), 581-597.
- Özkoç, E., Çelik, M. ve Gönen, S. (2005). Kurumsal Sosyal Sorumluluk Kavramı ve Muhasebenin Sosyal Sorumluluğu. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 27, 134-145.
- Parker, L. D. (2011). Twenty-one years of social and environmental accountability research: A coming of age. *Accounting Forum*, 35 (1), 1-10.

- Patari, S., Jantunen, A., Kylaheiko, K., & Sandström, J. (2012). Does Sustainable Development Foster Value Creation? Empirical Evidence from the Global Energy Industry. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19 (6), 317-326.
- Pava, M. L., & Krausz, J. (1996). The Association Between Corporate Social-Responsibility and Financial Performance: The Paradox of Social Cost. *Journal of Business Ethics*, 15 (3): 321-357.
- Pazarlıoğlu, V. ve Gürler, Ö. K. (2007). Telekomünikasyon Yatırımları ve Ekonomik Büyüme: Panel Veri Yaklaşımı. *Finans Politikve Ekonomik Yorumlar*, 44 (508), 35-43.
- Pearce, D., Turner, R. K., & Bateman, I. (1990). *Environmental economics-An elementary introduction*. Baltimore: JHU Press.
- Perez-Calderon, E., Milanes-Monter, P., Meseguer-Santamaria, M., & Mondejar-Jimenez, J. (2011). Eco-efficiency: Effects on economic and financial performance. Evidences from Dow Jones sustainability Europe index. *Environmental Engineering and Management Journal*, 10 (12), 1801-1808.
- Perez-Calderon, E., Milanes-Montero, P., & Ortega-Rossell, F. J. (2012). Environmental Performance and Firm Value: Evidence from Dow Jones Sustainability Index Europe. *International Journal of Environmental Research*, 6 (4), 1007-1014.
- Pesaran, M. H. (2004). General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence in Panels, *CESifo Working Papers*, No. 1229.
- Pham, T. H. H. (2017). Impacts of globalization on the informal sector: Empirical evidence from developing countries, *Economic Modelling*, 62, 207-218.
- Philips, R. (March, 2004). Ethics and a manager's obligations under stakeholder theory. *Ivey Business Journal*, 68 (4), 1-5. Retrieved March 15, 2017, from <http://connection.ebscohost.com/c/articles/12920613/ethics-managers-obligations-under-stakeholder-theory>.

- Piketty, T. (2014). *Yirmi Birinci Yüzyılda Kapital* (Çev. H. Koçak). Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları. (Eserin orijinali 2013'te yayımlandı).
- Polonsky, M. J. (1995). A Stakeholder Theory Approach to Designing Environmental Marketing Strategy. *Journal of Business ve Industrial Marketing*, 10 (3), 29-46.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84 (12), 78-91.
- Prakash, A., & Potoski, M. (2005). Green Clubs and Voluntary Governance: ISO 14001 and Firms' Regulatory Compliance. *American Journal of Political Science*, 49 (2), 235-248.
- Preble, J. F. (2005). Toward a Comprehensive Model of Stakeholder Management. *Business and Society Review*, 110 (4), 407-431.
- Preston, L. E., & O'Bannon, D. P. (1997). The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis. *Business and Society*, 36 (4), 419-429.
- PWC (2017). *Sürdürülebilirlik: Ekonomik, Sosyal ve Çevresel Gelişimin Anahtarı*. 19.03.2017, <http://www.pwc.com.tr/tr/gundem.html>.
- Quental, N., Lourenço, J. M., & Da Silva, F. N. (2011). Sustainable Development Policy: Goals, Targets and Political Cycles. *Sustainable Development*, 19 (1), 15-29.
- Redclift, M. (1993). Sustainable Development: Needs, Values, Rights. *Environmental Values*, 2 (1), 3-20.
- Renneboog, L., Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance and Investor Behaviour. *Journal of Banking and Finance*, 32, 1723-1742.

- Resmi Gazete, (2013). *Bankaların Kaldıraç Düzeyinin Ölçülmesine ve Değerlendirilmesine İlişkin Yönetmelik*, 16.08.2017, <http://www.resmigazete.gov.tr/main.aspx?home=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/11/20131105.htm&main=http://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/11/20131105.htm>.
- RobecoSAM. (2017). *Corporate Sustainability Assessment*, 25.03.2017, <http://www.robecosam.com/en/sustainability-insights/about-sustainability/corporate-sustainability-assessment/sample-questionnaire.jsp>.
- Robinson, M., Kleffner, A., & Bertels, S. (2011). Signaling Sustainability Leadership: Empirical Evidence of the Value of DJSI Membership. *Journal of Business Ethics*, 101 (3), 493-505.
- Rogers, P., Jalal, K., & Boyd, J. (2008). *An Introduction to Sustainable Development*. Earthscan, UK.
- Rogers, W. H. (1993). Regression Standart Errors in Clustered Samples. *Stata Technical Bulletin 13: 19-24. in Stata Technical Bulletin Reprints, 3, 88-94*, College Station, Tx: Stata Press.
- Rolland, D. ve Bazzoni, J. O. (2009). Greening corporate identity: CSR online corporate identity reporting. *Corporate Communications: An International Journal*, 14 (3), 249-263.
- Roso, V. M., Schenkel, F. S., Miller, S. P., & Schaeffer, L. R. (2005). Estimation of genetic effects in the presence of multicollinearity in multibreed beef cattle evaluation. *American Society of Animal Science*, 83, 1788-1800.
- Rossi, J. L. (2009). *What is the Value of Corporate Social Responsibility? An Answer from the Brazilian Sustainability Index*, 14.04.2017, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1338114>.
- Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., & Paul, K. (2001). An Empirical Investigation of the Relationship Between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective. *Journal of Business Ethics*, 32 (2), 143-156.

- Russo, M. V., & Fouts, P. A. (1997). A Resource-Based Perspective On Corporate Environmental Performance and Profitability. *Academy of Management Journal*, 40 (3), 534-559.
- Sabancı Üniversitesi. (2014). *2014 Promoting Sustainable Development: The Way Forward for a Sustainability Index in Turkey*, 01.04.2017, <http://cgft.sabanciuniv.edu/sites/cgft.sabanciuniv.edu/files/SUCGFTSustainabilityIndex2014-PromotingSustainableDevelopmentReport.pdf>.
- Sadowski, M., Whitaker, K., Lee, M., & Ayars, A. (2011). *Rate the Raters. Phase Four. The Necessary Future of Ratings*, 25.03.2017, <http://sustainability.com/our-work/reports/rate-the-raters-phase-four/>.
- Sancar, G. A. (2013). Kurumsal Sürdürülebilirlik Bağlamında Kurumsal Yönetişim: Kavramın Doğuşu, Gelişimi ve Değerlendirilmesi. *Selçuk İletişim*, 8 (1), 71-84.
- Sandmo, A. (2015). The Early History of Environmental Economics. *Review of Environmental Economics and Policy*, 9 (1), 43-63.
- Santis, P., Albuquerque, A., & Lizarelli, F. (2016). Do sustainable companies have a better financial performance? A study on Brazilian public companies. *Journal of Cleaner Production*, 133, 735-745.
- Sarıkaya, M. (2011). *Paydaş Yaklaşımı Bağlamında İşletme-Paydaş Etkileşimi ve Stratejik Paydaş Analizi*. Ankara Sanayi Odası Yayın Organı, Ankara.
- Schaefer, A. (2004). Corporate Sustainability: Integrating Environmental and Social Concerns?. *Corporate Social-Responsibility and Environmental Management*, 11 (4), 179-187.
- Schäfer, H., Beer, J., Zenker, J., & Fernandes, P. (2006). *Who is who in Corporate Social Responsibility Rating? A survey of internationally established rating systems that measure Corporate Responsibility*, Gütersloh/Stuttgart: Bertelsmann Foundation/University Stuttgart.

- Schaltegger, S. (1997). Information Costs, Quality of Information and Stakeholder Involvement – The Necessity of International Standards of Ecological Accounting. *Eco-Management and Auditing*, 4, 87-97.
- Schaltegger, S., & Burritt, R. (2005). Corporate Sustainability. In Folmer, H., ve Tietenberg, T, (Ed.), *The International Yearbook of Environmental and Resource Economics 2005/2006 A Survey of Current Issues*. (pp. 185-232). UK: Cheltenham.
- Schaltegger, S., Bennett, M., & Burritt, R. (2006). Sustainability Accounting and Reporting: Development, Linkages and Reflection. In Schaltegger, S., Bennett, M., ve Burritt, R, (Ed.), *Sustainability Accounting and Reporting*. (pp. 1-33). The Netherlands: Dordrecht.
- Schaltegger, S., Herzig, C., Kleiber, O., & Müller, J. (2002). *Sustainability Management in Business Enterprises. Concepts and Instruments for Sustainable Development*, 29.03.2017, http://www2.leuphana.de/umanagement/csm/content/nama/downloads/pdf-dateien/nmu_fs_engl_final.pdf.
- Schröder, M. (2004). The performance of socially responsible investments: Investment funds and indices. *Financial Markets and Portfolio Management*, 18 (2), 122–142.
- Schumacher, E. F. (2014). *Küçük Güzeldir, Önceliği İnsana Veren Bir Ekonomi Analizi* (Çev. O. Deniztekin). Varlık Yayınları. (Eserin orijinali 1973'te yayımlandı).
- Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. (2003). A Three-Domain Approach. *Business Ethics Quarterly*, 13 (4), 503-530.
- Searchy, C., & Elkhawas, D. (2012). Corporate Sustainability Ratings: An Investigation into how Corporations Use to Dow Jones Sustainability Index. *Journal of Cleaner Production*, 35, 79-92.
- Senal, S. ve Ateş, B. A. (2012). Kurumsal Sürdürülebilirlik İçin Muhasebe ve Raporlama. *Muhasebe ve Denetime Bakış*. 36, 83-97.

- Shleifer, A. (1986). Do Demand Curves for Stocks Slope Down?. *The Journal of Finance*, 41 (3), 579-590.
- Signitzer, B., & Prexl, A. (2008). Corporate Sustainability Communications: Aspects of Theory and Professionalization. *Journal of Public Relations Research*, 20, 1-19.
- Sisaye, S. (2011). Ecological Systems Approaches to Sustainability and Organizational Development: Emerging Trends in Environmental and Social Reporting Systems. *Leadership ve Organization Development Journal*, 32 (4), 379-398.
- Skare, M., & Golja, T. (2012). Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance - Is there a link? *Economic Research - Ekonomska Istrazivanja*, 25 (1), 215-242.
- SKD (İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği). (2017). *Misyon ve Hedefler*, 01.04.2017, <http://www.skdturkiye.org/genelbilgiler-17>.
- Skouloudis, A., & Evangelinos, K. (2009). Sustainability Reporting in Greece: Are We There Yet?. *Environmental Quality Management*, 19 (1), 43-60.
- Spangenberg, J. H. (2004). Reconciling Sustainability and Growth: Criteria, Indicators, Policy. *Sustainable Development*, 12 (2), 74-86.
- Sparkes, R. (2002). *Socially Responsible Investment: A Global Revolution*. UK: John Wiley ve Sons Ltd.
- Stanwick, P. A., & Stanwick, S. D. (1998). The Relationship Between Corporate Social Performance and Organizational Size, Financial Performance and Environmental Performance: An Empirical Examination. *Journal of Business Ethics*, 17 (2), 195-204.
- Sullivan, R., Martindale, W., Feller, E., & Bordon, A. (2015). *Fiduciary Duty in the 21st Century*. UN Global Compact, UNEP, PRI, UNEP Inquiry.
- Sun, M., Nagata, K., & Onoda, H. (2011). The Investigation of the Current Status of Socially Responsible Investment Indices. *Journal of Economics and International Finance*, 3 (13), 676-684.

- Sustainable Governance Indicators (SGI). (2016). *Turkey Report*, 02.04.2017, http://www.sgi-network.org/docs/2016/country/SGI2016_Turkey.pdf.
- Sürdürülebilir Borsalar Girişimi (SSE). (2013). *About the Sustainable Stock Exchanges (SSE) initiative*. 21.03.2017, <http://www.sseinitiative.org>.
- Sürdürülebilir Borsalar Girişimi (SSE). (2016). *2016 Report on Progress*. 21.03.2017, <http://www.sseinitiative.org>.
- T.C. Bilim Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı. (2013). *İş Dünyası İçin Sürdürülebilirlik Neden Önemli?*. 19.03.2017, <http://anahtar.sanayi.gov.tr/tr/news/is-dunyasi-icin-surdurulebilirlik-neden-onemli/457>.
- T.C. Bilim Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı. (2014). *Yeşil Ekonomiye Geçiş*. 17.03.2017, <https://anahtar.sanayi.gov.tr/tr/news/yesil-ekonomiye-gecis/1876>.
- T.C. Kalkınma Bakanlığı. (2012). *Türkiye'de Sürdürülebilir Kalkınma Raporu: Geleceği Sahiplenmek*. Ankara.
- Tatoğlu, F. Y. (2016). *Panel Veri Ekonometrisi* (3. baskı). İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Tavares, E. (2011). *Responsabilidade social aumenta o valor é retorno do acionista evidências do mercado brasileiro*. Unpublished master's thesis, Foundation of Getulio Vargas.
- Telle, K. (2006), "It Pays to be Green" - A Premature Conclusion?. *Environmental ve Resource Economics*, 35 (3), 195-220.
- TİSK (Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu). (2016). *Herkes İçin Kurumsal Sosyal Sorumluluk Projesi TÜRKİYE Sürdürülebilirlik Raporlaması Ulusal İnceleme Raporu*, 01.04.2017, <http://tisk.org.tr/wp-content/uploads/2016/04/CSR.pdf>.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1), 15-29.

- Toyota. (2017). Hibrit Avantajları. 19.03.2017, <https://www.toyota.com.tr/hybrid-innovation/yaris-hibrit-avantajlari.json>.
- TÜİK (Türkiye İstatistik Kurumu). (2016). *Konularına Göre İstatistikler*, 05.04.2017, <http://www.tuik.gov.tr/UstMenu.do?metod=kategorist>.
- Tüzüntürk, S. (2007). Panel Veri Modellerinin Tahmininde Parametre Heterojenliğinin Önemi: Geleneksel Phillips Eğrisi Üzerine Bir Uygulama. *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 21 (2), 1-14.
- Uluslan, H. (2009). Çevresel Raporlama Rehberleri ve İşletme Çevresel Raporlarında Açıklanması Gereken Bilgiler. *Süleyman Demirel Üniversitesi İİBF Dergisi*, 2, 181-206.
- Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi (IIRC). (2017). *The IIRC*, 28.03.2017, <http://integratedreporting.org/the-iirc-2/>.
- Uluslararası Şeffaflık Örgütü. (2017a). *İş Dünyası Şeffaflık Sistemi Türkiye Analizi*, 08.04.2017, <http://www.seffaflik.org/wp-content/uploads/2017/03/BICA-TR.pdf>.
- Uluslararası Şeffaflık Örgütü. (2017b). *Corruption Perceptions Index 2016*, 06.04.2017, http://www.transparency.org/news/feature/corruption_perceptions_index_2016.
- UNEP FI (United Nations Environment Programme Finance Initiative). (2017). *UNEP Finance Initiative*, 24.03.2017, <http://www.unepfi.org/>.
- UNEP, GRI, KPMG, & The Centre for Corporate Governance in Africa. (2013). *Carrots And Sticks, Sustainability Reporting Policies Worldwide: Today's Best Practice Tomorrow's Trends*, 30.03.2017, <https://www.globalreporting.org/resource/library/Carrots-and-Sticks.pdf>.
- UNEP, GRI, KPMG, & The Centre for Corporate Governance in Africa. (2016). *Carrots ve Sticks, Global trends in sustainability reporting regulation and policy 2016 Edition*, 30.03.2017, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/carrots-and-sticks-may-2016.pdf>.

- UNPRI (Principles for Responsible Investment). (2005). *About The PRI*. 23.03.2017, <https://www.unpri.org/>.
- US SIF (The Forum for Sustainable and Responsible Investment). (2016a). *The Impact of Sustainable and Responsible Investment*, 24.03.2017, <http://www.ussif.org>.
- US SIF (The Forum for Sustainable and Responsible Investment). (2016b). *2016 Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends*, 23.03.2017, <http://www.ussif.org>.
- Valencia-Herrera, H. (2015). Decomposition of the Stocks Returns in The Sustainable Index of the Mexican Stock Exchange. *Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 10 (1), 87-100.
- Van de Velde, E., Vermeir, W., & Corten, F. (2005). Corporate social responsibility and financial performance. *Corporate Governance*, 5 (3), 129-138.
- Vehkamäki, S. (2005). The Concept of Sustainability in Modern Times. In Jalkanen, A., ve Nygen, P, (Ed.), *Sustainable Use of Renewable Natural Resources from Principles to Practices*. (pp. 1-13).Helsinki: University of Helsinki Department of Forest Ecology Publications.
- Viederman, S. (1994, September). *The economics of sustainability: Challenges*. Paper presented at the Workshop on the Economics of Sustainability, Recife, Brazil, 1-22.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18 (4): 303-319.
- WB (Dünya Bankası). (2015). *World Bank Group – Turkey Partnership: Country Program Snapshot*, 04.04.2017, <http://pubdocs.worldbank.org/en/331611443694008785/Turkey-Snapshot.pdf>.
- WB (Dünya Bankası). (2017). *World Development Indicators*. 04.01.2017, <http://wdi.worldbank.org/table>.

- Weybrecht, G. (2014). *The Sustainable MBA A Business Guide to Sustainability*, (2nd ed.). UK: Wiley.
- WFE SWG. (2015). *Exchanges and ESG Initiatives – SWG Report and Survey*. 24.03.2017, <https://www.world-exchanges.org/>.
- WFE. (2010). *Exchanges, ESG and investment decisions*. 22.03.2017, [https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/18/Studies-Reports/22/2010 Exchanges,ESG veInvestmentDecisions. pdf](https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/18/Studies-Reports/22/2010%20Exchanges,ESG%20InvestmentDecisions.pdf).
- WFE. (2014). *WFE Launches Sustainability Working Group*. 22.03.2017, <https://www.world-exchanges.org/home/>.
- WFE. (2017). *WFE Annual Sustainability Survey 2017*. 21.03.2017, <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/research/wfe-research>.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and A Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*, 48 (4), 817-838.
- WHO / UNICEF. (2015). *Joint Monitoring Programme (JMP) for Water Supply and Sanitation*. 04.01.2017, <http://www.wssinfo.org/>.
- Wilson, M. (March/April, 2003). Corporate Sustainability: What is it and where does it come from?. *Ivey Business Journal*, 67 (4), 1-5. Retrieved February 15, 2014, from <http://iveybusinessjournal.com/publication/corporate-sustainability-what-is-it-and-where-does-it-come-from/>.
- Windolph, S. E. (2011). Assessing Corporate Sustainability Through Ratings: Challenges and Their Causes. *Journal of Environmental Sustainability*, 1 (1), 37-57.
- Wood, D. J. (1991). Corporate Social Performance Revisited. *The Academy of Management Review*, 16 (4), 691–718.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (2nd ed.). London: MIT Press.
- Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (6th ed.). USA: Cengage Learning.

- Worrell, D. L., Davidson, W. N., & Sharma, V., M. (1991). Layoff announcements and stockholder wealth. *Academy of Management Journal*, 34 (3), 662-678.
- Yale Center for Environmental Law & Policy and Center for International Earth Science Information Network (Columbia University). (2016). *Global Metrics For The Environment*, 03.04.2017, http://epi.yale.edu/sites/default/files/2016EPI_Full_Report_opt.pdf.
- Yavuz, V. A. (2010). Sürdürülebilirlik Kavramı ve İşletmeler Açısından Sürdürülebilir Üretim Stratejileri. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7 (14), 63-86.
- Zainal, D., & Zainuddin, S. (2013). Corporate Social Responsibility Reporting in Malaysia: A Research Note. *The Journal of Corporate Citizenship*, 6, 21-36.
- Ziegler, A. (2012). Is it Beneficial to be Included in a Sustainability Stock Index? A Panel Data Study for European Firms. *Environmental and Resource Economics*, 52 (3), 301-325.
- Ziegler, A., & Schröder, M. (2010). What determines the inclusion in a sustainability stock index? A panel data analysis for European firms. *Ecological Economics*, 69 (4), 848-856.
- Ziegler, A., Schröder, M., & Rennings, K. (2007). The effect of environmental and social performance on the stock performance of European corporations. *Environmental and Resource Economics*, 37 (4), 661-680.
- Zink, K., Steimle, U., & Fischer, K. (2008). Human Factors, Business Excellence and Corporate Sustainability: Differing Perspectives, Joint Perspectives. In Zink, K, (Ed.), *Corporate Sustainability as a Challenge for Comprehensive Management*. (pp. 3-18). Heidelberg: Physica Publishing.

EKLER

EK 1. BİST Sürdürülebilirlik Endeksi Şirketlerinin Finansal Verileri

Sirketler	Yillar	ROA (%)	ROE (%)	Tobin's Q	Aktifler (Milyon TL)	ADH (%)	Net Satis Degisimi (%)	Finansal Kaldirac (%)	PD/DD
AKBNK	2013	1,57	13,90	1,0214	195.482,26	6,08	2,08	8,50	1,19
AKBNK	2014	1,54	12,93	1,0389	218.696,60	6,72	23,54	8,63	1,33
AKBNK	2015	1,28	11,53	0,9952	252.467,18	6,28	7,93	8,33	0,96
AKBNK	2016	1,65	14,94	0,9962	294.500,82	6,44	19,59	8,32	0,97
ARCLK	2013	5,46	15,05	1,3296	11.410,92	97,26	5,12	63,73	1,91
ARCLK	2014	5,15	14,50	1,4629	12.395,01	100,96	12,76	64,51	2,30
ARCLK	2015	6,50	19,10	1,3468	13.738,51	103,11	13,20	65,97	2,02
ARCLK	2016	7,71	21,72	1,4889	16.909,37	95,19	13,62	64,49	2,38
ASELS	2013	5,95	14,79	1,6693	4.007,98	54,18	32,98	59,77	2,66
ASELS	2014	7,02	15,78	1,7584	4.985,43	50,11	15,04	55,49	2,70
ASELS	2015	3,42	7,51	1,8958	6.245,10	44,52	11,30	54,51	2,97
ASELS	2016	9,24	21,54	1,9667	8.604,95	43,79	35,52	57,10	3,25
SAHOL	2013	1,86	12,01	0,9294	206.570,82	4,09	19,31	84,50	0,54
SAHOL	2014	1,89	11,80	0,9300	230.526,56	4,56	24,36	84,01	0,56
SAHOL	2015	1,67	11,06	0,9131	265.520,07	4,39	10,84	84,95	0,42
SAHOL	2016	1,80	12,38	0,9153	308.267,84	4,01	6,05	85,46	0,42
KCHOL	2013	6,80	15,27	0,9276	58.789,96	112,57	0,79	55,45	0,84
KCHOL	2014	6,59	14,38	1,0335	63.941,01	107,32	3,69	54,17	1,07
KCHOL	2015	7,99	17,31	0,9184	72.984,90	95,21	1,27	53,86	0,82
KCHOL	2016	5,99	14,31	0,9721	88.071,11	80,54	2,07	58,14	0,93
MGROS	2013	-7,99	-55,78	1,3482	5.796,64	122,95	9,94	85,68	3,43
MGROS	2014	1,76	10,72	1,5598	5.593,50	145,22	13,97	83,57	4,41
MGROS	2015	-6,43	-71,80	1,4497	5.760,72	163,00	15,60	91,04	6,02
MGROS	2016	-4,62	-121,46	1,4575	6.337,40	174,51	17,78	96,19	13,02
PETKM	2013	1,51	2,86	1,3027	3.245,63	128,13	-4,37	47,39	1,58
PETKM	2014	0,23	0,40	1,4664	3.788,26	109,10	-0,62	42,37	1,81
PETKM	2015	11,71	22,79	1,7471	5.460,67	83,01	9,67	48,63	2,45
PETKM	2016	11,67	23,84	1,3957	6.268,53	72,31	0,00	51,03	1,81
TAVHL	2013	4,83	18,24	1,5431	6.948,74	37,34	39,24	73,53	3,05
TAVHL	2014	8,31	29,51	1,6477	7.465,54	35,47	2,05	71,83	3,30
TAVHL	2015	5,76	23,40	1,3829	10.506,37	28,80	14,28	75,40	2,56
TAVHL	2016	3,47	13,34	1,1812	11.505,47	29,99	14,01	73,98	1,70
TOASO	2013	7,32	22,87	1,8099	5.928,20	118,72	4,96	67,97	3,53
TOASO	2014	8,06	25,62	1,8048	7.124,28	104,43	5,71	68,54	3,56
TOASO	2015	8,42	32,17	1,6986	9.866,57	100,55	33,34	73,83	3,67
TOASO	2016	8,20	32,81	1,7898	11.829,71	120,34	43,50	75,00	4,16
TCELL	2013	10,98	15,86	1,4827	21.255,62	53,67	8,57	30,79	1,70
TCELL	2014	6,08	8,62	1,6241	23.668,32	50,88	5,57	29,49	1,89

Sirketler	Yillar	ROA (%)	ROE (%)	Tobin's Q	Aktifler (Milyon TL)	ADH (%)	Net Satis Degisimi (%)	Finansal Kaldirac (%)	PD/DD
TCELL	2015	7,28	13,24	1,2819	26.184,22	48,77	6,03	45,01	1,51
TCELL	2016	4,95	9,73	1,1689	31.600,16	44,62	10,43	49,15	1,33
TUPRS	2013	5,67	23,34	1,2472	21.139,39	194,32	-3,20	75,69	2,02
TUPRS	2014	6,70	23,66	1,3481	21.932,56	181,11	-3,30	71,67	2,23
TUPRS	2015	10,07	30,64	1,3557	25.470,12	144,85	-7,12	67,14	2,08
TUPRS	2016	5,81	22,20	1,3063	31.218,18	111,65	-5,53	73,84	2,17
TTKOM	2013	6,95	23,78	1,8034	18.244,52	71,90	3,23	70,80	3,75
TTKOM	2014	9,91	31,24	1,9630	19.877,79	68,43	3,69	68,29	4,04
TTKOM	2015	3,35	17,28	1,5477	25.773,90	56,35	6,77	80,63	3,83
TTKOM	2016	-2,70	-21,39	1,5629	26.874,45	59,94	10,92	87,40	5,47
GARAN	2013	1,51	14,51	1,0264	221.482,29	6,28	0,62	8,33	1,25
GARAN	2014	1,49	13,84	1,0524	247.051,09	6,69	18,73	8,82	1,49
GARAN	2015	1,29	11,59	0,9954	279.647,18	6,77	14,69	8,42	0,96
GARAN	2016	1,65	14,38	0,9879	312.121,94	7,25	19,38	8,83	0,89
VAKBN	2013	1,16	13,06	0,9786	139.787,58	6,75	4,89	6,55	0,76
VAKBN	2014	1,11	12,12	0,9831	163.551,46	7,13	23,56	6,96	0,82
VAKBN	2015	0,99	11,02	0,9608	189.585,56	7,37	19,79	6,72	0,56
VAKBN	2016	1,27	14,24	0,9605	220.671,00	7,69	21,40	6,71	0,56
YKBNK	2013	2,28	20,01	0,9846	160.309,84	6,21	-1,23	5,60	0,87
YKBNK	2014	1,05	10,17	1,0054	194.958,71	6,48	26,94	6,38	1,05
YKBNK	2015	0,81	8,27	0,9627	235.267,93	6,93	29,02	5,39	0,62
YKBNK	2016	1,08	11,23	0,9587	271.134,59	7,05	17,24	5,89	0,57
AKSEN	2013	-4,63	-13,54	1,2079	2.876,34	62,09	-2,97	65,79	1,61
AKSEN	2014	1,14	3,86	1,2238	3.459,74	56,58	9,60	70,45	1,76
AKSEN	2015	-5,35	-28,07	1,1946	4.042,03	57,07	17,84	80,93	2,02
AKSEN	2016	-8,74	-93,66	1,3512	4.152,55	76,54	37,78	90,67	4,76
AEFES	2013	12,76	21,19	1,0136	22.366,98	41,11	112,88	39,81	1,02
AEFES	2014	-1,65	-2,80	1,0804	20.113,81	49,82	8,98	41,21	1,14
AEFES	2015	-0,62	-1,09	0,9370	22.044,09	46,29	1,83	42,96	0,89
AEFES	2016	-0,16	-0,27	0,8428	25.628,56	40,66	2,11	42,19	0,73
BRISA	2013	10,27	25,39	1,5812	1.405,42	105,98	4,60	59,55	2,44
BRISA	2014	11,46	30,80	2,4695	1.625,21	104,20	13,70	62,78	4,95
BRISA	2015	9,23	29,99	1,8306	2.136,04	84,36	6,40	69,21	3,70
BRISA	2016	2,82	14,05	1,4627	2.836,27	62,28	-1,96	79,90	3,30
COLLA	2013	7,17	17,49	2,4575	7.005,78	74,03	35,80	59,01	4,56
COLLA	2014	4,82	10,29	2,3153	7.201,86	83,11	15,40	53,16	3,81
COLLA	2015	1,42	3,06	1,5931	8.945,82	75,16	12,34	53,70	2,28
COLLA	2016	0,21	0,45	1,3312	10.455,95	67,43	4,85	52,21	1,69
DOAS	2013	9,12	20,10	1,0766	2.464,35	267,93	28,65	54,63	1,17
DOAS	2014	8,95	20,47	1,4926	2.827,26	272,09	16,51	56,27	2,13
DOAS	2015	7,60	22,19	1,2667	3.979,90	273,60	41,55	65,76	1,78
DOAS	2016	4,90	21,27	1,1675	4.851,85	245,79	9,51	76,94	1,73
EREGL	2013	6,84	11,03	0,9756	14.034,48	69,69	2,20	37,96	0,96

Sirketler	Yillar	ROA (%)	ROE (%)	Tobin's Q	Aktifler (Milyon TL)	ADH (%)	Net Satis Degisimi (%)	Finansal Kaldirac (%)	PD/DD
EREGL	2014	10,42	16,11	1,3326	15.933,67	72,07	17,42	35,29	1,51
EREGL	2015	6,24	9,27	0,8981	18.634,49	63,94	3,75	32,72	0,85
EREGL	2016	6,65	10,04	1,0985	23.651,28	49,20	-2,33	33,79	1,15
FROTO	2013	10,71	28,68	1,9322	5.991,19	190,36	16,76	62,67	3,50
FROTO	2014	8,22	21,60	2,1980	7.235,39	164,81	4,56	61,93	4,15
FROTO	2015	9,99	27,51	1,8977	8.428,21	198,69	40,43	63,70	3,47
FROTO	2016	10,29	30,20	1,8126	9.286,15	196,95	9,21	65,93	3,39
OTKAR	2013	7,02	35,34	1,7611	1.375,25	101,91	39,53	80,13	4,83
OTKAR	2014	5,89	29,78	2,4873	1.235,55	99,68	-12,12	80,23	8,52
OTKAR	2015	4,95	32,42	2,1900	1.605,06	89,34	16,43	84,72	8,79
OTKAR	2016	3,91	28,70	2,6447	1.784,27	91,61	13,99	86,38	13,08
TSKB	2013	2,20	14,63	0,9988	13.439,22	4,89	7,25	11,57	0,99
TSKB	2014	2,31	15,43	1,0373	16.225,70	5,05	24,70	13,17	1,25
TSKB	2015	1,92	14,75	0,9942	21.366,58	5,14	34,00	10,55	0,96
TSKB	2016	1,75	13,87	0,9907	24.875,49	5,67	28,30	10,51	0,93
THYAO	2013	2,69	9,81	1,0758	25.402,08	73,92	27,20	72,59	1,28
THYAO	2014	5,71	19,87	1,1297	31.875,61	75,79	28,66	71,28	1,45
THYAO	2015	6,28	21,24	0,9183	47.638,00	60,36	19,02	70,42	0,72
THYAO	2016	-0,07	-0,26	0,8314	65.074,00	45,28	2,49	72,49	0,39
ISCTR	2013	1,49	13,93	0,9772	241.619,14	6,15	1,21	8,18	0,79
ISCTR	2014	1,35	11,77	0,9950	275.776,43	6,44	19,52	8,79	0,96
ISCTR	2015	1,15	10,19	0,9509	325.498,97	6,58	20,58	8,15	0,56
ISCTR	2016	1,52	13,62	0,9510	373.820,26	6,70	17,07	7,78	0,56
ULKER	2013	7,19	17,93	2,2008	3.161,95	86,92	17,29	59,89	3,99
ULKER	2014	5,14	21,03	2,1443	4.567,64	63,30	5,20	75,53	5,68
ULKER	2015	6,21	20,07	1,8479	5.201,80	72,93	31,22	69,08	3,74
ULKER	2016	4,38	13,05	1,6657	5.526,19	70,97	3,37	66,44	2,98
VESTL	2013	-1,66	-6,95	0,8536	5.636,81	110,31	-11,54	76,14	0,39
VESTL	2014	1,42	7,60	1,1037	7.321,35	106,09	24,92	81,28	1,55
VESTL	2015	0,73	4,36	1,0150	9.335,95	99,08	19,09	83,14	1,09
VESTL	2016	1,91	10,05	1,0298	9.651,22	98,85	3,14	80,94	1,16
ADEL	2013	23,98	34,78	2,0286	207,07	89,87	16,59	31,04	2,49
ADEL	2014	9,96	18,94	1,8101	282,06	78,48	18,94	47,42	2,54
ADEL	2015	18,83	34,75	1,6807	379,76	66,26	13,67	45,82	2,26
ADEL	2016	5,97	9,65	1,5738	316,00	86,17	8,22	38,14	1,93
DOHOL	2013	-2,19	-4,15	0,7053	7.587,97	43,51	7,65	47,28	0,44
DOHOL	2014	-4,53	-10,71	0,8661	6.877,34	51,52	7,33	57,69	0,68
DOHOL	2015	-2,32	-5,69	0,7918	7.448,44	79,90	67,95	59,16	0,49
DOHOL	2016	-2,99	-7,75	0,8754	7.831,90	99,26	30,64	61,48	0,68
GLYHO	2013	1,78	4,84	0,7779	2.002,34	11,20	56,62	63,30	0,39
GLYHO	2014	-3,03	-10,59	0,8248	2.599,08	12,96	50,29	71,40	0,39
GLYHO	2015	-1,41	-4,98	0,8122	3.438,83	15,10	54,07	71,66	0,34
GLYHO	2016	-3,51	-14,97	0,8460	3.874,54	15,47	15,47	76,56	0,34

Sirketler	Yillar	ROA (%)	ROE (%)	Tobin's Q	Aktifler (Milyon TL)	ADH (%)	Net Satis Degisimi (%)	Finansal Kaldirac (%)	PD/DD
ISGYO	2013	6,96	10,05	0,7753	1.668,72	22,24	215,30	30,72	0,68
ISGYO	2014	4,67	7,16	0,8681	1.859,87	12,59	-36,93	34,86	0,80
ISGYO	2015	13,48	19,92	0,6418	4.125,20	5,38	-5,15	32,35	0,47
ISGYO	2016	8,60	13,30	0,6244	4.887,02	8,28	82,21	35,31	0,42
KORDS	2013	2,16	3,68	0,7169	1.787,36	85,77	2,75	41,33	0,52
KORDS	2014	4,80	8,70	0,8770	1.971,52	86,32	11,02	44,87	0,78
KORDS	2015	5,35	9,57	0,8612	2.174,03	79,79	1,93	44,07	0,75
KORDS	2016	7,00	12,10	0,9185	2.543,67	75,02	10,01	42,14	0,86
NETAS	2013	0,28	0,76	1,0771	777,31	81,24	14,78	62,81	1,21
NETAS	2014	1,31	3,67	1,1218	901,11	82,23	17,34	64,17	1,34
NETAS	2015	2,54	7,85	1,2115	1.352,62	74,60	36,17	67,68	1,65
NETAS	2016	1,36	3,40	1,0729	1.375,49	70,51	-3,88	60,04	1,18
PGSUS	2013	2,52	7,70	1,7323	3.504,54	68,30	24,70	67,29	3,24
PGSUS	2014	4,05	12,34	1,6306	3.534,72	87,18	28,75	67,15	2,92
PGSUS	2015	2,73	7,70	1,0837	4.098,10	85,12	13,19	64,55	1,24
PGSUS	2016	-2,42	-8,68	0,9788	5.618,02	65,99	6,28	72,07	0,92
SISE	2013	3,95	6,86	0,7618	11.482,63	51,85	11,92	42,39	0,59
SISE	2014	3,40	5,80	0,9149	12.349,79	55,68	15,48	41,38	0,85
SISE	2015	5,14	8,47	0,7803	15.662,86	47,34	7,84	39,33	0,64
SISE	2016	5,43	9,18	0,8184	19.152,50	43,97	13,57	40,85	0,69
HALKB	2013	2,02	21,34	1,0112	141.536,28	6,64	2,95	7,27	1,12
HALKB	2014	1,45	14,46	1,0099	157.354,26	7,45	24,79	7,63	1,10
HALKB	2015	1,22	12,15	0,9676	191.001,49	7,32	19,23	7,48	0,68
HALKB	2016	1,07	11,88	0,9592	237.726,27	7,30	24,27	6,88	0,55
TATGD	2013	-1,82	-4,64	1,2037	566,92	122,78	-6,84	60,87	1,52
TATGD	2014	22,63	42,94	1,2922	663,97	123,05	17,38	47,29	1,55
TATGD	2015	10,28	16,09	1,5120	654,58	139,10	11,45	36,10	1,80
TATGD	2016	9,36	14,04	1,4446	691,47	141,89	7,75	33,34	1,67
TKFEN	2013	-1,36	-3,31	0,9854	4.697,42	81,88	-2,60	59,08	0,96
TKFEN	2014	1,17	2,90	1,0295	4.955,48	90,30	16,35	59,72	1,07
TKFEN	2015	3,43	9,26	0,8951	5.626,06	69,11	-13,11	62,94	0,72
TKFEN	2016	4,95	13,88	1,0005	6.668,81	71,04	21,84	64,32	1,00
TTRAK	2013	18,73	37,66	2,4934	1.494,61	145,54	10,20	50,27	4,00
TTRAK	2014	13,64	37,04	2,7745	1.914,05	142,28	25,19	63,17	5,82
TTRAK	2015	12,74	39,45	2,5183	2.016,05	153,89	13,93	67,71	5,70
TTRAK	2016	16,06	52,84	2,3755	2.302,19	149,57	10,99	69,60	5,52
VESBE	2013	3,89	9,74	1,0117	1.352,92	149,95	7,72	60,03	1,03
VESBE	2014	8,47	19,80	1,8967	1.549,44	150,84	15,20	57,24	3,10
VESBE	2015	9,52	22,95	1,8191	1.721,30	146,64	8,00	58,50	2,97
VESBE	2016	14,21	35,33	1,5971	2.287,50	132,77	20,32	59,78	2,48
ZOREN	2013	-4,85	-39,65	0,9602	6.301,62	9,92	8,57	87,77	0,67
ZOREN	2014	-4,52	-42,76	1,1330	4.962,78	16,26	29,11	89,42	2,26
ZOREN	2015	-4,65	-35,08	1,0881	5.678,10	12,49	-12,09	86,76	1,67

Sirketler	Yillar	ROA (%)	ROE (%)	Tobin's Q	Aktifler (Milyon TL)	ADH (%)	Net Satis Degisimi (%)	Finansal Kaldirac (%)	PD/DD
ZOREN	2016	-0,07	-0,97	1,0899	6.841,24	17,46	68,39	93,21	2,32

ÖZGEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı Soyadı : Çağdaş GÜNDÜZ

Doğum Yeri ve Tarihi : Söke / 11.05.1983

EĞİTİM DURUMU

Lisans Öğrenimi : Dokuz Eylül Üniversitesi - İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi - İktisat Bölümü

Yüksek Lisans Öğrenimi : Dokuz Eylül Üniversitesi – Sosyal Bilimler Enstitüsü – İngilizce İşletme Anabilim Dalı - İngilizce İşletme Yönetimi (MBA) Yüksek Lisans Programı

Bildiği Yabancı Diller : İngilizce

BİLİMSEL FAALİYETLERİ

Makaleler

- SCI : Gündüz, G. Ş. ve Gündüz, Ç. (2017). Examining the Perception of Quality and Customer Satisfaction Within the Framework of Total Quality Management in Textile Sector. *Ege University The Journal Of Textile And Apparel*, 27 (2), 101-107.
- Diğer : 1) Gündüz, Ç. ve Gündüz, G. Ş. (2017). Toplam Kalite Yönetiminde İç Müşteri Kavramı: Tekstil Sektörü Üzerine Bir Uygulama. *Sosyal Bilimler Dergisi*, 11 (2), 689-699.
2) Kaderli, Y. ve Gündüz, Ç. (2012). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın Özelleştirilmesinin Muhtemel Sonuçları Üzerine Bir Araştırma. *İzmir SMMMÖ Dayanışma Dergisi*, 115,17-28.

Bildiriler

- Uluslararası : Gündüz, Ç. ve Kalfa, V. R. (2015, Ekim). *Assessment of the Perspectives of Bank Customers on Mobile Banking Applications*. Tam Metin Bildiri, International Conference on Social Sciences and Education Research, Antalya.
- Ulusal : 1) Gündüz, Ç. (2015, Kasım). *Honaz MYO Öğrencilerinin Mobil Bankacılık Algısı Üzerine Bir Araştırma*. Tam Metin Bildiri, Honaz Sempozyumu, Denizli.
2) Kaderli, Y. ve Gündüz, Ç. (Ekim, 2014). *Sürdürülebilirlik ve Firma Performansı: BİST 10 Banka Endeksi Üzerine Bir Uygulama*. Tam Metin Bildiri, 18. Finans Sempozyumu, Denizli, 607-622.

3) Gündüz, Ç. ve Sönmez, F. (Mayıs, 2014). *İşletmelerin Sürdürülebilir Raporlama Konusundaki Yaklaşımlarının Değerlendirilmesi*, 1. Ulusal Meslek Yüksekokulları Sosyal ve Teknik Bilimler Kongresi (MESTEK), Zonguldak, 86-100.

İŞ DENEYİMİ

Çalıştığı Kurumlar ve Yıl :- Adnan Menderes Üniversitesi Söke Meslek Yüksekokulu (2016-devam)
- Pamukkale Üniversitesi Honaz Meslek Yüksekokulu (2015-2016)
- Adnan Menderes Üniversitesi Söke Meslek Yüksekokulu (2011-2015)
- Anadolubank A.Ş. (2011)
- Üniteks Gıda Tekstil Motorlu Araçlar San. ve Tic. A.Ş. (2010)
- Sun Bağımsız Dış Denetim YMM A.Ş. - Exclusive Correspondent of PKF International (2006-2010)

İLETİŞİM

E-posta Adresi :cagdasgunduz35@gmail.com
Telefon : 536 8213978
Tarih : 20.09.2017