



Finansal Sürdürülebilirliğin Değerlendirilmesine Yönelik Bir Model Önerisi*

A Conceptual Model for the Evaluation of Financial Sustainability

İbrahim Can¹ , Refika Bakoğlu² 

Öz

Bu araştırmanın temel amacı işletmelerin finansal sürdürülebilirliğini değerlendirebilmeleri için bir çerçeve sunabilmek ve model önerisi geliştirmektir. Şirketlerin finansal sürdürülebilirlik açısından durumlarını değerlendirmelerine olanak sağlaması için önerilen finansal güvence alanının belirlenmesi ile finansal sürdürülebilirlik değerlendirme modeli geliştirilmiştir. Bu çerçevede yapılan inceleme ve araştırmada, 2008-2017 yılları arasında Borsa İstanbul'un piyasa değerinin % 41,9'unu temsil eden beş büyük şirketin finansal verileri; kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri göstergeler olarak kabul edilmiştir. Şirketler finansal sürdürülebilirlik için ölçme, derecelendirme ve değerlendirme işlemlerine tabi tutulmuştur. Araştırma bulgularında finansal performansı temsil eden üst limitlerin tamamının nakit yaratımı göstergesiyle finansal sürdürülebilirlik güvence alanının oluşmasında etkili olduğu görülmüştür. Sonuç olarak, araştırmada ortaya çıkarılan finansal güvence alanına göre; Koç Holding A.Ş. (KCHOL) 79,45 puan ile ileri düzey, H. Ö. Sabancı Holding A.Ş. (SAHOL) 67,75 puan, Türk Hava Yolları A.O. (THYAO) 61,47 puan ile güçlü düzey, Türkiye İş Bankası A.Ş. (ISCTR) 40,57 puan ve Turkcell İletişim Hiz. A.Ş. (TCELL) 34,20 puan ile sınırlı düzeyde finansal sürdürülebilirlik güvencesi sunduğu derecelendirilmiş ve değerlendirilmiştir.

Anahtar Sözcükler

Kurumsal Yönetim, Finansal Sürdürülebilirlik, Kurumsal Finans ve Yönetişim, Finans, Finansal Modeller ve Uygulamalar

JEL Sınıflandırması: G34, G39, O16, P45, F37

Abstract

The primary aim of this research is to propose a framework and model for the evaluation of financial sustainability. To allow companies' evaluation of financial sustainability, the proposed model identified financial assurance considerations. This scope includes profitability, cash generation, and enterprise value indicators used to measure financial data in the years 2008–2017 for five major companies represented in the Sustainability Index with a combined 41.9% share in the Istanbul Stock Exchange's market value. The findings indicate that the upper limits representing financial performance effectively reflected financial sustainability assurance as an indicator of cash generation, revealing KCHOL, at 79.45 points,

* "Finansal Sürdürülebilirliğin Değerlendirilmesine Yönelik Bir Model Önerisi" başlıklı çalışma İbrahim CAN'ın 10287163 numaralı yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

1 Sorumlu Yazar: İbrahim Can (Finansal Yönetim Danışmanı), Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Yönetim ve Organizasyon, İstanbul, Türkiye. E-posta: ibrahim.can@icanadvisory.com ORCID: 0000-0003-1816-4356

2 Refika Bakoğlu (Prof. Dr.), Marmara Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Yönetim ve Organizasyon, İstanbul, Türkiye. E-posta: refika@marmara.edu.tr, ORCID: 0000-0002-6652-6748

Atf: Can, İ. & Bakoğlu, R. (2021). Finansal sürdürülebilirliğin değerlendirilmesine yönelik bir model önerisi. *Istanbul Management Journal*, 91, 87-107. <http://doi.org/10.26650/imj.2021.91.004>

ranking advanced; SAHOL, at 67.75 points, and THYAO, at 61.47 points, ranking strong; whereas ISCTR, at 40.57 points, and TCELL at 34.20 points, both ranked as limited for financial sustainability assurance and evaluation.

Keywords

Corporate Governance, Financial Sustainability, Corporate Finance and Governance, Finance, Financial Models and Applications

JEL Classification: G34, G39, O16, P45, F37

Extended Summary

Context—Sustainability is development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs (Brundtland Report, 1987). Sustainability is a worldwide hot topic since its origins in the Stockholm Summit (1972) and continued discussion in the Rio Summit (1992), despite the OECD (2004) reporting that minimal progress has been made in improving applications supporting the concept of sustainable growth and the challenges identified through the agenda have not been satisfactorily addressed. Similarly, the UN's Millennium Development Goals that were announced in 2000 were projected to continue to 2015, but then delayed to 2030 with upgraded Sustainable Development Goals (SDG's). According to the International Institute for Sustainable Development (2019), there are 145 global corporations pursuing the 17 SDGs, budgeting 5–7 trillion USD annually. According to authorities and experts researching sustainability within its main social, environmental, and governance dimensions, it is difficult to define indicators and models to measure and report sustainability through business, particularly the financial dimension. Contemporary companies are always asking for more, although the world's natural resources already diminished (OECD, 2004).

Purpose—This study endeavors to identify appropriate sustainable financial performance indicators, limited and relative financial performance measurement, and related assurance areas for establishing long-term financial performance. These characteristics engender the self-efficacy of recovering more of the financial resources used by businesses to create value for all stakeholders and to assure the prevention of financial distress that could threaten financial performance.

Methodology/Approach/Design—The research first examines the concepts related to financial sustainability, such as sustainability, financial performance, economic capital, and financial distress. A unique concept of financial sustainability is then presented in congruence with both the literature and the previously stated purpose of the research. The main approaches to financial sustainability are examined, along with financial performance and financial distress. Previous studies that propose or apply indicators appropriate to the measurement of financial sustainability are examined.

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

Profitability, cash generation, and enterprise value are the indicators used to measure the limited and relative financial performance of the five companies selected with high market value (41.9%) in the Istanbul Stock Exchange (BIST) in January 2019 that have been continuously listed in the BIST Sustainability Index since its establishment.

The financial data of the five companies selected for the research for the period 2008–2017 were obtained from the official Public Disclosure Platform, and the calculations are performed using the previously defined financial performance indicators; namely, profitability (net profit/paid-in capital), cash generation (cash generated in the cash flow statement), and company value (share price x number of shares). The change in these values beginning in 2008 is presented in a table. The highest and lowest values in this table are shown for all three indicators in a separate table and graph.

Findings–The financial sustainability of the companies selected for the research is calculated to assess the limited and relative standing of the companies and financial data in 2008–2017 by the weighted average of all three indicators on a chart using MS Excel. Accordingly, based on the time series beginning in 2008 as 1, which is considered the baseline, the upper limits of the change in the years up to 2017 were associated with financial performance, revealing a trend following a pattern of 1–2, 1–2, 7–1, 3–2, 3–3, 0–3, 3–3, 5–6, 1–7, 5. The lower limits associated with financial distress were observed to be greater than 1 or identified the lowest 1.

The findings reveal all of the upper limits representing financial performance to be effective in the formation of financial sustainability assurance as an indicator of cash generation. The limited and relative financial sustainability assurance of the companies selected for the research were rated, indicating KCHOL, ranking advanced, at 79.45 points; SAHOL, at 67.75 points, and THYAO, at 61.47 points, both ranking strong; and ISCTR, at 40.57 points, and TCELL, at 34.20 points, both ranking as limited for financial sustainability assurance and evaluation. Furthermore, stock prices of the companies are assessed in the years 2017–2021. Accordingly, THYAO stock prices distinctly differ from all other companies. Similar to a previous study of THYAO, the results of indicators vary widely, indicating the potential validity of the initial study's assertion of possible financial difficulties.

Finansal Sürdürülebilirliğin Değerlendirilmesine Yönelik Bir Model Önerisi

Giriş

Sürdürülebilirlik, bugünün gereksinimlerini, gelecek kuşakların gereksinimlerini karşılama yeteneğinden ödün vermeden karşılamadır. Sürdürülebilirlik, dünyanın yaşam destek sistemlerinin kapasiteni aşmayacak şekilde insanların yaşam kalitesini artıran kalkınmadır. Bu kalkınma sürecinde büyük bir pay ve önemli bir rol işletmelere yüklenmiştir. İşletmelerin üretim ve ticaret faaliyetlerine aracılık eden finans aynı zamanda işletmenin sürdürülebilirliği için vazgeçilmez önemi olan varlık ve kaynaktır. Ancak tüm bu sürecin daha iyi açıklanması; işletme yönetiminde karar alma ve uygulama boyutlarının aydınlatılması için nicel ve nitel boyutlarda daha fazla araştırmaya ihtiyaç duyulması bu çalışmanın temel motivasyonu olmuştur. Araştırmanın temel amacı finansal sürdürülebilirlik göstergeleri, ölçümü, güvencesi, derecelendirmesi, değerlendirmesi için bir model önerisi sunmaktır. Araştırmanın soruları üç madde olarak sunulmuştur. Finansal sürdürülebilirlik için; (1) tanım nedir, (2) göstergeler nelerdir ve (3) ölçüm, güvence, derecelendirme ve değerlendirmesi için bir model önerisi nasıl olabilir?

Buna göre, finansal sürdürülebilirlik göstergeleri; kârlılık (net kar / ödenmiş sermaye), nakit yaratımı (IAS 7, yaratılan net nakit) ve şirket değeri (pay fiyatı x pay sayısı) olarak önerilmiştir. Bu göstergeler üzerinden Borsa İstanbul piyasa değerinin % 41,9'unu temsil eden 5 büyük şirketin finansal sürdürülebilirliği hakkında ölçme, derecelendirme ve değerlendirme çalışması gerçekleştirilmiştir. Bu bulgular ışığında söz konusu şirketlerin finansal performanslarının oluşturduğu sınırlı ve göreceli finansal sürdürülebilirlik güvence alanına ulaşılmıştır. Sonuç olarak, araştırmada ortaya çıkarılan finansal güvence alanına göre; Koç Holding A.Ş. (KCHOL) 79,45 puan ile ileri düzey, H. Ö. Sabancı Holding A.Ş. (SAHOL) 67,75 puan, Türk Hava Yolları A.O. (THYAO) 61,47 puan ile güçlü düzey, Türkiye İş Bankası A.Ş. (ISCTR) 40,57 puan ve Turkcell İletişim Hiz. A.Ş. (TCELL) 34,20 puan ile sınırlı düzeyde finansal sürdürülebilirlik güvencesi sunduğu derecelendirilmiş ve değerlendirilmiştir.

Literatür İncelemesi

Borsa İstanbul (BIST), Sürdürülebilirlik Endeksi (SE) üzerinden şirketlerin finansal performansını inceleyen dört farklı çalışma incelenerek araştırmada çeşitlilik sağlanacaktır.

Literatür ile paralel şekilde borsada işlem gören şirketlerin finansal performanslarının hisse senetlerinin fiyatlarına yansımadağı görülmüştür. Korelasyon analizi sonuçlarına göre finansal performans ve hisse senedi getirisi arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin bulunmadığı ileri sürülmüştür (Ünal ve Yüksel, 2017).

Şirketlerin kurumsal yönetim uyum raporlarında açıklanan notlar ile finansal verileri üzerinden likidite, finansal yapı, faaliyet ve kârlılık oranları incelendiğinde sürdürülebilirlik ilkelerine ve göstergelerine uyum sürecinde yatırımcılarda güven olduğu ileri sürülmüştür. Ayrıca dolaylı olarak kârlılık ve marka değerinde artış olduğu ve sonuç olarak finansal performansın arttığı ortaya koyulmuştur (Akyüz ve Yeşil, 2017).

BIST SE içinde yer alan tüm şirketlerin 2011-2016 yıllarında yayımladıkları sürdürülebilirlik raporları ve faaliyet raporlarında yer alan kurumsal sosyal sorumluluk açıklamalarının¹ finansal performansa² etkisi incelendiğinde pozitif ilişki tespit edilmiştir (Taşdemir ve Tanç, 2017).

BIST SE performansı BIST100 Endeksi ile kıyaslanarak incelendiğinde yatırımcıların kişisel değerlerini ifade eden Sosyal Sorumlu Yatırım (SRI / *Socially Responsible Investing*) anlayışının Türkiye’de henüz olgunlaşma aşamasının başında olan yeni bir kavram olması ile finansal performans bakımından teşvik edici bir etki taşımadığı ortaya koyulmuştur (Gök ve Özdemir, 2017).

Finansal Sürdürülebilirlik Kavramı ve Göstergeleri

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

Finansal sürdürülebilirlik, bir işletmenin tüm paydaşlarına değer yaratmada kullandığı finansal kaynaklarından daha fazlasını geri kazanma öz yeterliliği sağlayan uzun vadeli finansal performans ve bunu tehdit eden finansal sıkıntıların önlenme güvencesidir (Can, 2019).

Finansal performans çeşitli boyutlarda şöyle tanımlanmıştır. Mitchell, vd.’ye (2007) göre sürdürülebilirliğin ekonomik boyutuyla ilgili eylemler şirketlerin finansal performansı ile sınırlıdır. Suggett ve Goodsir’e (2002) göre, finansal performans, bir şirketin yıllık finansal raporunda geleneksel olarak bildirilen konuları kapsar.

Finansal sıkıntı çeşitli boyutlarda şöyle tanımlanmıştır. Beaver ve diğerlerine (2010, s. 10) göre bir işletmenin borçlarını geri ödeyememe olasılığıdır. Kuo ve diğerlerine (2003) göre fatura veya çeklerin itibarsızlaşması, banka kredilerinin geri ödemelerinin gecikmesi, düşük kredi derecelendirme geçmişine sahip olunması, banka hesaplarının reddedilmesi veya öz varlık değeri net aktif değerinin yarısından daha düşük değere

1 Göstergeler: müşteri, paydaş, risk yönetimi, sürdürülebilirlik, toplum, yenilik, çevre, çalışan.

2 Göstergeler: kârlılık oranları, likidite oranları, mali yapı oranları ve faaliyet oranları.

sahip bir şirketin durumudur. Wu'ya (2004) göre halka açık bir şirket bağlamında; işletme sermayesi güçlüğü yaşayan veya yasal olarak payların özel bir düzenlemeye tabi olması (örneğin, gözaltı pazarı) durumunun yaşanmasıdır. Finansal olarak sıkıntılı bir işletme genellikle iflas başvurusunda bulunan bir işletme olarak (Beaver, 1966-1968; Altman, 1968-1977; Ohlson, 1980) ifade edilmiştir.

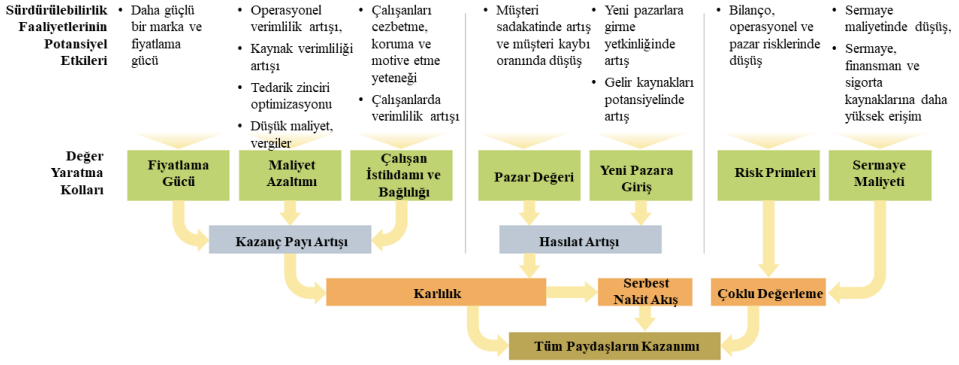
Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri çeşitli boyutlarda şöyle belirlenmiştir. Marwa ve Aziakpono'na (2015) göre, finansal sürdürülebilirlik şirketler için bir performans göstergesidir. Hahn ve Figge (2011) ile Endrikat, Guenther ve Hoppe (2014) tarafından ileri sürülen tanımlamaya göre, küresel kabul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

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

Finansal sürdürülebilirlik kavramının iki boyutunu oluşturan yaklaşımlar, finansal performans ve finansal sıkıntı için ölçüm ve değerlendirmeye en uygun göstergeler meta analiz yöntemi tespit edilebilir. Araştırmada Alshehhi (2017) tarafından gerçekleştirilen meta analizde 1982 – 2017 yılları arasındaki 132 araştırmanın % 78'i ile olumlu yönde kanıtlanan bulgular ile yetinilmemiştir. Buna ilaveten bir de 1946 – 2019 yılları arasında gerçekleştirilen 54 araştırma incelenerek bir değerlendirmede bulunulmuştur. Her iki meta analiz çalışması sonucunda finansal sürdürülebilirlik için en uygun göstergeler kârlılık (net kâr / ödenmiş sermaye), nakit yaratımı (IAS 7, yaratılan net nakit) ve şirket değeri (pay fiyatı x pay sayısı) olarak önerilmiştir.

Söz konusu göstergeler önemli bir araştırmada da öne çıkarılmıştır. MIT Sloan Management akademisyenleri tarafından küresel ölçekte büyük şirketlerin³ toplam 1.500'den fazla yönetici ve başkanlarının (CEO) katılımı ile bir anket çalışması gerçekleştirilmiştir. Araştırma bulgularına göre; ankete katılan sürdürülebilirlik uzmanlarının çoğu sürdürülebilirlikle ilişkili çeşitli yatırımlara zorlayıcı işletme vakalarının şirketlerinde gerçekleştiğini beyan etmiştir. Öte yandan ankete katılanlar yeni yöneticilik yetkinliklerinin gerektiğine işaret etmiş, sürdürülebilirliğin, zaman geçtikçe işletme yönetimi ve stratejisi için daha önemli hale gelmesinin ve eyleme geçmeme risklerinin artmasını beklediklerini ileri sürmüştür (Berns vd., 2009). Söz konusu araştırma ile ortaya koyulan sürdürülebilirliğin şirketlerde değer yaratımına etkisi ve çok boyutlu yönetim süreci faaliyetlerinin sonuçları Şekil 1'de gösterilmiştir.

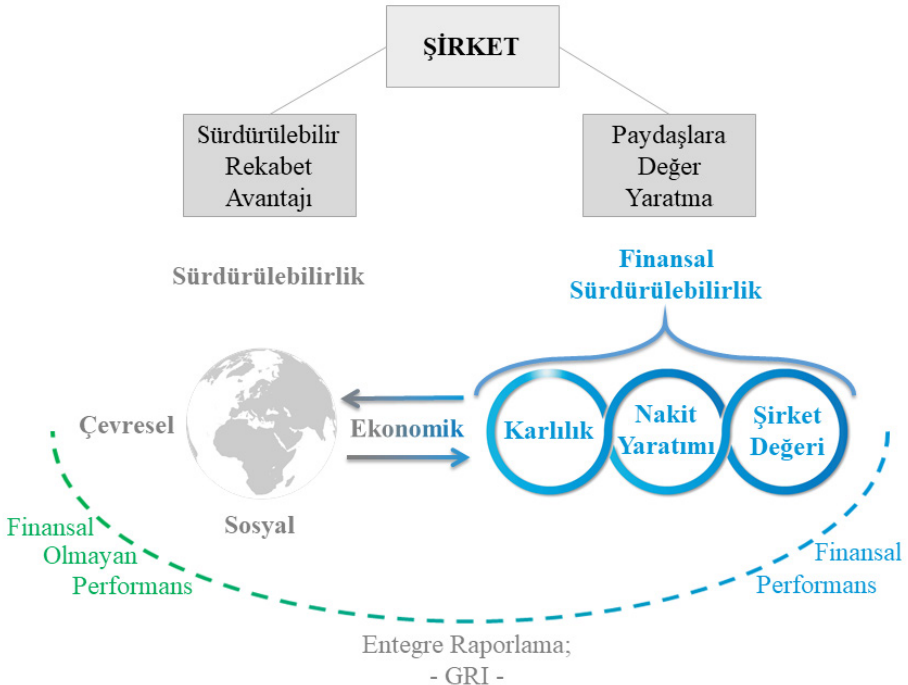
3 General Electric, Unilever, Nike, Royal Dutch, Shell, Interface ve BP ilk başta sayılabilir.



Şekil 1: Sürdürülebilirlik Şirketlerde Değer Yaratımını Nasıl Etkiler (Berns vd., 2009)

Şirketlerin sürdürülebilirlik faaliyetlerinin potansiyel etkileri kârlılık, serbest nakit akış ve çoklu değerlendirme üzerinden finansal katma değer yaratmaktadır. Bu çalışma ile önerilen göstergeler ile Şekil 1’de sunulan sonuçlar birbirini desteklemektedir. Söz konusu göstergeler ile ölçülen finansal katma değer tüm paydaşların kazanımına sunulur.

Bu bağlamda finansal sürdürülebilirlik araştırmasında sunulan yaklaşımlar bir bütün olarak değerlendirildiğinde ulaşılabilecek finansal sürdürülebilirlik modeli Şekil 2 ile sunulmuştur.



Şekil 2: Finansal Sürdürülebilirlik Kavramı (Can, 2019)

Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi Şirketleri Üzerine Bir Araştırma

Yöntem

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

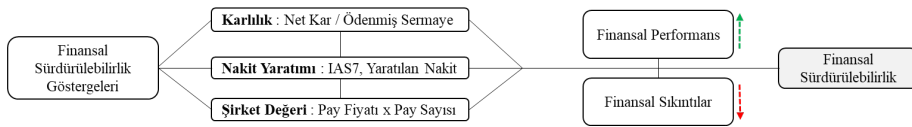
Araştırmanın kapsamını BIST SE dahilinde işlem gören şirketler⁴ oluşturmaktadır. Her ne kadar BIST SE dahilinde 50 şirket olsa da Ocak/2019’da BIST piyasa değeri göz önüne alındığında yüksek şirket değerine (%41,9) sahip olan ve BIST SE kurulduğundan günümüze aralıksız endekste işlem gören beş şirket araştırmanın örneğine dâhil edilmiştir. Buna göre örnekleme oluşturan şirketler Tablo 1 ile sunulmaktadır.

Tablo 1

Araştırmanın Örnekleminde Bulunan Şirketler

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

Araştırmanın değişkenleri Şekil 3 ile açıklanmıştır. Buna göre finansal sürdürülebilirlik ölçümü için kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri göstergeleri önerilmiştir. Bu değişkenlerin finansal performans veya finansal sıkıntılar değişkenleri üzerinden finansal sürdürülebilirlik ile ilişkili olduğu ileri sürülmüştür.



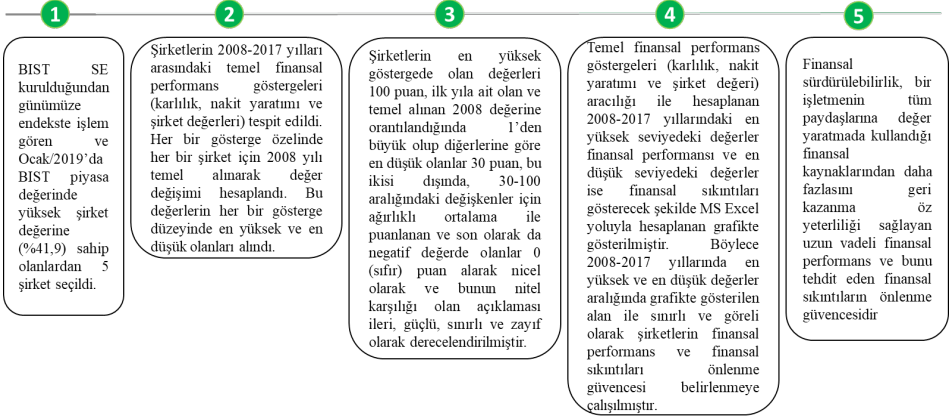
Şekil 3: Araştırmanın Değişkenleri

Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri ile gerçekleştirilen analizlerin sonucunda kârlılık, nakit yaratımı ve şirket değeri değişkenleri ile ilişkili olarak; her bir göstergeye ilişkin oran analizleri zaman içinde pozitif eğilim gösterirse finansal sürdürülebilirliğin olumlu boyutu olan finansal performans söz konusudur. Aynı şekilde; oran analizleri zaman içinde başlangıç değerini kaybeder ve nihayetinde sıfırın altında bir değere

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

gerilirse bu durumda finansal sürdürülebilirliğin olumsuz boyutu olan finansal sıkıntılar söz konusudur.

Araştırma verileri ekte (bkz. Ek 1, Ek 2 ve Ek 3) sunulmuştur. Bu verilerin analizi üzerinden elde edilen bulgular Tablo 3 ve Tablo 4 üzerinden özetlenmiştir. Araştırmanın tasarımı ise Şekil 4 ile sunulmuştur.



Şekil 4: Araştırma Tasarımı

Araştırmanın sınırlıkları, örnekleme alınan şirketlerin 2008 – 2017 yılları arasındaki on yıllık döneme ilişkin sınırlı ve görel finansal performanslarının dokuz açıdan analizini içermektedir. Ayrıca her birinin eşit ağırlıkta etkileyeceği varsayımı ile üç boyutlu finansal sürdürülebilirlik göstergeleri, ölçümü ve güvencesi üzerine derecelendirme ve değerlendirme çalışmalarıdır. Araştırmanın sınırlılıkları ile ilgili 2008 – 2017 yıllarına ilişkin tarih aralığı alınmasında etkileri 2008 yılına kadar uzanan 2001 yılında gerçekleşen küresel ekonomik kriz belirleyici olmuştur.

Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri ile ölçme ve değerlendirme çalışmaları için Tablo 2 ile gösterilen analitik çerçeve ve uluslararası standartlara uyarılma yolu izlenmiştir.

Tablo 2

Analitik Çerçeve ve Uluslararası Standartlara Uyarılma

3 Boyut	9 Açıdan Analiz	4 Seviyeli Performans
Karlılık	Net Kâr, Satışlar	100 ▶
	Satışların Maliyeti	70 ▶
	Yönetim Giderleri	50 ▶
Nakit Yaratımı	Nakit Akışı,	30 ▶
	Yaratılan Nakit	0 ▶
Şirket Değeri	Ödenmiş Sermaye	100 ▶
	Aktif Büyüklüğü	70 ▶
	Şirket Değeri	50 ▶

Araştırmada seçilen şirketler dokuz açıdan; net kâr, satışlar, satışların maliyeti⁵, yönetim giderleri⁶, nakit akış, yaratılan nakit, ödenmiş sermaye, ve aktif büyüklüğü (şirketin piyasa değeri⁷, fiyat kazanç oranı⁸) analiz edilerek değerlendirilmiştir.

Bulgular ve Değerlendirme

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

Araştırmadaki şirketlerin ilgili göstergeleri için 2008 yılı verilerinin temel alındığı ve 2017 yılına kadar değişimi ifade eden eğilime esas oran analizi Tablo 3 ile sunulmuştur.

Tablo 3

Şirketlerin Finansal Verilerinin 2008-2017 Yıllarında Değişimi

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

Tablo 3 ile sunulan verilerin her üç gösterge için en yüksek ve en düşük değerleri Tablo 4 ile sunulmuştur.

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

6 Pazarlama, satış ve dağıtım gideri ile genel yönetim giderleri

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

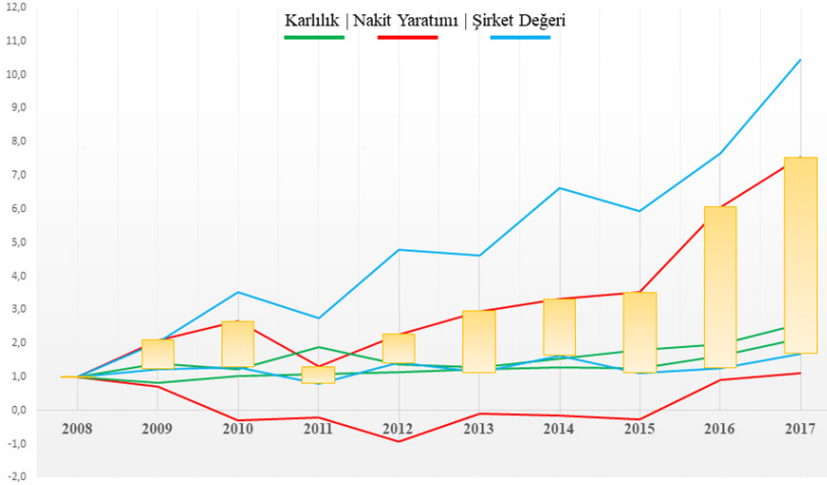
8 Fiyat Kazanç Oranı = Pay Fiyatı / Pay Başına Kâr

Tablo 4

Finansal Verilerin Değişiminde En Yüksek ve En Düşük Seviyeler

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

Bir sonraki aşamada ise Tablo 4 ile gösterilen en yüksek ve en düşük değerler her üç göstergeye ilişkin bulgular çizgilerle ve bunların ağırlıklı ortalamaları sütunlarla gösterilerek Grafik 1 ile sunulmuştur.



Grafik 1: Şirketlerin Finansal Performans Eğilimleri

Grafik 1'de sunulan üç göstergenin üst limitleri logaritmik ölççek değerleri olarak Tablo 5 ile gösterilmiştir.

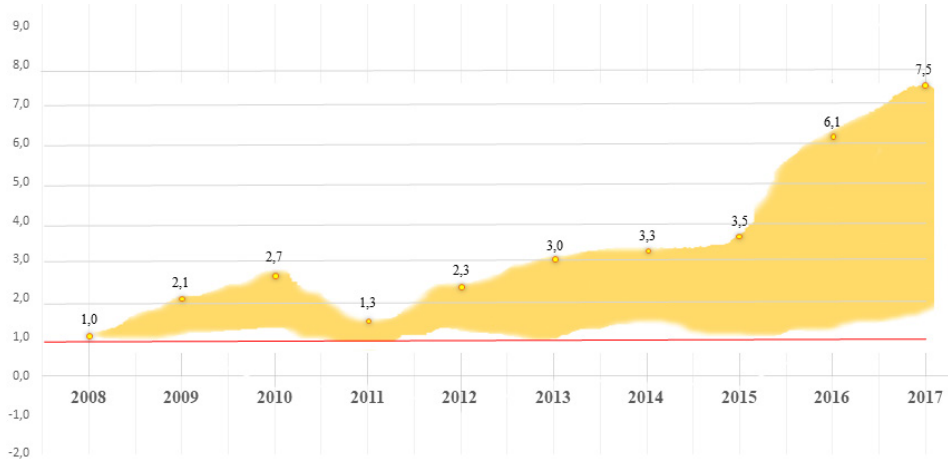
Tablo 5

Veri Seti Üst Limit Log Değerleri

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

Şirketlerin finansal performans eğilimlerinin sunulduğu Grafik 1'de 2011 yılında AB'yi etkisi altına alan Euro (€) krizinin yansımaları olarak genel finansal bozulmanın olası etkisi dışında diğer tüm dönemler için yükselen bir eğilim görülmektedir. Gerek büyüme oranları gerekse her üç gösterge için en yüksek ve en düşük seviyeler arasındaki makas sırasıyla en çok şirket değeri, nakit yaratımı ve kârlılık üzerinde etkili olmuştur.

Grafik 1'deki sarı sütunlar her üç gösterge için en yüksek ve en düşük değerleri gösteren çizgilerin arasında ağırlıklı ortalama ile oluşmuştur. Buna göre oluşturulan sınırlı ve görece finansal sürdürülebilirlik güvence alanı Grafik 2 ile gösterilmiştir.

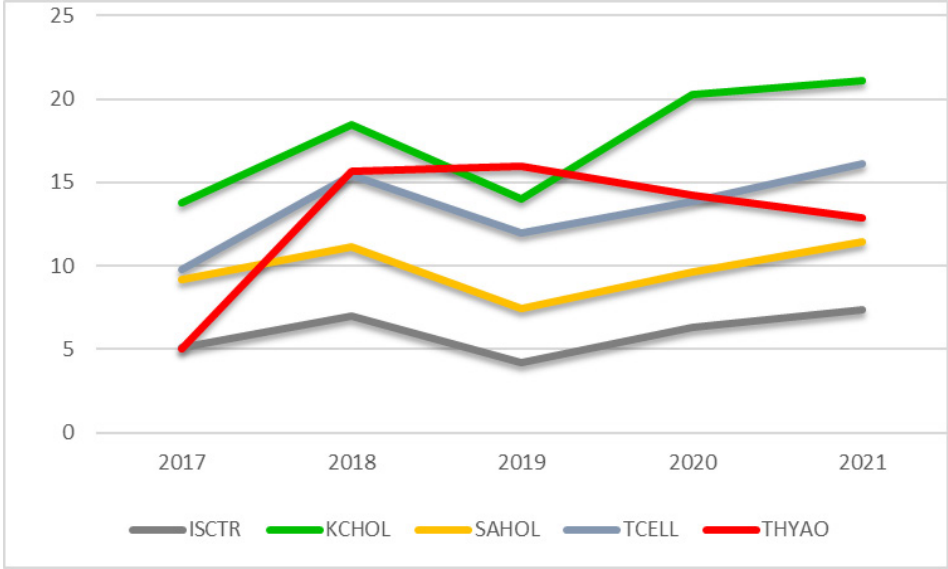


Grafik 2: Sınırlı ve Görece Finansal Sürdürülebilirlik Güvence Alanı

Finansal sürdürülebilirlik güvence alanı ikili yaklaşım ile değerlendirilen finansal sürdürülebilirliğin üst limitleri; finansal performans ve alt limitleri; finansal sıkıntı arasında kalan bölgeyi ifade etmektedir. 2008 yılının temel kabul edilerek “1” olarak gösterilmesinden 2017 yılına kadar uzanan üst limitler veya finansal performans sırasıyla 1 – 2,1 – 2,7 – 1,3 – 2,3 – 3,0 – 3,3 – 3,5 – 6,1 – 7,5 olarak gözlenmiştir. Bu yaklaşıma göre alt limitler “1” ve üzeri değerlerde gözlenmiştir. Alt limitlerin “<1” (birden küçük) değerlerde ilerlemesi finansal sıkıntılara yaklaştığı anlamına geldiğinden beklenen değerler “1” ve üzeri seviyelerdedir.

Grafik 1 ile görülen bulgulara göre, şirketler üç gösterge arasında en kötü performansı (negatif seviyelerde) nakit yaratımı ile ortaya koymuştur. Buna karşın şirket değerlerinin (hisse senedi fiyatlarının) oldukça yükseldiği görülmüştür. Literatürde hisse senetlerinin fiyatı ile çeşitli kârlılık değişkenlerini analiz ederek aralarında doğrusal ilişki olduğunu ileri sürenler (Aktas, 2009; Güngör ve Kaygin, 2015; Kaya ve Öztürk, 2015; Cengiz ve Püskül, 2016) mevcuttur. Ancak bu değişkenler arasında ters yönlü ilişki olduğu ya da anlamlı bir ilişkinin olmadığını ileri sürenler (Ünal ve Yüksel, 2017; Çalış ve Sakarya, 2020) de vardır. Bu çalışmada finansal sürdürülebilirlik için meta analizlere (Alshehhi, 2017 ve Can, 2019) dayanılarak seçilen her üç göstergenin de etkisi ve önemi açık şekilde Grafik 1 ile görülmektedir. Şirketlerin finansal sürdürülebilirlik ölçümünde kârlılık ve şirket değeri göstergeleri ile birlikte nakit yaratımı göstergesinin de değerlendirmeye alınması gerekmektedir. Bunun daha iyi anlaşılabilmesi için başka bir gözleme daha yer verilmiştir. Bu çalışmada esas alınan 2008 – 2017 yıllarına ait şirket değerleri 2017 – 2021 yıllarını içerecek şekilde güncel verilerle desteklenerek

Grafik 3 ile sunulmuştur.








Grafik 3: 2017 – 2021 Yıllarında Şirketlerin Hisse Senedi Fiyatları (Borsa İstanbul, 2021)

Grafik 3 ile görüldüğü üzere Türk Hava Yolları A. O. (THYAO) diğer dört şirketin izlediği eğilimden belirgin bir şekilde ayrılmaktadır. THYOA, 2018 yılında diğerleri ile aynı yönlü ancak çok yüksek seviyede artış, 2019 yılında diğer tüm şirketler düşüş eğiliminde iken onlara ters yönlü olarak küçük bir yükseliş, 2020 ve 2021 yıllarında diğer tüm şirketler yükseliş eğiliminde iken onlara ters yönlü olarak düşüş eğiliminde görülmüştür.

Grafik 3 ile görülen THYAO hisse senedi fiyatlarının 2017 – 2021 yıllarında diğer tüm şirketlerden belirgin bir biçimde ayrışması ile Tablo 6'da görülen 2008 – 2017 yıllarına ilişkin THYAO derecelendirmesinde kârlılık ile diğer göstergeler arasında açılan makas farkı dikkat çekicidir. Buna göre Tablo 6'da THYAO için kârlılık 4,4 ve nakit yaratımı ile şirket değeri 90 olarak diğer tüm şirketlerden belirgin bir biçimde ayrılmaktadır.

Tablo 6

Şirketlerin Sınırlı ve Görelî Finansal Performans Derecelendirmesi

	Kârlılık	50,9	79,4	İleri
	Nakit Yaratımı	94,2		
	Şirket Değeri	93,3		
	Kârlılık	87,5	67,8	Güçlü
	Nakit Yaratımı	45,7		
	Şirket Değeri	70,1		
	Kârlılık	4,4	61,5	Güçlü
	Nakit Yaratımı	90,0		
	Şirket Değeri	90,0		
	Kârlılık	67,2	40,6	Sınırlı
	Nakit Yaratımı	18,0		
	Şirket Değeri	36,5		
	Kârlılık	11,1	34,2	Sınırlı
	Nakit Yaratımı	50,2		
	Şirket Değeri	41,3		

Tablo 6’da şirketlerin 2008-2017 yıllarına ilişkin sınırlı ve görelî finansal performans derecelendirmesi sunulmuştur. Araştırmada seçilen şirketlerin her bir gösterge ve yıl için en yüksek değerlere ulaşanlar 100 puan almıştır. İlk yıl olan 2008 için temel alınan değere orantılandığında 1’den büyük olup diğerlerine göre en düşük olanlar 30 puan almıştır. Bu iki puanlama dışında, 30-100 aralığındaki değişkenler için ağırlıklı ortalama ile puanlanan ve son olarak da negatif değerde olanlar 0 (sıfır) puan almıştır. Bu nicel açıklamaların nitel karşılığı olarak da ileri, güçlü, sınırlı ve zayıf olarak derecelendirilmiştir.

Araştırmada ortaya çıkarılan finansal güvence alanına göre; KCHOL: 79,45 puan ile ileri düzey, SAHOL: 67,75 puan, THYAO: 61,47 puan ile güçlü düzey, ISCTR: 40,57 puan ve TCELL: 34,20 puan ile sınırlı düzeyde finansal sürdürülebilirlik güvence alanında olduğu gözlenmiştir.

THYAO her ne kadar 64,47 puan ile güçlü düzeyde derecelendirilse de 90,0 puan alan nakit yaratımı ve şirket değeri karşısında 4,4 puan alan kârlılık performansı ile finansal sıkıntı tehdidine karşı finansal yönetim danışmanlığı ile desteklenmesinin tavsiye olarak sunulabilir.

TCELL: 34,20 puan ile sınırlı düzeyde değerlendirilmiş ve nakit yaratımı 50,2 puan, şirket değeri 41,3 puan almış ancak kârlılık 11,1 puan ile THYAO sonrası finansal sıkıntı tehdidinde en yakın ikinci şirket olarak gözlenmiş ve THYAO ile benzer şekilde finansal yönetim danışmanlığı ile desteklenmesi tavsiye olarak sunulabilir.

Tablo 6'da sunulan bulgular değerlendirildiğinde, şirketlerin her üç gösterge için de mümkün olduğunca yüksek sonuçlara ulaşması finansal sürdürülebilirlik açısından olumlu bir beklenti olduğu söylenebilir. Ancak THYAO için görüldüğü üzere; bir şirket her üç göstergenin en az birinde diğer göstergelerden belirgin bir biçimde düşük sonuçlara ulaşıyor ve diğer tüm şirketler ile kıyaslandığında daha kötü bir durum söz konusu ise bu durum finansal sürdürülebilirlik için olumsuz değerlendirilebilir. Böyle bir olumsuz durumu yaşayan şirket sonraki yıllarda hisse senedi fiyatlarında BIST piyasa koşulları ile benzer tepkileri veren diğer şirketlerden belirgin bir biçimde ayrışabilir. Bu da yüksek riske veya oynaklığa işaret edebilir.

Örgütlerin bağlı oldukları diğer örgütler tarafından uygulanan baskılar veya toplumdaki kültürel beklentileri nedeni ile zorlayıcı kurumsal eşçiçimlilik (DiMaggio ve Powell, 1983, s. 150) söz konusu olur. Bunun halka açık şirketlere yansımaları ise finans piyasalarındaki rekabet ve yatırımcıların finansal performans beklentileri olabilir. Bunun bir gereği olarak payları borsada işlem gören şirketlerin (en azından aynı endekte veya pazarda olanlar) rakibi olan diğerleri ile finansal performans bakımından da benzerlik göstermesi beklenebilir.

Sonuç

Bu çalışmada sürdürülebilirlik kavramına işletme penceresinden bakılarak finansal sürdürülebilirlik kavramı, göstergeleri ölçümü, güvencesi, derecelendirmesi, değerlendirmesi için bir model önerisi araştırılarak çeşitli sonuçlara ulaşılmıştır:

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

Finansal sürdürülebilirlik göstergeleri; kârlılık (net kâr / ödenmiş sermaye), nakit yaratımı (IAS 7, yaratılan net nakit) ve şirket değeri (pay fiyatı x pay sayısı) olarak önerilmiş ve şirketlerin değerlendirilmesinde kullanılmıştır.

Finansal sürdürülebilirlik iki boyutlu olarak; finansal performans ve finansal sıkıntı değerlendirmesinde her üç göstergenin birlikte kullanımı ile geçmişin analizi ve geleceğin öngörüsü için şirketlere finansal yönetim aracı olarak tavsiye edilir. Ancak geleceğe ilişkin tahminlerde makroekonomik dinamiklerin kıyaslanacak dönem ile benzer olması varsayımı ihmal edilmemelidir.

Araştırmada seçilen beş şirket için 2008-2017 yıllarına ait verilerin finansal sürdürülebilirlik göstergeleri ile analiz edilmesi üzerine sınırlı ve göreceli finansal sürdürülebilirlik güvence alanı oluşturulmuştur. Buna göre; KCHOL: 79,45 puan ile ileri düzeyde, SAHOL: 67,75 puan, THYAO: 61,47 puan ile güçlü düzeyde, ISCTR: 40,57 puan ve TCELL: 34,20 puan ile sınırlı düzeyde finansal sürdürülebilirlik güvence alanında olduğu gözlenmiştir. Araştırmada seçilen beş şirketin 2017 – 2021 yıllarına ilişkin hisse senedi fiyatları da bir güncelleme ve kontrol olarak gözlenmiştir. Buna göre THYAO hisse senedi fiyatları diğer tüm şirketlerden belirgin bir biçimde ayrılmaktadır. Bu durum ilk çalışmada THYAO için görülen kârlılık ve diğer göstergeler arasındaki farkın diğer tüm şirketlerden belirgin bir biçimde ayrışması ile benzerlik göstermektedir. Sonuç olarak gelecekte finansal sıkıntılar yaşama ihtimaline dikkat çekilen ilk çalışmanın sınırlı ve göreceli olarak geçerli olabileceği görülmüştür.

Bu çalışmada finansal sürdürülebilirliğin değerlendirilmesine yönelik sunulan model Sermaye Piyasası Kurulu (SPK, 2020) tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim Tebliği ile Sürdürülebilirlik İlkeleri Uyum Çerçevesi kapsamında şirketler için faydalı olabilir. SPK Tebliği'ne göre, şirketler bağımsız yönetim danışmanlarına (sürdürülebilirlik güvence sağlayıcılarına) sürdürülebilirlik konusundaki ölçme, değerlendirme ve derecelendirme çalışmalarını doğrulattığı takdirde, sürdürülebilirlik performans ölçümlerini kamuya açıklar ve söz konusu doğrulama işlemlerinin artırılması yönünde gayret gösterir.

Bahsi geçen doğrulama işlemlerinin artırılması için yönetim danışmanları ve araştırmacıların iş birliğinde bulunması ve gelecekteki araştırmalarda finansal sürdürülebilirlik üzerine daha çok ampirik çalışma geliştirmesi tavsiye edilir. Bu sayede iflase varan finansal sıkıntılar önlenerek sürdürülebilir kalkınmanın desteklenmesi sağlanabilir.

Hakem Değerlendirmesi: Dış bağımsız.

Çıkar Çatışması: Yazarlar çıkar çatışması bildirmemiştir.

Finansal Destek: Yazarlar bu çalışma için finansal destek almadığını beyan etmiştir.

Peer-review: Externally peer-reviewed.

Conflict of Interest: The authors have no conflict of interest to declare.

Grant Support: The authors declared that this study has received no financial support.

Kaynakça/References

- Adams, C. (2015). *“Sustainability and the Company of the Future”*, Reinventing the Company in the Digital Age.
- Akyüz, F., & Yeşil, T. (2017). *BIST Sürdürülebilirlik Endeksine Kayıtlı Üretim Sektöründe Faaliyet Gösteren Şirketlerin Finansal Performanslarının İncelenmesi. Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi (AKAD)*, 9(16), 61-78.

- Aktas, M. (2009). *İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirileri İle İlişkili Olan Finansal Oranların Araştırılması*. *Journal Of The School Of Business Administration, Istanbul University*, 37(2), 137-150.
- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2017). "The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential"
- Beaver, W. H. (1966). "Financial Ratios As Predictors of Bankruptcy." *J. Account. Res.* 1966, 4, 71-102.
- Beaver, W. H. (1968) *Market Prices, Financial Ratios, And The Prediction of Failure*. *J. Account. Res.*, 8, 179-192.
- Beaver, W. H., Correia, M. & McNichols, M. F. (2010). *Financial Statement Analysis and the Prediction of Financial Distress, Foundation and Trends in Accounting*, vol. 5, no 2, pp 99-173
- Beloff B., Lines M. & Tanzil, D.E. (2005). "Transforming Sustainability Strategy into Action: the Chemical Industry". Wiley-Interscience
- Berns, M., Townend, A., Khayat Z., Balagopal, B., Reeves, M., Hopkins, M. & Kruschwitz, N. (2009). "The Business of Sustainability: Results and Insights from the First Annual MIT Sloan Management Review Global Sustainability Survey" (How Sustainability Affects Value Creation, p.24).
- Borsa İstanbul (2021). <https://datastore.borsaistanbul.com/> Erişim: 30.01.2021
- Boulouta, I. & Pitelis, C. (2013). "Who Needs CSR? The Impact of Corporate Social Responsibility on National Competitiveness", *Journal of Business Ethics* 119, February 2013
- Brundtland Report (1987). World Commission on Environment and Development (WCED), UN General Assembly, UN Conference on Environment and Development.
- Can, I. (2019). Finansal Sürdürülebilirlik Göstergeleri Ve Değerlendirilmesi: Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Fakültesi, Sürdürülebilir Büyüme ve Kalite Yönetimi Bilim Dalı
- Cengiz, H. ve Püskül, A. S. Ö. (2016). Hisse Senedi Getirileri ve Kârlılık Arasındaki İlişki: Borsa İstanbul Endeksinde İşlem Gören İşletmelerin Analizi. *Yalova Sosyal Bilimler Dergisi*, Yıl:7 Sayı:12
- Çalış, N. ve Sakarya, Ş. (2020). Finansal Performans ve Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BİST Bankacılık Endeksi Üzerine Bir İnceleme" *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi* · Sayı 2, Cilt 9.
- DiMaggio, P.J. & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*, Vol. 48, No. 2, 147-160.
- Endrikat, J., Guenther, E. & Hoppe, H. (2014). *Making Sense Of Conflicting Empirical Findings: A Meta-Analytic Review of The Relationship Between Corporate Environmental And Financial Performance*. *Eur. Manag. J.* 32, 735-751. (çapraz atıf)
- Gök, İ. Y., & Özdemir, O. (2017). *Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksinin Performans Karakteristiği*. *Sosyoekonomi*, 25(34), 87-105
- Güngör, B., & Kaygin, C. Y. (2015). *Dinamik Panel Veri Analizi ile Hisse Senedi Fiyatını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi*. *Kafkas University. Faculty of Economics and Administrative Sciences. Journal*, 6(9), 149.
- Hahn, T. & Figge, F. (2011). *Beyond the Bounded Instrumentality in Current Corporate Sustainability Research: Toward an Inclusive Notion of Profitability*. *J. Bus. Ethics* 104, 325-345. (çapraz atıf)

- Hunt, S.D. (2011). "Sustainable Marketing, Equity And Economic Growth: A Resource-Advantage, Economic Freedom Approach", *Journal of the Academy of Marketing Science*, 39, 7-20
- IISD, (2019) International Institute for Sustainable Development Çevrimiçi: www.iisd.org/blog/geneva-sustainable-finance Erişim: 09.10.2020
- Kaya, A. & Öztürk, M. (2015). "Muhasebe Kârları İle Hisse Senedi Fiyatları Arasındaki İlişki: BİST Firmaları Üzerine Bir Uygulama" *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı 67.
- Klassen, D. R. & McLaughlin, C. (1996). "The Impact of Environmental Management on Firm Performance" *Management Science* 42(8):1199-1214
- Kuo, H.C., Wang, L.H., Sheu, H.J. & Li, F.K. (2003). "Credit Evaluation For Small And Medium-Sized Enterprises By The Examination of Firm-Specific Financial Ratios And Non-Financial Variables: Evidence From Taiwan". *Rev. Pac. Basin Financ. Mark. Policies*, 6, 5–20
- Marwa, N., & Aziakpono, M. (2015). Financial Sustainability of Tanzanian Saving And Credit Cooperatives. In Presented at REPOA's 19th annual research workshop. Dar es salaam, Tanzania.
- McGuire, J., Sundgren, A. & Schneeweiss, T. (1988). "Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance", *Academy of Management Journal* 31, 854-872
- Mitchell, M., Curtis, A. & Davidson, P. (2007). "Can The 'Triple Bottom Line' Concept Help Organisations Respond To Sustainability Issues?"
- OECD, (2004). "Sustainable Development International Measurements" OECD and IISD - International Institute Sustainable Developemnt,
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), (2020). spk.gov.tr/Duyuru/Goster/20201002/0
- Suggett, D. & Goodsir, B. (2002). "Triple Bottom Line Measurement and Reporting in Australia, Making It Tangible"
- Taşdemir, B., & Güngör Tanç. (2017). Sürdürülebilirlik Raporları Kapsamında Kurumsal Sosyal Sorumluluğun Finansal Performans Üzerine Etkisi: BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde Bir Araştırma (Yüksek Lisans Tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi).
- Ünal, S., & Yüksel, R. (2017). "Finansal Performans ve Hisse Senedi Getirisi İlişkisi: BİST Sürdürülebilirlik Endeksindeki Bankalar Üzerine Bir İnceleme." *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 13(5), 264-270.

EK 1. Veri Seti

BIST ENDEKSLERİ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Kurumsal Yönetim Endeksi	21.974	42.670	57.152	48.337	68.852	62.028	72.699	63.437	69.017	100.444
Sürdürülebilirlik Endeksi	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	105.209	93.091	98.973	145.842
BIST100 Endeksi	26.864	52.825	66.004	51.266	78.208	67.802	85.721	71.727	78.139	115.333
BIST50 Endeksi	26.931	52.535	64.935	49.820	76.721	65.299	82.390	70.390	74.171	110.682
BIST30 Endeksi	35.002	66.992	81.338	61.698	97.728	82.447	106.150	87.428	95.498	142.112
BIST Piyasa Değeri (₺)	182.024	350.761	472.553	381.263	552.897	505.914	627.365	554.884	614.069	880.240
BIST Piyasa Değeri (\$)	119.698	235.996	307.551	201.983	311.246	237.641	269.800	190.153	174.491	233.368
BIST Fiyat Kazanç Oranı	5,76	16,83	13,29	11,88	12,51	10,22	14,38	13,99	10,24	11,58
THYAO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hasılat	6.123	7.035	8.422	11.815	14.762	18.776	24.158	28.752	29.468	39.779
Satılan Mamül Maliyeti	4.542	5.135	6.652	9.787	11.716	15.304	19.729	22.959	26.051	31.943
Yönetim Giderleri	865	1.067	1.307	1.688	1.959	2.381	3.061	3.869	4.411	5.103
Net Kar	1.134	559	286	18	1.155	682	1.819	2.993	47	639
Nakit Yaratımı	24	591	276	735	194	16	135	1.143	2.542	1.973
Aktif Büyüklüğü	7.911	8.572	10.648	16.404	18.757	25.399	31.876	47.638	65.074	68.647
Öz Sermaye	175	875	1.000	1.200	1.200	1.380	1.380	1.380	1.380	1.380
Pay Değeri (₺)	0,64	3,56	3,85	1,81	5,35	6,44	9,63	7,39	5,06	15,12
Piyasa Değeri (₺)	861	5.547	5.177	2.820	7.843	8.138	13.133	10.369	7.100	22.200
Piyasa Değeri (\$)	563	3.711	3.351	1.486	4.391	3.813	5.634	3.547	2.014	5.875
Fiyat Kazanç Oranı	0,5	5,6	16,0	90,5	10,9	7,7	7,3	3,4	168,7	32,9
TCELL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hasılat	8.844	8.936	9.003	9.370	10.507	11.407	12.043	12.769	14.100	17.026
Satılan Mamül Maliyeti	4.314	4.752	5.030	5.948	6.482	7.058	7.380	7.766	9.148	11.073
Yönetim Giderleri	2.115	2.097	2.154	2.094	2.189	2.393	2.536	2.526	2.631	2.650
Net Kar	2.191	1.733	1.706	1.140	2.062	2.333	1.438	1.905	1.563	2.037
Nakit Yaratımı	1.166	270	443	672	2.356	1.129	903	6.113	3.133	1.340
Aktif Büyüklüğü	12.127	13.978	15.096	17.147	18.653	21.255	23.668	26.184	31.600	33.982
Öz Sermaye	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200	2.200
Pay Değeri (₺)	6,07	7,53	7,84	6,60	8,59	8,44	10,63	8,74	8,35	14,71
Piyasa Değeri (₺)	13.354	16.566	17.248	14.520	18.898	18.568	23.386	19.228	18.313	32.362
Piyasa Değeri (\$)	8.733	11.085	11.164	7.650	10.580	8.700	10.032	6.577	5.194	8.564
Fiyat Kazanç Oranı	5,8	9,7	9,8	12,5	9,1	8,0	12,7	9,3	12,3	16,3
SAHOL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hasılat	6.327	6.824	8.637	10.595	11.589	8.457	10.517	11.657	12.362	13.840
Satılan Mamül Maliyeti	5.042	5.549	7.092	8.582	9.688	6.912	8.356	9.093	9.778	10.944
Yönetim Giderleri	3.290	3.361	3.739	3.877	4.497	4.962	5.630	6.505	6.650	7.080
Net Kar	1.188	1.258	1.662	2.535	1.855	1.731	2.079	2.236	2.660	3.481
Nakit Yaratımı	4.763	5.204	7.608	1.146	353	2.071	2.247	2.715	325	2.740
Aktif Büyüklüğü	100.821	111.926	130.059	150.855	175.398	206.570	230.526	265.520	308.267	354.134
Öz Sermaye	1.800	1.900	2.040	2.040	2.040	2.040	2.040	2.040	2.040	2.040
Pay Değeri (₺)	2,82	4,97	7,20	5,60	9,90	8,12	10,15	8,28	9,15	11,12
Piyasa Değeri (₺)	5.754	10.141	14.691	11.426	20.200	16.568	20.710	16.895	18.670	22.689
Piyasa Değeri (\$)	3.763	6.785	9.509	6.020	11.309	7.763	8.884	5.779	5.296	6.005
Fiyat Kazanç Oranı	0,5	0,8	0,9	0,6	1,1	1,0	1,0	0,8	0,7	0,7
KCHOL	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hasılat	49.638	39.450	48.822	69.767	65.449	65.942	68.336	69.110	70.432	98.272
Satılan Mamül Maliyeti	33.554	43.664	42.468	61.627	58.946	59.025	60.920	57.766	58.347	82.173
Yönetim Giderleri	4.478	4.432	4.803	5.680	6.513	4.795	5.393	6.135	7.232	8.577
Net Kar	2.577	2.560	3.138	3.850	3.743	4.000	4.214	5.829	5.276	7.897
Nakit Yaratımı	2.467	2.172	1.918	3.349	2.372	1.707	900	498	6.265	3.657
Aktif Büyüklüğü	64.890	66.386	81.143	98.621	48.688	58.790	63.941	72.985	88.071	104.064
Öz Sermaye	2.012	2.415	2.415	2.415	2.535	2.535	2.535	2.535	2.535	2.535
Pay Değeri (₺)	1,73	3,51	6,10	4,74	8,27	8,00	11,47	10,27	13,23	18,08
Piyasa Değeri (₺)	4.387	8.880	15.458	12.017	20.966	20.280	29.070	27.204	32.754	45.873
Piyasa Değeri (\$)	2.869	5.942	10.005	6.331	11.738	9.502	12.471	9.306	9.291	12.140
Fiyat Kazanç Oranı	2,9	6,0	8,5	5,4	9,0	7,6	10,7	7,3	9,7	9,3

ISCTR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Hasılat	12.085	11.778	11.403	12.883	11.809	15.830	18.685	22.144	25.851	31.747
Satılan Mamül Maliyeti	6.978	5.333	5.216	6.337	7.462	6.805	8.632	10.215	11.490	14.448
Yönetim Giderleri	2.820	2.695	3.203	3.481	4.121	4.963	5.695	6.327	6.506	7.396
Net Kar	1.509	2.372	2.982	2.667	3.310	3.163	3.382	3.083	4.701	5.308
Nakit Yaratımı	4.295	1.224	4.322	321	3.087	3.596	286	385	5.013	871
Aktif Büyüklüğü	97.552	113.223	131.796	161.669	175.444	210.500	237.772	275.718	311.626	362.353
Öz Sermaye	2.757	3.080	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500	4.500
Pay Değeri (₺)	4.10	6.30	5.50	3.31	6.18	4.65	6.74	4.60	5.18	6.97
Piyasa Değeri (₺)	11.342	19.450	24.836	14.963	27.883	24.084	30.381	20.747	23.353	31.418
Piyasa Değeri (\$)	7.500	12.918	16.064	7.849	15.642	11.839	13.102	7.315	6.691	8.389
Fiyat Kazanç Oranı	187,2	298,8	207,5	139,7	210,2	165,5	224,2	167,9	123,9	147,7

EK 2. Veri Setinden Seçilen Üç Göstergenin Sınıflandırılması

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

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

EK 3. Üç Göstergenin İlk Yıla Göre Değişimi ve En Yüksek – En Düşük Seviyelerinin Sınıflandırılması

KARLILIK	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ISCTR	1,00	1,41	1,21	1,08	1,34	1,28	1,37	1,25	1,91	2,16
KCHOL	1,00	0,83	1,01	1,24	1,15	1,23	1,30	1,80	1,62	2,43
SAHOL	1,00	1,00	1,23	1,88	1,38	1,29	1,54	1,66	1,98	2,59
TCELL	1,00	0,79	0,78	0,52	0,94	1,06	0,66	0,87	0,71	0,93
THYAO	1,00	0,10	0,04	0,00	0,15	0,08	0,20	0,33	0,01	0,07
En Yüksek Seviyeler	1,00	1,41	1,23	1,88	1,38	1,29	1,54	1,80	1,98	2,59
En Düşük Seviyeler	1,00	0,83	1,01	1,08	1,15	1,23	1,30	1,25	1,62	2,16
NAKİT YARATIMI	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ISCTR	1,0	0,7	0,3	0,2	0,9	0,1	0,2	0,3	0,9	1,1
KCHOL	1,0	1,9	2,7	1,3	2,3	3,0	3,3	3,5	6,1	7,5
SAHOL	1,0	2,1	0,5	0,7	0,7	0,2	0,7	1,3	1,2	1,8
TCELL	1,0	0,8	1,1	0,6	2,6	3,6	4,3	0,9	1,8	0,6
THYAO	1	26	14	45	37	36	42	89	195	277
En Yüksek Seviyeler	1,00	2,09	2,66	1,30	2,26	2,95	3,32	3,52	6,06	7,54
En Düşük Seviyeler	1,00	0,72	-0,29	-0,22	-0,94	-0,10	-0,16	-0,25	0,91	1,12
ŞİRKET DEĞERİ	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ISCTR	1,00	1,54	1,34	0,81	1,51	1,13	1,64	1,12	1,26	1,70
KCHOL	1,00	2,03	3,53	2,74	4,78	4,62	6,63	5,94	7,65	10,45
SAHOL	1,00	1,76	2,55	1,99	3,51	2,88	3,60	2,94	3,24	3,94
TCELL	1,00	1,24	1,29	1,09	1,42	1,39	1,75	1,44	1,38	2,42
THYAO	1,00	5,56	6,02	2,83	8,36	10,06	15,05	11,55	7,91	23,63
En Yüksek Seviyeler	1,00	2,03	3,53	2,74	4,78	4,62	6,63	5,94	7,65	10,45
En Düşük Seviyeler	1,00	1,24	1,29	0,81	1,42	1,13	1,64	1,12	1,26	1,70

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

