



DEĞER MAKSİMİZASYONU İÇİN DEĞER TEMELLİ YÖNETİM İLE KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK İLİŞKİSİNİN BELİRLENMESİ: BIST'DA BİR UYGULAMA

Yrd. Doç. Dr. Oğuzhan ECE

Erzincan Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Bankacılık ve Finans Bölümü
oguzhanece25@gmail.com

Öz

Finansal yönetimin yenedünya düzenindeki değer temelli bakış açısında firma amacı, değer maksimizasyonu ifadesinde yeni bir vizyon kazanmıştır. Bu ifadenin tarihi süreç içindeki gelişimi, kar ve karlılık güzergahından hissedar ve değer maksimizasyonu menziline ulaşırken, "sürdürülebilirlik" de ticari ve ekonomik düzenin en güncel terminolojisi haline gelmiştir. Her geçen gün farklı yönetim ve disiplinlerde kullanım alanı bulan sürdürülebilirlik; tüm paydaşların yararlandığı kaynak, uzmanlık, fırsat ve yenilikler bütününe ekolojik, ekonomik ve sosyal faktörlerin birlikteliğinde risk, getiri ve likidite girişimlerinin katılımcılı perspektifindeki sunumudur. Esas itibarıyla firma başarısında geçici ve fiktif içeriklerden kalıcı ve reel unsurlara yönelimi vurgulayan sürdürülebilirlik uygulamaları; koruma, süreklilik ve katma değer temelinde çok boyutlu sistematik bir içeriğe sahiptir. Bu içeriği değer temelli firma amaçları süzgecinde ele alan bu çalışma, 2010/Q1-2017/Q2 inceleme dönemini kapsamaktadır. Kurumsal Yönetim endeksi kapsamında yer alan firmalar üzerinde uygulama zemini bulan araştırmada, Dirençli Genelleştirilmiş EKK yöntemi kullanılmıştır. Araştırma sonucunda, piyasa performansı ve ticari performans ile kurumsal sürdürülebilirlik uygulamaları arasında pozitif, finansal performans ile negatif ilişki tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Sürdürülebilirlik, Sürdürülebilir Değer Yaratma, Değer Maksimizasyonu, Sürdürülebilirlik, Firma Değeri, Firma Performansı

THE DETERMINATION OF RELATIONSHIP BETWEEN VALUE-BASED MANAGEMENT AND CORPORATE SUSTAINABILITY FOR VALUE MAXIMIZATION: AN APPLICATION IN BIST

Abstract

The purpose of companies in terms of the value-based view of financial management in the new world order, gained a new vision in the expression of value maximization. In this context, "sustainability" has become the most recent terminology of the commercial and economic order, while the development in the historical process has reached shareholder and value maximization range from profit and profitability route. Sustainability that finds use in different management and disciplines day by day; the resources, expertise, opportunities and innovations that all stakeholders make use of are presented in a participative perspective of risk, return and liquidity initiatives together with the ecological, economic and social factors of the whole. Sustainability practices that emphasize permanent and real elements from temporary and fictitious content, mainly in the company's success; has a multi-dimensional systematic content on the basis of protection, continuity and added value. This study, which addresses this content in the value-based company objectives filter, covers the 2010/Q1 -2017/Q2 time period. Resilient Generalized Least Squares Method was used in the research which found application grounds on the firms included in the scope of Corporate Governance index. As a result of the analysis, it is concluded that there is a positive relationship between corporate market performance and corporate commercial performance with corporate sustainability practices, and a negative relationship between corporate financial performance and corporate sustainability practices.

Keywords: Corporate Sustainability, Sustainable Value Creation, Value Maximization, Sustainability, Firm Value, Firm Performance

1. Giriş

Etimolojik kökeni Latince “sustenere (sürdürmek) ve subtenir (korumak yada aşağıdan desteklemek)” kelimesinden gelen sürdürülebilirlik, farklı bilim dallarında kullanılagelen ve kullanım geçmişi anlamca Eski Yunan Mitolojisine dayandırılan bir kavram olmakla birlikte, “engellere rağmen belli bir yapının, durumun veya sürecin korunması, muhafaza edilebilmesi ve devam ettirilebilmesi yeteneği” olarak ifade edilir. Farklı disiplinlerin kullanım sahasında bulunması itibariyle ittifak edilen bir tanımının bulunmamasına rağmen multi disiplinlerin ortak paydasındaki anlamsal olgunluğa, 1960’lı yılların kalkınmacı ideolojilerin yol açtığı ekoloji ve ekolojik sistemlere ilişkin çevre hareketlerinin hız kazanmasıyla kavuşmuştur (Becker, 1997:2-4; Yavuz, 2010:65). Bu bağlamdaki sürdürülebilirlik kavramının kronolojik sunumuna ait resmi kayıtlardaki yansıması ise 1972 tarihli olup Birleşmiş Milletler İnsani Çevre Konferansı (Conference on Human Environment)’nin Rio Deklarasyonu ve Roma Kulübü’nün “Büyümenin Sınırları (Limits to Growth” raporlarında kendini gösterir. Tüm insanlığın ortak çıkarlarını gözeten, küresel çevre ve kalkınma sisteminin bütünlüğünü koruyacak uluslararası anlaşma ve işbirliklerinin yapılmasını öngören Rio Deklarasyonu 113 ülke temsilcisinin katılımıyla 5 Haziran 1972’de İsveç’in başkenti Stockholm’da gerçekleştirilen bir konferansın neticesidir. Rio Deklarasyonu, çevre eylemleri üzerinde yoğunlaşmak ve çevre programlarını finanse eden bir çevre fonu oluşturmak üzere Birleşmiş Milletler Çevre Programı (UNEP) oluşumunun da sebebi olmak, kontrolsüz gelişmenin olumsuzlukları üzerinde durularak farklı senaryolar bileşkesinde küresel modellerin sunulduğu Büyümenin Sınırları Raporu ise nüfus artışı, sanayileşme, çevre sorunları ve çevre kirliliği ile kaynakların kıtlığı başlıklarında insan hayatını tehdit eden unsurlara dikkat çekmek suretiyle, sürdürülebilirlik uygulamalarının aktüel formu içinde değerlendirilen ekonomik ve ekolojik anlam dinamiklerinin temeli olma özelliğine sahiptir. Bu temel, sürdürülebilirlik kavramının farklı disiplinler içindeki kapsama alanlarının sınırlarını tayin etmiş ve konuya ilişkin gelişmeler bu kapsam dâhilinde genişlemiş ve olgunlaşmıştır. Bu gelişmelerin 1987 tarihli yansıması, makroekonomik perspektife sahip olup kalkınma önceliğinde şekillenmiştir. Birleşmiş Milletlerin sürdürülebilirlik başlığı altındaki çalışması “Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu (WCED- World Commission on Environment and Development)”’nin kurulması ile kazandığı statüyü “Ortak Geleceğimiz” başlıklı Brundhland Raporu ile deklare etmiştir. Çevre ve ekonomik kalkınma arasındaki ilişkinin sürdürülebilirlik gerekliliğinde seyrine dair eylem planının açıklandığı raporun 49. paragrafındaki atıfla da sürdürülebilir kalkınma kavramı resmi ilk açıklamaya konu edilmiştir. Buna göre sürdürülebilir kalkınma, gelecek nesillerin ihtiyaçlarını karşılama gücünü etkilemeksizin bu

günkü neslin ihtiyaçlarını karşılamaıdır. Sürdürülebilirliğin ana fikrini vurgulayan bu ifade ve kavramsal çerçevesine ilişkin geniş literatürün ortak paydasını oluşturan ekonomik, ekolojik ve sosyal yönüne dikkat çeken açıklamalar neticesinde en genel anlamıyla sürdürülebilirlik, “*ekonomik, ekolojik ve sosyal adalet prensiplerinde mevcut durumunu korumak, geliştirmek ve devamlılığını sağlayabilmek yetisi*” şeklinde tanımlanabilir. Sanayileşmenin neden olduğu olumsuzluklar, sivil toplum kuruluşlarının yoğunlaşması, teknolojik gelişmelere dayalı gereksinimler ile teknolojikleşmenin neden olduğu olumsuzluklar, iklim değişikliği ve bozuk ekosistem gibi global sorunlar ve hızlı nüfus artışı gibi nedenler bu yetinin kazanımı elzem kılan sebeplerdir.

Sürdürülebilirlik kavramına ait bu genel ifadelendirmelerin ardından çalışmanın amacına uygun olarak firmalar açısından sürdürülebilirlik ve sürdürülebilirliğin spesifik türevi olan kurumsal sürdürülebilirlik hakkında açıklamalar aşağıdaki gibi özetlenebilir:

Firma amacının geçirmiş olduğu evrime dayalı bir açıklama sunumunda firmalar açısından sürdürülebilirlik kavramı, büyüme, kar, karlılık, kar maksimizasyonu ve değer maksimizasyonu ifadelerinin alternatifi olduğu şeklinde bir algıya açıktır. Sürdürülebilirlik, temel anlamda bu ifadeleri kapsama alanı içinde tutmakla birlikte; firmaya ekolojik ve sosyal bir hedef kazandırarak, firma amaçlarına; çevresel koruma, eşitlik, hak ve sosyal adalet birlikteliğinde varılması gerekliliğini vurgular (Wilson, 2003:1). Bu anlamsal yansıma, ifadenin kelime manasıyla birlikte düşünöldüğünde sürdürülebilirlik; firmanın ekonomik, ekolojik, sosyal ve finansal beklentilerinin bir bütün olarak ve birlikte değerlendirilmesi gereğini ifade eder. Değerlendirmenin temel dinamiğini ise firma sürdürülebilirlik bileşenleri dengesinin korunması oluşturur. Dolayısıyla firma ekonomik ve finansal beklentilerin ekolojik ve sosyal hassasiyetle ölçölü bir şekilde yürütölmesi firma sürdürülebilirliği olarak açıklanabilir(Koçaslan, 2010:53). Ancak sosyal hassasiyet, doğrudan ve dolaylı tüm firma çıkar gruplarını kapsar nitelikte düşünölmek zorunda ve sürdürülebilirliğe ait bu ölçölölük, ekonominin lokomotifini pozisyonundaki firmalara, sürdürülebilir kalkınmanın gereği olma özelliği kazandırdığı gibi önemli bir rekabet avantajı stratejisi sahipliği de sunar(Eccles ve Krzus, 2010:133). Bununla birlikte firmaların sürdürülebilirlikle sağlayacağı kazanımlar aşağıdaki gibi detaylandırılabilir (Wilson, 2003:1-3):

- Firma kurumsal itibarının oluşması
- Firma marka değerinde yükselmesi
- Üretim ve faaliyet maliyetlerinde azalması
- Fon temin imkanlarında genişleme ve fon maliyetlerinde azalması

- Genel ve kalifiye işgücü temini imkanlarında artması
- Kurumsal öğrenme yaratıcılık potansiyelinin yükselmesi
- İş memnuniyeti ve personel verimliliğinin artması
- Etkin risk yönetiminin kazanımı
- Toplumsal ve sosyal itibarın edinimi
- Kalite ve verimliliğin artışı
- Pazar payının yükselmesi ve faaliyet hacminin artması
- Yeni pazarlar edinebilme imkanlarının genişlemesi
- Müşteri memnuniyeti ve müşteri güveninin yükselmesi
- Müşteri bağımlılığı ve müşteri sadakatinde gelişme

Sürdürülebilirlik uygulamaları ile sağlanan kazanımlardaki çeşitlilik firmalar açısından çekici gelse de firmaları sürdürülebilirliğe yönlendiren temel güçler aşağıdaki gibidir (UİB, 2017:4):

Yasal Uygunluk Faktörü: Yerel ve Küresel uygulamalara dayalı çıkarılan yasaların firmalara getirmiş olduğu sorumluluk yaptırımlarının varlığını ifade eder.

Kamuoyu Güveni Faktörü: Doğrudan ya da dolaylı olarak kamuoyunu etkileyen firma faaliyetlerinin varlığı halinde, bu faaliyetlerin etki alanı içinde olan bireylerin onay ya da güvenoyunun alınmasına dayalı zorunluluğu ifade eder.

Müşteri Talepleri: Günümüz bilgi çağının gelişimi ile yüksek toplumsal bilince dayalı ekolojik düzeni önceleyen çevreci tüketici tercihlerinin gelişimine paralel talep yoğunlaşmasını ifade eder.

Yatırımcı Talepleri: Yatırımcıların, ekolojik ve çevre bilincine dayalı duyarlılığın fon temini ve fon temin fiyatları üzerindeki olumlu katkılarının gereğini ifade eder.

Firmalar açısından sürdürülebilirlik, ekolojik bütünlük ve ekonomik refah temininin sosyal adalet prensibinde sağlanması gereğini ifade ederken kurumsal sürdürülebilirlik, doğrudan ya da dolaylı firma çıkar gruplarının mevcut ihtiyaçlarının, gelecekteki ihtiyaçlarını karşılayabilme güvencesinde karşılayabilmesi olarak ifade edilebilir. Bu durum firmanın sahip olduğu ekolojik, ekonomik ve sosyal kaynaklarının verimli ve etkin bir şekilde kullanması gereğini ortaya koyar ve uzun vadeli perspektife sahiptir. Bütün bu açıklamalar, “Paydaş Teorisi” ve “Meşruluk Teorisi” diye anılan kurumsal sürdürülebilirliğin teorik çerçevesini oluşturur.

Kurumsal sürdürülebilirlik açısından paydaş, firmayı etkileyebilecek ya da firma faaliyetlerinden etkilenebilecek herkes olarak tanımlanır ve firma yönetsel faaliyetlerini paydaşlarının çıkarlarını gözetir şekilde oluşturması ve firmanın mevcut kaynaklarını verimli

ve etkin bir biçimde kullanması gereğini ifade eder. Meşruluk teorisi ise, firma değerlerinin toplumsal değerlerle uyumuna işaret eder ve yönetsel faaliyetlerde bu uyumun teminine yönelik hareket edilmesi, firmaya rekabet avantajı sağlayarak uzun vadede değer artışına neden olur(Hillman ve Keim, 2001: 127-128). Bu açıklamak ışığında daha kapsayıcı bir tanımla kurumsal sürdürülebilirlik, uzun vadede değer yaratmak amacıyla ekolojik, ekonomik ve sosyal faktörlerin kurumsal yönetim ilkeleri bileşkesinde risk ve firma yönetimi şeklinde tanımlanabilir ve teorik bu ifadelendirmenin ampirik kanıtına ilişkin araştırmanın temel gerekçesi şu başlıklar altında özetlenebilir:

- Sürdürülebilirlik bilinci uyandırmak
- Sürdürülebilirliğe yatırımcı tepkisini belirlemek
- Sürdürülebilirlik ile değer maksimizasyonu arasındaki ilişkinin belirlenmesi
- Sürdürülebilirlik uygulamalarının ve performansının Türkiye’de yerleşikliğine katkı sağlamak

Bu gerekçe çerçevesinde çalışma;

- Sürdürülebilirliği, endekste olma göstergesinde tanımlamayı, firma ve çıkar grupları ile yatırımcılar arasında koordinasyonu sağlaması,
- Sürdürülebilirliğin firma performansı üzerinde etkinliğini tespit ederek firmaların değer maksimizasyonu açısından ilişkisini belirlemeye gayret göstermesi,
- Sürdürülebilirliğin risk ve firma değeri perspektifindeki incelemelerini muhasebe ve piyasa temelli olarak irdelemesi bakımından geniş bir kapsama alanında ele alma hassasiyetine sahiptir.

2. Literatür

Kurumsal sürdürülebilirlik ile ilgili geniş bir literatür olmasına karşın firmaların kurumsal faaliyetleri ile sosyal faaliyetleri arasındaki ilişkinin sürdürülebilirlik endeksinde olma perspektifinde ele alan çalışma sayısı yok denecek kadar azdır. Konuya ilişkin literatür incelendiğinde, bilimsel araştırmaların daha çok firmaların kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri ile kurumsal finansal faaliyetleri arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik araştırmalar ve kurumsal sosyal sorumluluk raporlama performansının kurumsal finansal performans üzerindeki etkisini irdeleyen çalışmalar etrafında yoğunluk kazandığı görülmektedir. Bununla birlikte gerçekleştirilen çalışmalar bir bütün olarak değerlendirildiğinde, kurumsal sosyal performansın kurumsal finansal performansı nasıl etkilediği üzerinde ittifak edilebilir bir çıkarımda bulunmak mümkün olmamaktadır.

Konunun Türkiye açısından değerlendirmesinde ise yeterli araştırma yazınının bulunmaması önemli bir problem olup araştırmamızın da ilham kaynaklığını teşkil etmektedir. Çalışma kapsamında yapılan literatür taraması, konuya ilişkin uluslararası araştırmaların ve bunlara ilişkin bulguların özetini sunmaktan ziyade, araştırmaların etraflıca tahlilinden hareketle daha kesin sonuçlar ortaya koyacak içeriği kazanmak amacındadır.

Sürdürülebilirlik faaliyetlerinin finansal performans, karlılık ve yatırımcı davranışları üzerindeki etkinliğini belirlemeye yönelik yapılan araştırmalardan gerek araştırmanın kapsamı ve gerekse araştırma konusu bakımından en önemli çalışmalar, London Business School ile Boston Consulting Group ile MIT Sloan Magagement'in gerçekleştirdikleri araştırmalardır. London Business School'un 1990-2010 inceleme döneminde gerçekleştirdiği çalışma ile firmaların sürdürülebilirlik faaliyetlerine ilişkin karşılaştırmalı değerlendirmeler, iki boyutta net sonuçlar ortaya koymuştur. Bunlardan ilki sürdürülebilirlik faaliyetleri ile firma finansal performansı arasında doğrusal pozitif bir ilişkinin varlığıdır. İkincisi ise sürdürülebilirlik faaliyetlerinin yatırımcı davranışlarında yarattığı değişimin belirlenmesine yönelik olup; firmaların sürdürülebilirlik faaliyetleri, yatırımcıların tercih sebebi olduğu yönündeki sonucudur. temel bulgusudur. Boston Consulting Group ile MIT Sloan Magagement'in dünya çapında 1000 firma üzerinde gerçekleştirdiği araştırmada, örneklemdaki firmaların %37'sinin sürdürülebilirlik ilintili faaliyetlerinin firma karlılığında önemli bir katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performans açısından karşılığını belirlemeyi amaçlayan Türkiye merkezli bir çalışma Akyüz ve Yeşil (2017) tarafından gerçekleştirilmiştir. 2011-2015 araştırma dönemini kapsayan çalışmada, sürdürülebilirlik çalışmalarının bir göstergesi olarak kurumsal yönetim derecelendirme notları esas alınmıştır. Çalışma neticesinde, kurumsal yönetim derecelendirmelerine dayalı sürdürülebilirlik uygulamalarının tüketici cephesinde güvene dayalı finansal performans iyileştirmesinin sebebi olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye'de gerçekleştirilen diğer bir araştırma, Sakarya, Yıldırım ve Aytekin (2014)'e aittir. Kurumsal sosyal sorumluluk açıklamalarının firmanın finansal performansı üzerindeki etkisinin belirlenmesine yönelik olarak gerçekleştirilen çalışmada, BIST 30 endeksindeki 6 üretim firmasının 2011-2012 inceleme dönemini kapsayan kurumsal sosyal sorumluluk açıklamaları ile finansal rasyoları arasındaki ilişkiler içerik analizi yöntemiyle değerlendirilmiştir. Çift Yönlü Manova Yönteminin kullanıldığı araştırma sonucunda firmaların finansal performansı üzerinde sosyal sorumluluk açıklamalarının etkisinin varlığı belirlenmiştir.

Kurumsal sürdürülebilirlik endeksinde yer almanın firmaların finansal performanslarında yarattığı değişimi inceleyen Türkiye perspektifli bir başka çalışma Çıtak ve Ersoy (2016)'a aittir. BIST 30 endeksinde yer alan 30 firmayı çalışma kapsamına alan araştırma, bu firmalardan 15 tanesinin aynı zamanda sürdürülebilirlik endeksinde olmaları bakımından karşılaştırma esasına dayanır. Event Study ve Ortalama Test Analizi, araştırmanın metodolojisini oluşturur. Hisse senedi getirisi ile piyasa değeri/defter değeri göstergelerinin performans verisi olarak kullanıldığı çalışma sonucunda, yatırımcıların sürdürülebilirlik endeksi hakkında bilgi sahibi olmalarının performans artışının kaynağı olabileceği sonucuna ulaşılmıştır.

Muhasebe temelli finansal performans ölçütleri ile kurumsal finansal sosyal sorumluluk performansları arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik bir başka çalışma Arsoy, Arabacı ve Çiftçioğlu (2012)'na aittir. Çok değişkenli istatistiksel analiz yöntemlerinden temel bileşen analizinin kullanıldığı çalışma sonucunda kurumsal sosyal sorumluluk performansının kurumsal finansal performans üzerinde pozitif etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Kurumsal sosyal sorumluluk performansı ile firma finansal performansı arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik bankalar üzerinde gerçekleştirilen bir başka çalışma 2012 yılında Çelik, Dinçer ve Yılmaz'a aittir. 12 banka üzerinde 2009-2011 dönemini kapsayan çift yönlü simetrik model çerçevesinde gerçekleştirilen araştırma sonucunda kurumsal sosyal sorumluluk performansının kurumsal finansal performansı üzerinde pozitif etkisi olduğu gözlemlenmiştir.

Caymaz, Soran ve Erenel (2014), araştırmalarında firmaların kurumsal sürdürülebilirliği ile kurumsal sosyal sorumluluğu arasındaki ilişkiyi tespit etmeyi amaçlamışlardır. Böylece mevcut durumu ve uygulama aksaklıklarını ortaya koyarak, söz konusu aksaklıkları önleyecek öneriler geliştirmeyi planlamışlardır. Araştırma 2000-2014 yılları arasını ve 268 firmayı kapsamaktadır. Yöntem olarak doküman analizi ve söylem analizini kullanmışlardır. Sonuç olarak elde edilen verilere göre çözüm önerilerinde bulunmuşlardır.

Hisse senedi sürdürülebilirlik endeksinde bulunmanın kurumsal finansal performans üzerindeki etkisini ampirik olarak belirlemeye çalışan bir araştırma Obernorf, Schmidt ve Ziegler. (2013) tarafından gerçekleştirilmiştir. Kurumsal finansal performans göstergesi olarak hisse senedi fiyat performansının kabul edildiği çalışmada değişkenler arasındaki etkileşim kısa vadeli perspektifte ele alınmıştır. Çalışmada, endeks kapsamında olma, firma açısından finansal, ekolojik ve sosyal sürdürülebilirliğinin bir göstergesi olarak kabul edilmiştir. Araştırmada, teorik perspektifte ekolojik ve sosyal performansın beklenmedik maliyetlere sebep olması bakımından firma finansal performansı arasında negatif bir ilişki öne süren geleneksel görüş ile pozitif bir ilişki öngören revizyonist görüşün geçerliliği test

edilmiştir. Temel olarak kısa vadeli finansal etkilerin izlendiği çalışmada, firmaların çevresel ve sosyal faaliyetlerinin, dış maliyetlerle piyasadaki firma çıkar grupları arasındaki çatışmaları azalttığı, dolayısıyla firma karlılığına ve finansal performansına pozitif katkı sağlayacağı sonucuna ulaşılmıştır.

Kurumsal sosyal performans ile kurumsal finansal performans arasındaki ilişkinin ekonomik modellemesinin içeren çalışması ile Marom (2006), sosyal etki hipotezi (*The social impact hypotheses*) ile dengeleme hipotezi (*trade off hypotheses*) arasındaki paralellikleri birleştirmiştir. Birinci hipotez, firmaların finansal performanslarındaki artışa dikkat çekerek paydaşların ihtiyaçlarını karşılarken kârlılığı azaltacak sosyal çıktılar üretmenin maliyetlerini vurgular. İkinci hipotez ise firma faaliyetlerindeki istifadenin kapsama alanını genişlettiğinden katlanılan maliyetlerin firma lehine gerçekleşecek neticelerle dengeleneceği varsayımına dayanır. Dolayısıyla birleştirilmiş modelleme, firmanın sosyal çıktılar üretmesi ile sağladığı yarar arasında bir ilişki olduğunu varsayar. Buradan hareketle firmaların, kurumsal firma faaliyetleri yanında kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerini birlikte yürütmek suretiyle rekabet üstünlüğü kazanabileceklerini ve kar maksimizasyonu elde edebileceklerini ortaya koyar.

Adams, Thornton ve Sepehri 2012 yılında sürdürülebilirlik endeksi kapsamında olmanın firma değeri üzerindeki etkilerini hissedar değeri merkezli değerlendirmeye çalışan bir çalışma gerçekleştirmiştir. Çalışma, 2008-2009 döneminde ABD'deki Dow Jones Sürdürülebilirlik Kuzey Amerika Endeksinde (DJSI Kuzey Amerika) yer alan 57 sanayi işletmesini kapsamaktadır. Çalışmada, firmaların sürdürülebilir ekonomik ve ekolojik performanslarının kısa vadede hissedar lehine bir değer sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kurumsal sosyal performans ile kurumsal finansal performans arasındaki ilişkileri geniş bir coğrafyada karşılaştırmalı olarak inceleyen Surroca ve Tribo (2008), ikincil piyasa verilerine dayalı araştırmalarında 22 ülkeden 358 firmanın faaliyetlerini örneklem olarak belirlemişlerdir. 2002-2005 döneminin incelendiği araştırmada kurumsal sosyal performans notları ile finansal performans göstergeleri karşılaştırılarak, kurumsal sosyal performansı yüksek firmaların kurumsal finansal performanslarının düştüğü sonucuna ulaşılmıştır. Dolayısıyla kurumsal sosyal sorumluluk performansı ile kurumsal finansal performans arasında negatif bir ilişkinin varlığını vurgulamışlardır.

Flammer (2013) ise, araştırmasında firma ortaklarının çevresel farkındalığının kurumsal sürdürülebilirlik ve borsa fiyatı açısından önemini ortaya koymayı amaçlamıştır. Araştırma 1980-2009 yılları arasında ABD'de yer alan halka açık tüm firmaları kapsamaktadır. Yöntem olarak Event Study kullanılan bu araştırmada sonuç olarak ekolojik

olarak zararlı davranışlara negatif borsa tepkisi artarken, çevre dostu girişimlere verilen olumlu tepkinin azaldığını tespit etmiştir.

Schadewitz ve Niskala (2010), araştırmalarında sorumluluk raporlaması aracılığıyla iletişimin firma değeri ile olan ilişkisini tespit etmeyi amaçlamışlardır. Araştırma, kurumsal sosyal sorumluluk raporu yayınlayan 22 firmaya ait 2002-2005 yılları arasındaki verilerini kapsamaktadır. Yöntem olarak regresyon analizinin kullanıldığı çalışmada, sonuç olarak sorumluluk raporlamalarının firma değeri üzerinde etkinliğe sahip olduğu tespit edilmiştir.

Pérez-Calderón ve Diğerleri (2012), araştırmalarında firmaların çevre performansının firma değeri üzerindeki etkinliğini ölçmeyi amaçlamışlardır. Araştırma 2007-2009 yılları arasında ABD'de Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan 122 firmayı kapsamaktadır. Yöntem olarak Stokastik Sınır Analizi ve kümeleme analizini kullanmışlardır. Sonuç olarak çevreye duyarlı, kaynak tüketimindeki etkin performansın ekonomik ve finansal değer yaratma üzerinde açık bir etkisinin bulunduğunu tespit etmişlerdir.

Olayinka ve Oluwamayowa (2014), araştırmalarında borsaya kote olmuş firmaların kurumsal çevre açıklamalarını ve piyasa değerini tespit etmeyi amaçlamıştır. Araştırma 2003-2011 yılları arasında Nijerya'da yer alan 50 şirketi kapsamaktadır. Yöntem olarak regresyon analizini kullanmışlardır. Sonuç olarak borsaya kote olan firmaların kurumsal çevre açıklamalarının piyasa değeri üzerinde olumlu etkiye sahip olduğunu ortaya koymuşlardır.

Maher ve Andersson (2000), araştırmalarında kurumsal yönetimin, firma performansı ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini tespit etmeyi amaçlamıştır. Araştırma 1980-1996 yılları arasında kapsamaktadır. Çalışmada, kurumsal yönetimin firma performansına ve ekonomik büyümeye etkilerini inceleyen çalışmalara yönelik literatür bilgisi sunmuşlardır.

Ürdün mobil telekomünikasyon firmaları üzerinde kurumsal sosyal sorumluluk uygulamaları ile kurumsal performans arasındaki ilişkiyi belirlemeye çalışan Obeidat (2016), yapmış olduğu araştırması ile mobil telekomünikasyon firmaları için yönetsel etkileri ortaya koymayı hedeflemiştir. Baron ve Kenny arabuluculuk modeli ve Sobel testi ile çoklu regresyon yöntemini kullanan araştırmacı, verimli bir kurumsal sosyal sorumluluk gündeminin oluşturulması ve bunun sürdürülmesi ile kurumsal finansal performansın artırılabilirliğini vurgulamıştır. Katılımcı bir sosyal sorumluluk anlayışının benimsenmesi durumunda kurumsal sosyal performans ile kurumsal finansal performans arasında pozitif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur.

Kurumsal sosyal sorumluluk performansı sergileyen firmalar ile bu firmalarla benzer kontrol grup firmalarının hisse senedi piyasa performanslarını risk ve getiri düzleminde karşılaştıran Leonardo Becchetti ve Rocco (2008), araştırmalarında APARCH-GARCH

yöntemini kullanmışlardır. 14 yıllık piyasa performansının örneklem olarak kabul edildiği çalışmada, kurumsal sosyal sorumluluk performansı sergileyen firma hisse senetleri ile kontrol grubu firma hisse senetlerinin getiri karşılaştırmalarında önemli bir farklılaşmanın kaydedilmemesine rağmen risk düzleminde daha düşük bir özelliğin gözlemlendiği sonucuna ulaşmışlardır.

Kurumsal sosyal performans ve kurumsal finansal performans arasındaki ilişkiyi, kurumsal sosyal performansın spesifik bir bileşeni bağlamında inceleyen Brammer ve diğerleri (2006) çalışmalarında firmaların kurumsal sosyal sorumluluk derecelerine dayalı bir gruplandırma paralelinde firma finansal performans özelliklerini karşılaştırmışlardır. İkincil piyasa verilerine dayalı olarak gerçekleştirilen karşılaştırmalar sonucunda olağandışı yüksek ve düşük kurumsal sosyal sorumluluk performansına sahip firmaların kısa vadede diğer firmalardan daha düşük bir finansal performans sergiledikleri halde uzun vadede kurumsal sosyal sorumluluk performansının kurumsal finansal performansın sebebi olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Dolayısıyla kurumsal sosyal performans ile kurumsal finansal performans arasında kısa vadede negatif yönlü, uzun vadede pozitif yönlü bir ilişkinin olduğu bulgusunu elde etmişlerdir.

Kurumsal sosyal performans ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi inceleyen Brammer ve Diğerleri (2006)'nin çalışmaları İngiltere lokasyonundadır. Kurumsal sosyal performans puanı yüksek olan firmaların hisse senedi piyasasında daha düşük getiri elde etme eğiliminde olduklarını, mümkün olan en düşük puana sahip firmaların pazar performanslarının daha iyi olduğunu, dolayısıyla değişkenler arasında negatif korelasyon olduğunu ortaya koymuşlardır. İngiltere de gerçekleştirilen bir başka çalışma ise Curran ve Moran (2007)'a aittir. Kurumsal finansal performansı ikincil piyasa işlemlerine dayalı veriler üzerinden değerlendirmeyi esas alan çalışmada araştırmacılar FTSE 4Good endeksinde yer alan firmaların kurumsal sosyal sorumluluk açıklamalarına ilişkin iyi ve kötü haberlerin yatırımcılar açısından nasıl karşılık bulduğunu ölçmeyi amaçlamışlardır. Yapılan açıklamaların pazar etkinliği anlamında anormal bir getiri sağlayıp sağlamadığının incelendiği çalışmada Event Study yöntemi kullanılmıştır. Sonuçta olumlu ve olumsuz haberlerin pazar getirisinde bir trende neden olduğunu ancak bu farklılaşmanın önemli bir anormal farklılaşmanın sebebi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Bununla birlikte firmaların endeks kapsamında olmalarının pazar getirisi anlamında daha önemli bir yerinin olduğunu vurgulamışlardır.

Kurumsal sosyal sorumluluk ve firma değeri arasındaki ilişkiyi müşteri algılarına dayalı bir perspektifte ele alan Luo ve Bhattacharya (2006) çalışmalarında firmaların sosyal ve finansal faaliyetlerinin firma değeri açısından geri dönüşlerini müşteri memnuniyeti

çerçevesinde incelemişlerdir. Finansal performansın Tobin q değeri ve hisse senedi getirisi bağlamında ele alındığı çalışmada kurumsal sosyal sorumluluk performansının kısmen firma piyasa değerine aracılık ettiğini savunmuşlardır. Kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin firmanın yenilikçilik kapasitesi ve ürün kalitesinin artırılmasına neden olacağından hareketle finansal performansı artıracığının ifade edildiği çalışmada, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin müşteri memnuniyeti seviyelerini gerçekten düşürmekte olduğu ve memnuniyetin azalmasının piyasa değerine zarar verdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Luo ve Bhattacharya (2009)'nın kurumsal sosyal performans ve risk arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik gerçekleştirdikleri ikinci bir çalışma 2009 tarihlidir. Çalışmalarında ikincil piyasa verilerini gösterge olarak kullanan araştırmacılar, kurumsal sosyal performansın firmaya özgü risk üzerinde stratejik pazarlama kolunun, reklamcılık ve AR-GE'nin rolü hakkında öngörü geliştirmişlerdir. Kurumsal sosyal performansın risk azaltma potansiyeline dikkat çekerek ve stratejik pazarlama kollarının bazı kritik ama ihmal edilen rollerine yeni ışık tutarak pazarlama-finans arayüzü literatüründe geliştirmişlerdir. Dolayısıyla kurumsal sosyal sorumluluk performansının pazarlama açısından yatırımcılarla daha etkili iletişim kurmalarının bir sebebi olmasına rağmen kurumsal sosyal performans ile kurumsal finansal performans arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır.

Kurumsal sürdürülebilirlik endeksine dahil edilmenin hisse senedi fiyat performansı üzerindeki etkilerini belirlemeye yönelik gerçekleştirilen bir başka çalışma ise Almanya merkezlidir. Obernorfer ve diğerleri (2013) tarafından gerçekleştirilen çalışma Alman şirketlerinden Dow Jones STOXX Sürdürülebilirlik Endeksine (DJSI STOXX) ve Dow Jones Sürdürülebilirlik Dünya Endeksine (DJSI World) dahil olanlarının piyasa performansı çalışmanın örneklemini oluşturmaktadır. Firmaların sürdürülebilirlik hisse senedi endeksine dahil edilmesinin kurumsal sosyal sorumluluğun bir göstergesi olarak kabul edildiği çalışmada, firmaları daha yüksek kurumsal çevresel veya sosyal performans ortaya koymalarının sermaye kazancı ve maliyet tasarrufu sağlamadığı sonucuna ulaşılmıştır.

3. Uygulama

3.1. Veri Seti

Kurumsal sürdürülebilirliğin firmanın piyasa, ticari ve finansal performansı arasındaki ilişkileri belirlemek üzere gerçekleştirilen çalışmada veri seti oluşturulurken, sürdürülebilirlik uygulamalarının firmaya sağlayacağı katkılar referans noktasını oluşturmuştur. Firmaların ekolojik, sosyal, ekonomik ve finansal performansına uzun vadede olumlu geri dönüşler sağlayacağı revizyonist teorik yaklaşımına paralel olarak 9 bağımsız değişken belirlenmiştir.

Belirlenen bağımsız değişkenlerden 8'i inceleme kapsamında yer alan firmaların 2010/Q1-2017/Q2 dönemini kapsayan 3'er aylık mali tabloları baz alınmak suretiyle hesaplanmış göstergelerken biri sürdürülebilirlik endeksinde olmayı temsilen kullanılan dummy değişkendir. Hesaplamalara esas mali tablolar Kamuyu Aydınlatma Platformu/KAP'nun internet sitesinden sağlanmıştır. Firmaların piyasa verileri ise BIST'dan sağlanan fiyat ve hacim günlük verileri baz alınmak suretiyle hesaplanmıştır. Endeks kapsamında yer alan firmaların kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının firmanın ticari, finansal ve piyasa performansı üzerindeki etkilerini belirlemek üzere oluşturulan performans grupları risk ve getiri esasına dayalı olarak 8 bağımlı değişken ile temsil edilmiştir. Bağımsız değişkenlerin tamamı performans ölçütlerinin tüm tanımlamaları için değiştirilmeksizin kullanılmıştır.

Değer maksimizasyonu için değer temelli yönetim ile kurumsal sürdürülebilirlik ilişkisinin belirlenmesine yönelik gerçekleştirilecek çalışmada modellemelere dahil edilecek bağımsız değişkenler ile bunlara ilişkin açıklamalar Tablo:1'de gösterilmiştir.

Tablo 1. Bağımsız Değişkenler ve Açıklamaları

DEĞİŞKEN KODU	DEĞİŞKEN ADI	AÇIKLAMA
AKKAL	Aktif Kalitesi	Toplam aktifler içinde duran varlıkların yüzdesi
BYM	Büyüme	Aktif Büyüme Oranı
EVK	Etkin Varlık Kullanımı	Aktif Devir Hızı
TRISK	Ticari Risk	EBITTA / Toplam Aktif
TİCLİK	Ticari Likidite	Nakit Oran
VARYAP	Varlık Yapısı	Toplam varlıklar içindeki maddi duran varlık payı
PRISK	Piyasa Riski	Beta Katsayısı: Hisse senedinin piyasa duyarlılığının ölçütü
PİYVOL	Piyasa Volatilitesi	Dönemsel Hisse Senedi Ticaretinin Standart Sapması
ENDOL	Endekste Olma	Dummy Değişken Olarak Kullanılmış Olup Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Almayı temsil eden göstergedir

Çalışmamızı, gerek ulusal ve gerekse uluslararası yazında benzerlerinden daha kapsamlı ve önemli kılan ve araştırmada bağımlı değişkenler olarak konumlanan değişkenlerin muhasebe ve piyasa temelli risk ve firma değeri başlıklarındaki piyasa performansı, ticari performans ve finansal performans göstergeleri Tablo 2'de tanıtılmıştır.

Tablo 2. Bağımlı Değişkenler ve Açıklamaları

PERFORMANS GRUBU	DEĞİŞKEN KODU	DEĞİŞKEN ADI	AÇIKLAMA
PİYASA PERFORMANSI	PD1	Firma Değeri 1	(Tobin' Q)
	PD2	Firma Değeri 2	Ln Piyasa Değeri
	PİYKAR	Piyasa Karlılığı	HBK
	LOGPTA	Piyasa Aktivitesi	Döneme ait Hisse senedi ticaretinin ortalama değeri
TİCARİ PERFORMANS	TİCAK	Ticari Aktivite	Satışlardaki % Değişim
	TİCKAR	Ticari Kar	Aktif Karlılığı
FİNANSAL PERFORMANS	FİNYET	Finansal Yeterlilik	Sermaye Yeterlilik Oranı
	NAKYET	Nakit Yeterliliği	NNA / Özkaynak

Piyasa performansı, firma değeri, piyasa karlılığı ve piyasa aktivitesini tanımlayan piyasa temelli dört değişken ile temsil edilmiştir. Firma değeri, literatürde yaygın olarak kullanılan Tobin' Q değeri ve firma piyasa değerinin doğal logaritması ile açıklanırken, piyasa karlılığı Hisse Başına Kazanç ile piyasa aktivitesi ise döneme ait ortalama hisse senedi ticaret hasılatının doğal logaritması ile ele alınmıştır.

Ticari performans, faaliyet temelli bir içeriğe sahip olup iki değişkenle tanımlanmaya çalışılmıştır. satışlardaki % değişmeyi ifade eden Ticari Aktivite (TİCAK) ve aktif karlılığı temsil eden ticari kar (TİCKAR) ifadelerinde ele alınmıştır.

Firma yatırımlarının güvenliği ve finansal risk değerlendirmelerinin temel dinamiklerini ortaya koyan finansal performans, finansal yeterlilik (FİNYET) ve nakit yeterliliği (NAKYET) başlıklarında irdelenmiştir. Finansal yeterlilik sermaye yeterlilik oranı ile, nakit yeterliliği ise, firma net nakit akımlarının özkaynaklara olan oranı ile temsil edilmiştir.

3.2. Metodolojik Sunum

Kurumsal sürdürülebilirlik ile firma performansları arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik gerçekleştirilen araştırmanın ekonometrik uygulama aşama aşama aşağıdaki gibidir.

1) Durağanlık Araştırması: Analizde kullanılacak model seçiminden önce veri setlerinin durağanlık irdelenmesinin gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu amaçla çalışmada panel birim kök testlerinden Levin Lin & Chu (LLC) ve Im, Paseran & Shin (IPS) ile birim kök süreci araştırılmıştır. Yapılan araştırma sonuçları Tablo 3'de gösterilmiştir

Tablo 3. Değişkenlere Ait Birim Kök Testi Sonuçları

BAĞIMSIZ DEĞİŞKENLER	SEVİYE DEĞERİ		TEST İSTATİSTİĞİ	SEVİYE DEĞERİ		BAĞIMLI DEĞİŞKENLER
	SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ		SABİTLİ	SABİTLİ-TRENDLİ	
AKKAL	-2,7049*	-3,8169*	Levin, Lin & Chu Im, Pesaran and Shin	-2,7049*	-3,8169*	LOGPTA
	-2,4759*	-2,8639*		-2,4759*	-2,8639*	
EVK	-14,9260*	-15,7831*	Levin, Lin & Chu Im, Pesaran and Shin	-14,9260*	-15,7831*	PİYKAR
	-17,6233*	-19,1782*		-17,6233*	-19,1782*	
TRİSK	-8,0842*	-8,1912*	Levin, Lin & Chu Im, Pesaran and Shin	-8,0842*	-8,1912*	NAKYET
	-10,8336*	-11,5447*		-10,8336*	-11,5447*	
TİCLİK	-2,2299**	-3,3313*	Levin, Lin & Chu Im, Pesaran and Shin	-2,2299**	-3,3313*	PD1
	-2,7128*	-2,7417*		-2,7128*	-2,7417*	
VARYAP	-1,0747	-1,0539	Levin, Lin & Chu Im, Pesaran and Shin	-1,0747	-1,0539	PD2
	-1,5358**	-2,1138**		-1,5358***	-2,1138**	
PRİSK	-8,8492*	-8,6857*	Levin, Lin & Chu Im, Pesaran and Shin	-8,8492*	-8,6857*	TİCAK
	-11,6714*	-10,6199*		-11,6714*	-10,6199*	
PİYVOL	-9,6506*	-8,8554*	Levin, Lin & Chu Im, Pesaran and Shin	-9,6506*	-8,8554*	FİNYET
	-8,5572*	-7,7159*		-8,5572*	-7,7159*	
BYM	-5,7187*	-5,4990*	Levin, Lin & Chu Im, Pesaran and Shin	-5,7187*	-5,4990*	TİCKAR
	-6,5838*	-5,6364*		-6,5838*	-5,6364*	

* % 1 Anlam Düzeyi, ** % 5 Anlam Düzeyi, *** % 10 Anlam Düzeyini ifade etmektedir

Tablo 3 incelendiğinde değişkenlerin tamamı hem sabitli hem de sabitli trendli modellerinde IPS test istatistiğine göre düzey değerlerinde bireysel birim kök sahibi olmadıkları, LLC test istatistiğine göre de değişkenlerde ortak birim kök bulunmadığı tespit edilmiştir. Bu gerekçeyle verilerin birim kök içerdiğine ilişkin H_0 hipotezi reddedilerek durağan oldukları sonucuna ulaşılmıştır.

2) Matematiksel Modellerin Belirlenmesi: Sürdürülebilirlik kapsamında olmanın firma piyasa, ticari ve finansal performansı üzerinde olumlu etkisinin araştırıldığı çalışma temel olarak üç ana hipotez üzerine kurgulanmıştır. Bu ana hipotez kurgusu detay düzeyde çeşitlendirilmek suretiyle toplam 8 hipotez perspektifinde çalışmanın ekonometrik çerçevesi oluşturulmuştur. Bu çerçeve Tablo 4’de ayrıntılı bir biçimde gösterilmiştir.

Tablo 4. Araştırmanın Hipotezleri

Perf. Grubu	Hipotez No	A Ç I K L A M A
PİYASA PERFORMANSI	Hipotez 1:	Sürdürülebilirlik endeksi kapsamında olmak firma piyasa değeri (Tobin' Q) üzerinde olumlu katkı sağlayarak Firma Piyasa Performansını yükseltir
	Hipotez 2:	Sürdürülebilirlik endeksi kapsamında olmak firma piyasa değeri (Piyasa Değeri) üzerinde olumlu katkı sağlayarak Firma Piyasa Performansını yükseltir.
	Hipotez 3:	Sürdürülebilirlik endeksi kapsamında olmak firma piyasa karlılığı üzerinde olumlu katkı sağlayarak Firma Piyasa Performansını yükseltir.
	Hipotez 4:	Sürdürülebilirlik endeksi kapsamında olmak firma piyasa aktivitesi üzerinde olumlu katkı sağlayarak Firma Piyasa Performansını yükseltir.
TİCARİ PERFORMANS	Hipotez 5	Sürdürülebilirlik endeksi kapsamında olmak firma ticari aktivitesi üzerinde olumlu katkı sağlayarak Firma Ticari Performansını yükseltir.
	Hipotez 6:	Sürdürülebilirlik endeksi kapsamında olmak firma ticari karlılığı üzerinde olumlu katkı sağlayarak Firma Ticari Performansını yükseltir.
FINANSAL PERFORMANS	Hipotez 7:	Sürdürülebilirlik endeksi kapsamında olmak firma finansal yeterliliği üzerinde olumsuz katkı sağlayarak Firma Finansal Performansını düşürür
	Hipotez 8:	Sürdürülebilirlik endeksi kapsamında olmak firma nakit yeterliliği üzerinde negatif katkı sağlayarak Firma Finansal Performansını düşürür.

Tablo 4'deki hipotez kurgusu teorik beklentilere dayalı olarak sürdürülebilirliğin firmanın piyasa ve ticari performansı üzerinde pozitif, beklenmedik maliyetlere neden olması bakımından finansal performansı üzerinde negatif bir katkı sergileyeceği perspektifinde geliştirilmiştir. Bu bağlamda oluşturulan matematiksel ilişkilere dair modeller de aşağıda gösterilmiştir:

$$PD1_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRISK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRISK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} + u_{it} \quad \text{Model I}$$

$$PD2_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRISK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRISK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} + u_{it} \quad \text{Model II}$$

$$PİYKAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRISK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRISK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} \quad \text{Model III}$$

$$LOGPTA_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRISK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRISK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} \quad \text{Model IV}$$

$$TİCAK_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRISK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRISK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} \quad \text{Model V}$$

$$TİCKAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRISK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRISK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} \quad \text{Model VI}$$

$$F\dot{I}NYET_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRISK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRISK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TICLIK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} \quad \text{Model VII}$$

$$NAKYET_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRISK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRISK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TICLIK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} \quad \text{Model VIII}$$

3) Ekonometrik Testler: Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin matematiksel kurgusu ardından oluşturulan her bir model için kurulan bağıntıda değişen varyans, otokorelasyon ve birimlerarası korelasyon gibi sonuçların güvenilirliğini etkileyecek bağıntıların varlığı ekonometrik olarak incelenmiştir. Değişen varyans, Levene, <Brown ve Forstythe (W) test istatistiği ile, otokorelasyon Baltagi-Wu LBI test istatistiği ile, birimler arası korelasyon probleminin varlığı ise Pesaran, Friedman ve Frees test istatistiği test edilmiştir. Test sonuçları Tablo 5’de gösterilmiştir.ile erek yorumlanmıştır.

Tablo 5. Modellere Ait Ekonometrik Testler ve Seçim Kriteri Test Sonuçları

TEST AMACI	TEST İSTATİSTİĞİ	Model I	Model II	Model III	Model IV	Model V	Model VI	Model VII	Model VIII
Değişen Varyans	Levene, Brown ve Forsythe (W)	9.385*	11.928*	6.264*	7.981*	8.324*	9.842*	8.652*	9.634*
Otokorelasyon	Baltagi-Wu LBI	0.826	0.985	0.654	0.834	0.795	0.814	0.679	0,924
Birimlerarası Korelasyon	Pesaran	5.534*	7.897*	5.052*	5.654*	6.024*	7.625*	5.124*	8.421*
	Friedman	70.552*	115.569*	82.349*	81.128*	76.689*	79.865*	64.235*	86.427*
	Frees	1.799*	2.627*	1.6246*	1.924*	1.987*	2.0125*	1.654*	1.846*

Tablo 5’de görüldüğü gibi tüm modeller için gerçekleştirilen ekonometrik irdelemeler neticesinde değişen varyans, otokorelasyon ve birimler arası korelasyon sorunu ile karşılaşıldığından klasik modellerin kullanılması uygun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

4: Ekonometrik Model Belirlemek İçin Hausman Testi: Çalışmanın metodolojisinde kullanılan panel veri analizine göre klasik modelin ekonometrik olarak güvenilirlik problemi taşıması durumunda, bu problemin izalesi amacıyla panel veri modelinin seçimi bazı testler neticesinde kararlaştırılabilir. Bu amaç doğrultusunda en belirgin olarak Hausman Testi ile Breusch-Pagan Lagrange Çarpanları Testi kullanılmaktadır. Çalışmada Hausman Testi kullanılmış olup bu test Rassal Etkili ve Sabit Etkili Modeller arasında bir seçim yapılması gerektiğinde, model tercihinine yönelik karar verilmesinde kullanılır. Sabit Etkili Tahmincinin tutarlı ve yansız olduğu varsayımından hareket edilmektedir. Bu amaçla gerçekleştirilen model belirleme aşamasında birim ve zaman etkilerinin varlığı incelenmiştir. Tesadüfi etkiler modelinin sabit etkiler modeline göre etkinliğinin araştırılmasında kullanılan Hausmann testine ait hipotezler;

H_A : SE tutarlıdır. TE etkindir.

H_1 : SE tutarlıdır. TE tutarsızdır. Şeklinde.

Çalışmanın metodolojik sunumunun 3. Aşamasında gerçekleştirilen bağımlı değişkenlere ait klasik modelin tutarsızlıklarına ilişkin irdelemelere dayalı olarak birimler arasındaki sabit varyans varsayımının geçerli olması istenilen durum olduğu için tüm bağımlı değişkenlere ait klasik modellere Levene, Brown ve Forsythe değişen varyans testi uygulanmıştır. Bu teste ait hipotezler;

H_0 : Birimlere ait varyanslar sabittir.

H_1 : Birimlere ait varyanslar değişkendir.

şeklinde. Test sonuçlarına göre bağımlı değişkenler için değişen varyansın varlığı reddedilememektedir. Otokorelasyon tanımsal açıdan kalıntıların bir önceki döneme ait kalıntılarla ilişkisi olduğunu belirtmekte ve bu durum ekonometrik temel varsayımlarında istenilmeyen bir durumdur. Bu durumda parametreler tutarsız olacaktır. Panel veri analizinde Baltagi-Wu LBI otokorelasyonun varlığının test edilmesi için kullanılmaktadır. LBI istatistiğinin 2'nin altında olması durumunda otokorelasyonun modelin analizinde dikkate alınması gerekmektedir. Elde edilen test istatistikleri sonuçlarına göre değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon sorununa rastlanmış olduğundan, bağımlı değişkenlerin her birine ait ekonometrik model belirleme çalışmalarına ilişkin sonuçlar Tablo 5'de özetlenerek gösterilmiştir.

Tablo 6. Hausman Testi Sonuçları ve Kullanılacak Ekonometrik Modeller

PERFORMANS ADI	BAĞIMLI DEĞİŞKEN	HAUSMAN TEST SONUCU
PİYASA PERFORMANI	PD1	SABİT ETKİLER MODELİ
	PD2	Zaman ve birim aynı modelin yatay kesit ve zaman boyutunda MODEL ANLAMSIZ
	PİYKAR	SABİT ETKİLER MODELİ
	LOGPTA	SABİT ETKİLER MODELİ
TİCARİ PERFORMANS	TİCAK	TESADÜFİ ETKİLER MODELİ
	TİCKAR	TESADÜFİ ETKİLER MODELİ
FİNANSAL PERFORMANS	FİNYET	TESADÜFİ ETKİLER MODELİ
	NAKYET	SABİT ETKİLER MODELİ

5: Analiz Metodolojisinin Seçimi: Hausman Testi sonuçlarına göre bağımlı değişkenlere ait ekonometrik modeller belirlenmiş olmakla birlikte panel veri modellerinde değişen varyans, birimler arası korelasyon ve otokorelasyon hata modellerinin izlenmesi durumunda sonuçların güvenilirliğinin sağlanması amacıyla önerilen Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yönteminin kullanımına karar verilmiştir. Sonuçların güvenilirliğini

artırmak amacıyla da model dirençli (robust) hale getirilmiş ve Dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi olarak kabul edilmiştir.

3.3. Analiz Sonuçları ve Değerlendirmeler

Dirençli Esnek Genelleştirilmiş En Küçük Kareler Yöntemi kullanılarak gerçekleştirilen araştırma, kurumsal sürdürülebilirlik ile firma performansı arasındaki ilişkiyi belirlemeye yöneliktir. Firma performansı, firma piyasa performansı, firma ticari performansı ve firma finansal performans ana başlıklarını temsil eden sekiz bağımlı değişken üzerinden gerçekleştirilmiş olup analiz sonuçları her bir firma performans göstergesi açısından ayrı ayrı değerlendirilmek suretiyle aşağıdaki gibi özetlenmiştir.

PD1'e Ait Analiz Sonuçları:

$$PD1_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRISK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRISK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TICLIK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} + u_{it}$$

Dirençli esnek genelleştirilmiş en küçük kareler yöntemi uygulanmak suretiyle piyasa performans değerlendirmesi Model 1'e dayalı olarak Piyasa Değeri (Tobin' Q) için sabit etkiler modeli uygulanarak gerçekleştirilmiştir. Değerlendirme sonuçları Tablo 7'de gösterilmiştir.

Tablo 7: PD1 Analiz Sonuçları

PD1	Katsayı	Z
BYM	0.7147699	13.93 *
AKKAL	-0.0013603	-3.75*
EVK	-0.0006809	-0.66
TRISK	-0.0087092	-0.67
VARYAP	-0.0824048	-0.43
PRISK	1.119737	10.53*
PIYVOL	-0.001884	-2.19**
ENDOL	0.3280262	0.94
TICLIK	-0.0729357	-1.37
SABIT	0.0341319	0.74
Gözlem sayısı	330	
Grup sayısı	11	
Zaman boyutu	30	
Wald kıkare	164.21*	

H1₀: $\beta_{it} = 0$ (değişkene ait parametre anlamsızdır.)

H1₁: $\beta_{it} \neq 0$ (değişkene ait parametre anlamlıdır.)

Dirençli tesadüfi etkiler modelinin istatistiki olarak değerlendirildiğinde; değişkenlerden BYM, VARYAP, PRISK ve SABIT terim için Ho hipotezi reddedilemez. Tesadüfi modeller için geliştirilmiş olan Wald istatistiği yardımıyla değişkenlerin birlikte anlamlılığı bir diğer deyişle, modelin kurgusu test edilmektedir. Bu istatistiksel analize ait hipotezler;

H2₀: $\beta_{it} = \beta_{is} = 0$ (değişkenlere ait parametreler birlikte anlamsızdır.)

H2₁: Değişkenlere ait parametrelerden en az bir tanesi sıfırdan farklıdır.

şeklinde. Wald istatistiğine göre H_1 hipotezi reddedilememektedir dolayısıyla model kurgusu anlamlıdır ve değişkenler birlikte anlamlılık göstermektedir. Bununla birlikte sürdürülebilirlik endeksi kapsamında bulunmanın Piyasa Değeri (Tobin' Q) açısından istatistiki olarak anlamlı bir katkısı bulunmadığı görülmekte olup Hipotez 1 reddedilmektedir.

Analiz sonuçları finansal açıdan değerlendirildiğinde büyüme, aktif kalitesi, piyasa riski ve piyasa volatilitésinin piyasa değeri üzerinde anlamlı bir etki sergilediği görülmektedir. Büyüme ve piyasa riski pozitif bir katkı sağlarken piyasa volatilitésini ve aktif kalitesi negatif bir etkiye sahiptir. Endekste olmak anlamlı olmamakla birlikte piyasa değeri üzerinde pozitif bir etkiye sahip olması, sürdürülebilirliğin firma değeri üzerindeki olumlu katkı sağlamasının delili olmaktadır. Piyasa riski, modele dahil değişkenler arasında en yüksek etkiye sahip değişken olarak görülmektedir. Bu durum finansal yönetimin risk getiri değiş tokuşu ilkesinin ekonometrik kanıtı olarak değerlendirilebilir. Piyasa volatil yapısının piyasa değeri üzerinde negatif bir katkı sağlaması yine teorik beklentileri destekler niteliktedir. Anlamlı ilişkiler sunmamakla birlikte modele dahil edilen diğer değişkenlere ait bulgular da teorik beklentileri destekler nitelikte olup modelde isabet kaydedilmesinin bir delili olarak değerlendirilebilir.

PD2'ye Ait Analiz Sonuçları:

$$PD2_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRİSK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRİSK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} + u_{it}$$

Model II'nin model kurgusunda tüm bağımsız değişkenler modele dahil edilmiştir. Zaman ve birim boyutunun diğer modellerle aynı olduğu modelde istatistiksel analizler sonucunda modelin geçersiz olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bir diğer deyişle seçilen yatay kesit boyutu ve zaman boyutunda kurumsal sürdürülebilirlik bağlamında PD2 geçersiz olmaktadır.

PİYKAR'a Ait Analiz Sonuçları

$$PIYKAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRİSK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRİSK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} + u_{it}$$

Dirençli olan Esnek Genelleştirilmiş EKK yöntemiyle elde edilmiş modelin parametre tahminleri Tablo 8'de yer almaktadır.

Tablo 8. PİYKAR'a Ait Analiz Sonuçları

PİYKAR	Katsayı	Std. hata	Z
BYM	0.0044940	0.0009884	4.55*
AKKAL	-0.0006264	0.0022416	-0.28
EVK	0.7013377	0.0407164	17.22*
TRİSK	11.9524300	0.5145839	23.23*
VARYAP	-0.4248361	0.2562610	-1.66***
PRİSK	0.0023353	0.0029003	0.81
PİYVOL	-1.5646750	1.2494990	-1.25
ENDOL	0.1965220	0.0572735	3.43*
TİCLİK	-0.1657141	0.1180326	-1.40
SABİT	0.1110416	0.0722787	1.54
Gözlem sayısı	330		
Grup sayısı	11		
Zaman boyutu	30		
Wald kıkare	1234.77*		

Modele dahil edilen değişkenlere ait istatistiksel sınamalar sonucunda bağımlı değişken olan PİYKAR üzerinde BYM, EVK, TRİSK, VARYAP ve ENDOL değişkenleri için H_1 reddedilememektedir. Modele dahil edilen değişkenlerin birlikte anlamlılığı ve model tanımlamasının test edilmesi için geliştirilen Wald istatistiğine göre H_1 hipotezi reddedilememekte, dolayısıyla modelin tanımlanmasının uygunluğuna karar verilmektedir. Bununla birlikte sürdürülebilirlik endeksinde bulunmanın, piyasa karlılığı açısından piyasa performansı üzerinde istatistiki açıdan anlamlı bir katkı sağladığı görüldüğünden Hipotez 3 kabul edilir.

Analiz sonuçları finansal açıdan değerlendirildiğinde, ilk gözlemlenen en önemli bulgu endekste olmanın piyasa karlılığı üstünde pozitif anlamlı katkısıdır. Büyüme, etkin varlık kullanımı, ticari risk ve varlık yapısının anlamlı bir etki sağladığı izlenmektedir. Varlık yapısı negatif bir ilişkiyi vurgularken büyüme, etkin varlık kullanımı, ticari risk ve endekste olmanın piyasa karlılığı arasında pozitif ilişki kaydedilmektedir. Modele giren diğer bağımsız değişkenler anlamlı bir etki öngörmemekle birlikte istatistiki sonuçlar teorik beklentileri karşılar niteliktedir. Piyasa riskinin piyasa karlılığı üzerinde pozitif bir katkı sunarken piyasa volatilitesi negatif bir katkı öngörmesi buna örnek olarak gösterilebilir. Dolayısıyla modele dahil edilen değişkenlerde isabet kaydedildiği teorik olarak teyit edildiği gibi istatistiki olarak da kanıtlanmış durumdadır.

LOGPTA'ya Ait Analiz Sonuçları

$$LOGPTA_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRİSK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRİSK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} + u_{it}$$

Piyasa ticari aktivitesi için oluşturulan Model IV'e ilişkin parametre tahminleri Tablo 9'da yer almaktadır. Buna göre modele dahil edilen 9 bağımsız değişkenden, TRİSK,

VARYAP, PİYVOL, TİCLİK ve SABİT terime ilişkin parametreler için yapılan anlamlılık testinde H_1 reddedilememektedir.

Tablo 9. LOGPTA'ya Ait Analiz Sonuçları

LOGPTA	Katsayı	Std. hata	Z
BYM	0.0003716	0.0006565	0.57
AKKAL	-0.0027075	0.0016436	-1.65
EVK	-0.0110685	0.0201465	-0.55
TRİSK	-0.6915098	0.24781	-2.79 *
VARYAP	0.71778	0.1411847	5.08 *
PRİSK	0.0013193	0.0018661	0.71
PİYVOL	2.713312	0.8176275	3.32*
ENDOL	0.0463459	0.046871	0.99
TİCLİK	0.1339261	0.0753307	1.78***
SABİT	6.172234	0.0628712	98.17*
Gözlem sayısı	330		
Grup sayısı	11		
Zaman boyutu	30		
Wald kikare	43.67*		

Model IV'e ilişkin parametrelerin birlikte anlamlılıklarını ve model kurgusu incelendiğinde, Wald istatistiğine göre modele dahil edilen değişkenlerden en az birinin parametresinin sıfırdan farklı olduğu ve modelin kurgusunun etkin olduğu hipotez reddedilememektedir.

Finansal açıdan analiz sonuçları değerlendirildiğinde ilk dikkat çeken özellik, ticari risk, varlık yapısı, piyasa volatilitesi ve ticari likidite ile piyasa ticari aktivitesi arasında anlamlı bir ilişkinin sergilendiği görülmektedir. Piyasa ticari aktivite ile ticari risk arasında negatif bir ilişki izlenirken ticari likidite, piyasa volatilitesi ve varlık yapısı arasında pozitif bir ilişki vardır. Anlamlı bir ilişki sunmamış olmakla birlikte aktif kalitesi ve etkin varlık yapısı piyasa ticari aktivitesi üzerinde olumsuz bir etkiye sebep olurken piyasa riski, endekste olma ve büyüme olumlu bir etkinin sebebi olduğu görülmektedir. Bu yönüyle endeks kapsamında olmanın piyasa ticari aktivitesi üzerinde pozitif bir katkıya sebep olması, sürdürülebilirlik uygulamalarının firma değerinin maksimizasyonu açısından önemli olduğu sonucunu vurgulamaktadır. Anlamlı bir ilişki ifade etmemekle birlikte piyasa riskini temsil eden beta katsayısının sürdürülebilirlik açısından piyasa ticari aktivitesi üzerinde çok düşük bir etkiye sahip olması, teorik beklentilerle uyumlu bir sonucu işaret etmektedir.

Bütün bunlara rağmen sürdürülebilirlik endeksinde olmanın piyasa ticari aktivitesi açısından piyasa performansı üzerinde anlamlı bir katkı sağlamadığı görüldüğünden bu yüzden Hipotez 4 reddedilmiştir.

TİCAK'a Ait Analiz Sonuçları

$$TİCAK_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRİSK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} \\ + \beta_6 PRİSK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} + u_{it}$$

Ticari Aktivitenin kurumsal sürdürülebilirliği gösteren bağımlı değişken olarak belirlenmiş olduğu Model V'e ait model kurgusu yukarıda yer almaktadır. Ticari Aktivite bağımlı değişkenine ait parametre sonuçları Tablo 10'da gösterilmektedir.

Tablo 10: TİCAK'a Ait Analiz Sonuçları

TİCAK	Katsayı	Driscoll-Kraay Std. hata	t
BYM	0.4240296	0.0691603	6.13*
AKKAL	-0.3946966	0.1900007	-2.08 ***
EVK	-2.669049	4.959985	-0.54
TRİSK	77.11182	32.41638	2.38 **
VARYAP	-81.47012	34.23792	-2.38 **
PRİSK	-0.028923	0.2169362	-0.13
PİYVOL	-66.63751	121.0566	-0.55
ENDOL	-2.184702	3.994053	-0.55
TİCLİK	-0.5735761	5.813643	-0.10
SABİT	39.71162	12.83694	3.09 **
Gözlem sayısı	330		
Grup sayısı	11		
Zaman boyutu	30		
F testi	11.66*		

Model V'e ilişkin parametrelerin tekil istatistiki anlamlılık sonuçlarına göre; bağımsız değişkenlerden BYM, AKKAL, TRİSK, VARYAP ve SABİT terime ilişkin parametreler için kurulan hipotezlerden alternatif hipotez reddedilememektedir dolayısıyla söz konusu parametreler istatistiki olarak anlamlıdır. Modele dahil edilen değişkenlerin birlikte anlamlılıkları Sabit Etkiler Modelinde F istatistiği yardımıyla test edilebilmektedir. Buna göre değişkenlere ilişkin parametrelerden en az birinin sıfırdan farklı olduğuna ve modelin spesifikasyonunun etkin olduğuna ilişkin hipotez reddedilememektedir. Bununla birlikte sürdürülebilirlik endeksi kapsamında bulunmanın ticari aktivite açısından firma ticari performansı üzerinde istatistiki açıdan anlamlı bir ilişki bulunmadığından Hipotez 5 reddedilmektedir.

Analiz sonuçlarına finansal açıdan bakıldığında büyüme, aktif kalitesi, ticari risk ve varlık yapısının ticari aktivite üzerinde anlamlı bir etki ortaya koyduğu görülmektedir. Aktif kalitesi ve varlık yapısının katkıları negatif, büyüme ve ticari riskin katkıları ise pozitif yönlüdür. Büyümenin ticari aktivite üzerindeki pozitif katkısı, büyüklüğün yarattığı piyasa imajına dayalı olarak açıklanabilirken ticari riskin ticari aktivite üzerindeki pozitif katkısı risk-getiri değiş tokuşunun piyasa yansıması olarak değerlendirilebilir. Bu katkının büyüklüğü dikkate alındığında, firma açısından artan riskin ticari aktiviteyi tetikleyen özelliğinden kaynaklandığı ifade edilebilir. Aktif kalitesi ve varlık yapısı ile ticari aktivite arasındaki

negatif ilişki, aktif yapısı içinde duran varlık payının artmasının kısa dönemde ticari aktiviteye ayrılacak pay üzerindeki olumsuzluklara dayalı negatif bir etki yaratması teorik beklentisine uygunluğu ile açıklanabilir.

TİCKAR'a Ait Analiz Sonuçları

$$TİCKAR = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRİSK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRİSK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} + u_{it}$$

Çalışmaya dahil edilen 11 şirkete ilişkin Ticari Karlılık değişkeninin kurumsal sürdürülebilirliğin bir göstergesi olarak modele bağımlı değişken alındığı Model VI'ya ilişkin model spesifikasyonu yukarı temsil edilmiştir. Ticari Karlılık bağımlı değişkenine ait parametre sonuçları Tablo 11'de yer almaktadır.

Tablo 11. TİCKAR'a Ait Analiz Sonuçları

TİCKAR	Katsayı	Driscoll-Kraay Std. hata	t
BYM	0.0068019	0.0040541	1.68
AKKAL	0.0037559	0.0176879	0.21
EVK	0.5330586	0.2125297	2.51**
TRİSK	8.094.793	2.598.675	31.15*
VARYAP	669.608	1.983.296	3.38 *
PRİSK	0.0012511	0.005226	0.24
PİYVOL	-4.887.953	3.485.987	-1.40
ENDOL	0.308458	0.1100221	2.80**
TİCLİK	0.3726149	0.4961713	0.75
SABİT	-1.880.151	0.6652737	-2.83**
Gözlem sayısı	330		
Grup sayısı	11		
Zaman boyutu	30		
F testi	1272.69*		
R²	0,9334		

Model VI'ya ilişkin parametrelerin tekil istatistiki anlamlılık sonuçlarına göre; bağımsız değişkenlerden EVK, TRİSK, VARYAP, ENDOL ve SABİT'e ilişkin parametreler için kurulan hipotezlerden alternatif hipotez reddedilememektedir. Dolayısıyla söz konusu parametreler istatistiki olarak anlamlıdır. Modele dahil edilen değişkenlerin birlikte anlamlılıkları Sabit Etkiler Modelinde F istatistiği yardımıyla test edilebilmektedir. Buna göre değişkenlere ilişkin parametrelerden en az birinin sıfırdan farklı olduğuna ve modelin spesifikasyonunun etkin olduğuna ilişkin hipotez reddedilememektedir. Bununla birlikte sürdürülebilirlik endeksi kapsamında bulunmanın ticari karlılık açısından firma ticari performansı üzerinde istatistiki olarak anlamlı bir ilişki ortaya koyduğu görüldüğünden Hipotez 6 kabul edilmektedir.

Analiz sonuçları finansal açıdan yorumlandığında etkin varlık kullanımı, ticari risk, varlık yapısı ve endekste olmanın ticari kar açısından anlamlı ilişkiler sunduğu

gözlemlenmektedir. Anlamli ilişkiler sunan bütün bağımsız değişkenlerin ticari kar üzerinde pozitif bir katkı sunduğu, katkı payı en yüksek değişkenin ticari risk ve varlık yapısı olduğu görülmektedir. Bununla birlikte anlamli görülmemekle birlikte piyasa volatilitésinin ticari kar üzerinde negatif bir etkiye sahip olması teorik beklentileri destekler nitelikte olup modelin doğru bir kurguya dayalı oluşturulduğu kanaatini yenilemektedir. Endekste olmanın ticari kar üzerinde anlamli pozitif bir katkı sağladığı görülmektedir. Teorik beklentilere uygun bu durum, sürdürülebilirlik uygulamalarının ticari kar üzerinde olumlu bir katkı sağladığı kanaatini ortaya koymaktadır. Ayrıca genel olarak modele dahil edilen 9 bağımsız değişkenin ticari karlılık olarak belirlenen bağımlı değişkeni açıklayıcılık oranı yüzde 93 olarak R^2 yorumlanmıştır.

FİNYET'e Ait Analiz Sonuçları

$$FİNYET_{it} = \beta_0 + \beta_1 BYM_{it} + \beta_2 AKKAL_{it} + \beta_3 EVK_{it} + \beta_4 TRİSK_{it} + \beta_5 VARYAP_{it} + \beta_6 PRİSK_{it} + \beta_7 PVOL_{it} + \beta_8 TİCLİK_{it} + \beta_{10} ENDOL_{it} + u_{it}$$

Örneklemede yatay kesit boyutu olarak yer alan 11 şirkete ilişkin bir diğer kurumsal sürdürülebilirlik göstergesi Finansal Yeterlilik oranıdır. Bu oranın bağımsız değişken olarak belirlendiği Model VII'de dokuz adet bağımsız değişken yer almaktadır. Modellemede öncelikle klasik modele gidilmiş çıktıları sabit etkilerle kıyaslandığında sabit ekiler modelinin daha üstün olduğuna karar verilmiştir. Hausman testi ile tesadüfi etkiler modeli ile sabit etkiler modeli arasında yapılan etkinlik testi sonucunda sabit etkiler modelinin uygunluğuna karar verilmiş ve modele ilişkin çıktıları Tablo 11'de gösterilmiştir.

Tablo 11. FİNYET'e Ait Analiz Sonuçları

FİNYET	Katsayı	Driscoll-Kraay Std. hata	t
BYM	-0.0357304	0.0196014	-1.82***
AKKAL	-0.1015018	0.0662780	-1.53
EVK	-0.2752896	0.7329267	-0.38
TRİSK	28.4594800	10.2043600	2.79**
VARYAP	73.2705800	7.51299500	9.75*
PRİSK	-0.0292179	0.0453664	-0.64
PİYVOL	42.6799100	19.0132000	2.24**
ENDOL	-2.0613680	0.7431862	-2.77**
TİCLİK	10.3264500	3.7773090	2.73**
SABİT	13.3084100	2.2132430	6.01*
Gözlem sayısı	330		
Grup sayısı	11		
Zaman boyutu	30		
F testi	208.48*		
R2	0.46993		

Model VII'ya ilişkin parametrelerin tekil istatistiki anlamlılık sonuçlarına göre; bağımsız değişkenlerden RİSK, VARYAP, PİYVOL, TİCLİK, ENDOL ve SABİT'e ilişkin parametreler için kurulan hipotezlerden alternatif hipotez reddedilememektedir dolayısıyla söz konusu parametreler istatistiki olarak anlamlıdır. Bu bakımdan sürdürülebilirlik endeksi kapsamında bulunmak finansal yeterlilik açısından firma finansal performansı üzerinde istatistiki olarak anlamlı ancak negatif yönlü bir ilişki koyduğundan Hipotez 7 kabul edilmektedir.

Modele dahil edilen değişkenlerin birlikte anlamlılıkları Sabit Etkiler Modelinde F istatistiği yardımıyla test edilebilmektedir. Buna göre değişkenlere ilişkin parametrelerden en az birinin sıfırdan farklı olduğuna ve modelin spesifikasyonunun etkin olduğuna ilişkin hipotez reddedilememektedir.

Finansal açıdan analiz sonuçları incelendiğinde büyüme %10, ticari risk, piyasa volatilitesi ve ticari likidite %5, varlık yapısı ise %1 önem düzeyinde anlamlıdır. Endekste olma, finansal yeterlilik açısından anlamlı bir ilişki sergilemiş olmakla birlikte aktif kalitesi, etkin varlık kullanımı ve piyasa riski ile finansal yeterlilik arasındaki ilişki istatistiki olarak anlamlı değildir. Buna göre Bununla birlikte büyüme, aktif kalitesi, etkin varlık kullanımı, piyasa riski ve endekste olmanın finansal yeterlilik üzerinde negatif bir katkısı söz konusudur. Varlık yapısı, ticari risk ve piyasa volatilitesi ve ticari likidite pozitif bir katkı sunarken katkı payı en yüksek değişken varlık yapısı olarak görülmektedir. Bu bağlamda varlık yapısının finansal yeterlilik üzerinde önemli bir etkinliğe sahip olduğu söylenebilir. Bu durum sırasıyla piyasa volatilitesi, ticari risk ve ticari likidite sıralamasında izlenmektedir. Bağımsız değişkenler ile finansal yeterlilik arasında ilişki %1 önem düzeyinde anlamlı olup modele dahil edilen 9 bağımsız değişkenin finansal yeterlilik olarak belirlenen bağımlı değişkeni açıklayıcılık oranı yüzde 46 olarak R² yorumlanmıştır. Bu sonuca göre Ticari Karlılık modeline göre açıklama gücü açısından daha etkili bir model olduğu söylenebilmektedir.

NAKYET'e Ait Analiz Sonuçları

$$\text{NAKYET}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{BYM}_{it} + \beta_2 \text{AKKAL}_{it} + \beta_3 \text{EVK}_{it} + \beta_4 \text{TRİSK}_{it} + \beta_5 \text{VARYAP}_{it} \\ + \beta_6 \text{PRİSK}_{it} + \beta_7 \text{PVOL}_{it} + \beta_8 \text{TİCLİK}_{it} + \beta_{10} \text{ENDOL}_{it}$$

Nakit yeterliliğini temsilen seçilen NAKYET'e ait matematiksel ilişki Model VIII'de verilmiş olup modele ilişkin parametre tahminleri Tablo 12'de yer almaktadır. Buna göre modele dahil edilen 9 bağımsız değişkenden, TRİSK, VARYAP, PİYVOL, TİCLİK ve SABİT'e ilişkin parametreler için yapılan anlamlılık testinde H₁ reddedilememektedir.

Tablo 12. NAKYET'e Ait Analiz Sonuçları

NAKYET	Katsayı	Std. hata	Z
BYM	0.0005052	0.0001174	4.30*
AKKAL	0.0007224	0.0002443	2.96 *
EVK	0.1357115	0.0048961	27.72 *
TRİSK	1.9356410	0.0595649	32.50*
VARYAP	-0.0540973	0.0299571	-1.81***
PRİSK	-0.0000324	0.0002160	-0.15
PİYVOL	0.3512514	0.1332696	2.64*
ENDOL	0.0023117	0.0081860	0.28
TİCLİK	-0.0281918	0.0119486	-2.36**
SABİT	-0.0036465	0.0092410	-0.39
Gözlem sayısı	330		
Grup sayısı	11		
Zaman boyutu	30		
Wald kikare	4230.02*		

Modele dahil edilen değişkenlere ait istatistiksel sınamalar sonucunda bağımlı değişken olan Nakit Yeterliliği üzerinde BYM, AKKAL, EVK, TRİSK, VARYAP, PİYVOL, TİCLİK değişkenleri için H_1 reddedilememektedir. Modele dahil edilen değişkenlerin birlikte anlamlılığı ve model tanımlamasının test edilmesi için geliştirilen Wald istatistiğine göre H_1 hipotezi reddedilememekte, dolayısıyla modelin tanımlanmasının uygunluğuna karar verilmektedir.

Finansal açıdan analiz sonuçları incelendiğinde Nakit yeterliliği üzerinde bağımsız değişkenlerin yarattığı etkiler büyüme, aktif kalitesi, etkin varlık kullanımı, ticari risk ve piyasa volatilitesi %1, ticari likitide %5 ve varlık yapısı da %10 önem düzeyinde anlamlı ilişkiler ortaya koymuştur. Varlık yapısı, piyasa riski, ticari likidite bağımsız değişken üzerinde negatif ilişki sergilerden diğer değişkenler ile pozitif bir korelasyona sahiptir. Değişkenler içinde en yüksek etkiye sahip olan değişken Ticari risk olurken en düşük katkı büyümeye aittir.

4. Genel Değerlendirme ve Sonuç

4.1. Genel Değerlendirme

Bütün bu açıklamalar neticesinde kurumsal sürdürülebilirliğin yapılan çalışmanın amacına uygun olarak firma piyasa performansı, firma ticari performansı ve firma finansal performansına olan etkileri dirençli en küçük kareler yöntemine göre yapılan analiz sonuçları, Tablo 12'de toplu olarak gösterilmiştir.

Genel olarak elde edilen bulgular gerek teorik beklentiler ve gerekse literatürdeki benzer çalışmalarla örtüşür niteliktedir. Bunula birlikte araştırmanın bağımlı değişken veri setinde Piyasa Değerinin doğal logaritması alınmak suretiyle hesaplanan PD2 kodlu firma değeri göstergesi dışındaki tüm bağımlı değişkenler anlamlı sonuçlar vermiştir. Dolayısıyla firma performans göstergelerini temsil eden değişkenlerin seçiminde isabet kaydedilmiş olduğu yargısına varmak mümkün olabilmektedir. Bu durum teferruatlı irdelemeler neticesinde de ulaşılabilecek genel bir kanaattir.

Tablo 12. Kurumsal Sürdürülebilirlik İle Firma Performans Grupları Arasındaki İlişkiler

Per. Tipi	Bağ. Değ.	Test İstatistiği	BYM	AKKAL	EVK	TRİSK	VARYAP	PRİSK	PİYVOL	ENDOL	TİCLİK	SABİT
PIYASA PERFORMANSI	PDI	Katsayı	-0.0013603	-0.0006809	-0.0087092	-0.0824048	1.119.737	-0.001884	0.3280262	-0.0729357	0.0341319	0.7147699
		z	-3.75*	-0.66	-0.67	-0.43	10.53*	-2.19**	0.94	-1.37	0.74	13.93 *
	PİYKAR	Katsayı	0.004494	-0.0006264	0.7013377	1.195.243	-0.4248361	0.0023353	-1.564.675	0.196522	-0.1657141	0.1110416
		Z	4.55*	-0.28	17.22*	23.23*	-1.66***	0.81	-1.25	3.43*	-1.40	1,54
	LOGPTA	Katsayı	0.0003716	-0.0027075	-0.0110685	-0.6915098	0.71778	0.0013193	2.713.312	0.0463459	0.1339261	6.172.234
		Z	0.57	-1.65	-0.55	-2.79 *	5.08 *	0.71	3.32*	0.99	1.78***	98.17*
TİCARİ PERFORMANS	TİCAK	Katsayı	0.4240296	-0.3946966	-2.669.049	7.711.182	-8.147.012	-0.028923	-6.663.751	-2.184.702	-0.5735761	3.971.162
		T	6.13*	-2.08 ***	-0.54	2.38 **	-2.38 **	-0.13	-0.55	-0.55	-0.10	3.09 **
	TİCKAR	Katsayı	0.0068019	0.0037559	0.5330586	8.094.793	669.608	0.0012511	-4.887.953	0.308458	0.3726149	-1.880.151
		T	1.68	0.21	2.51**	31.15*	3.38 *	0.24	-1.40	2.80**	0.75	-2.83**
FINANSAL PERFORMANS	FİNYET	Katsayı	-0.0357304	-0.1015018	-0.2752896	2.845.948	7.327.058	-0.0292179	4.267.991	-2.061.368	1.032.645	1.330.841
		T	-1.82***	-1.53	-0.38	2.79**	9.75*	-0.64	2.24**	-2.77**	2.73**	6.01*
	NAKYET	Katsayı	0.0005052	0.0007224	0.1357115	1.935.641	-0.0540973	-0.0000324	0.3512514	0.0023117	-0.0281918	-0.0036465
		Z	4.30*	2.96 *	27.72 *	32.50*	-1.81***	-0.15	2.64*	0.28	-2.36**	-0.39

Sürdürülebilirliğin finansal performans üzerindeki etkilerinin belirlenmesine ilişkin incelemede oluşturulan modeller Piyasa değeri, Piyasa Karlılığı ve Piyasa ticari aktivitesi perspektifinde oluşturulmuştur. Piyasa değer göstergesi Tobin' Q değeri ve Piyasa değerinin doğal logaritması alınmak suretiyle elde edilen iki değer ifadesi üzerinden yapılmıştır.

Oluşturulan modellerden piyasa değer göstergelerinden Piyasa Değerinin doğal logaritması alınmak suretiyle elde edilen değer ifadesi anlamsız olduğundan değerlendirme kapsamına alınmamıştır. Piyasa performansın değerlendirmesine ilişkin diğer modellerin tamamı bir bütün olarak %1 önem düzeyinde anlamlı sonuçlar ortaya koymuştur.

Sürdürülebilirlik uygulamalarının piyasa performans değerlendirmelerinden Firma Değeri ile ilişkili değişkenlerden 4 tanesi, piyasa karlılığı ile ilişkili olarak bağımsız değişkenlerden 5 tanesi ve piyasa volatilitesi ile ilişkili olarak bağımsız değişkenlerden 5 tanesi anlamlı sonuçlar sergilemişlerdir.

Tobin' Q piyasa değeri ile büyüme arasında %1 önem düzeyinde negatif, varlık yapısı arasında %1 önem düzeyinde pozitif, piyasa riski arasında %5 önem düzeyinde negatif ve sabit terim ile %1 önem düzeyinde negatif ilişki gözlemlenmiştir.

Sürdürülebilirliğin ticari performans üzerindeki etkilerinin belirlenmesine ilişkin bulguların değerlendirmeleri, firmaların muhasebe temelli göstergelerine bağlı oluşturulan bir perspektifte modellenerek incelenmiştir. Ticari Karlılık ve Ticari aktivite bağlamında ele alınan incelemede oluşturulan modeller %1 önem düzeyinde anlamlı sonuçlar ortaya koymuştur.

Sürdürülebilirlik ile ticari performans arasındaki ilişkileri tanımlaması bakımından oluşturulan modellerin her ikisinde de 5 bağımsız değişken anlamlı ilişkiler sergilemiştir.

Sürdürülebilirlik ile ticari performans arasındaki ilişkinin belirlenmesine yönelik olarak oluşturulan modellerden Ticari Kar bağımlı değişkeni ile bağımsız değişkenlerden etkin varlık kullanımı %5, ticari risk %1, varlık yapısı %1, endekste olmak ve sabit terim %5 önem düzeyinde anlamlı sonuçlar ortaya koymuştur.

Etkin varlık kullanımı ile ticari karlılık arasında pozitif, ticari risk ile ticari karlılık arasında pozitif, varlık yapısı ile ticari karlılık arasında pozitif, endekste olmak ile ticari karlılık arasında pozitif bir ilişki gözlemlenmiştir. Sabit terimin ticari kar üzerindeki etkisi negatiftir.

Genel anlamda gözlemlenen ilişkiler beklentilerle aynı yöndedir. Anlamlı ilişkiler sunan bağımsız değişkenlerden pozitif yönlü en güçlü etkiyi ticari risk göstermiştir. Finansal anlamda risk getiri değiş tokuşu ilkesi gereğince elde edilen bu sonuç oldukça anlamlıdır. Varlık yapısındaki pozitif katkının büyüklüğü, sürdürülebilir performansta varlık yapısının önemini ifade etmektedir.

Ticari kar üzerinde pozitif katkı sergileyen büyüme ve aktif kalitesi bağımsız değişkenlerinin etkisi sırasıyla %0,6 ve %0,3 üzerinde görülmektedir. Büyüme göstergesi olarak alınan aktif büyüme oranı dikkate alındığında finansal anlamda firmanın aktiflerini büyütmesinin ticari karlılık üzerinde sürdürülebilir performans açısından %0,6'lık bir katkının, aktif kalitesini temsil eden varlık yapısı içinde maddi duran varlık yoğunluğu dikkate alındığında %0,3 ticari karı artırdığı sonucu finansal anlamda hem tutarlı hem de etkin bir yönetsel maddi duran varlık yönetiminin önemini vurgular.

Yapılan modelleme sonucunda anlamlı pozitif bir ilişki sunan etkin varlık kullanımının ticari kar üzerindeki etkinin büyüklüğü de birlikte düşünülmesi durumunda elde edilen bu bulgunun öneminin altı çizilmiş olur.

Sürdürülebilirliğin finansal performans üzerindeki etkilerinin belirlenmesine ilişkin incelemede oluşturulan modeller nakit yeterliliği ve finansal yeterlilik perspektifinde oluşturulmuştur. Oluşturulan modeller bir bütün olarak %1 önem düzeyinde anlamlı sonuçlar ortaya koymuştur.

Sürdürülebilirlik uygulamalarının piyasa performansı, ticari performans ve finansal performans anlamında, modele dahil edilen bağımsız 9 bağımsız değişkenden 7'sinin anlamlı ilişkiler sunması bakımından en verimli model olmuştur. Bu bakımdan yapılan değerlendirmede sürdürülebilirlik uygulamalarının finansal performans bağlamında etkinliğinin daha fazla olduğu söylenebilir.

4.2. Sonuç ve Öneriler

Analiz sonuçları bir bütün incelendiğinde sürdürülebilirlik kapsamında bulunma piyasa karlılığı açısından firma piyasa performansı, ticari kar açısından firma ticari performansı ve finansal yeterlilik açısından firma finansal performansı üzerinde istatistiki olarak anlamlı sonuçlar ortaya koymuştur. Bu bakımdan yatırımcı açısından sürdürülebilirliğin geliştirilmesi tüm firma performans grupları açısından uzun vadede olumlu sonuçlara sebep olacağı şüphesiz olup bu durum araştırma sonuçlarıyla da teyit edilmiştir. Bu yönüyle ülkenin sürdürülebilir kalkınmasına faydalı olmak için yatırımcıların sürdürülebilirlik konusunda bilinçlendirilmesi yönetsel bir gereklilik olarak değerlendirilmelidir. Ayrıca sürdürülebilirliğin firma performans ölçütlerinde ortaya koymuş olduğu katkı gerekçesiyle, ekonomik sistemin lokomotifini olan firmalar arasında sürdürülebilirliğin geliştirilmesine çalışılması ve sürdürülebilirlik uygulamalarının, hisse senedi piyasasının bir zorunluluğu olarak değil, değer maksimizasyonu amacına hizmet açısından gönüllülük esasına dayalı bir uygulama olması yönünde çalışmalar gösterilmesi elzem bir gereklilik olarak görülmelidir.

Kaynakça

- Adams, M., Thornton, B., & Sepehri, M. (2012). The impact of the pursuit of sustainability on the financial performance of the firm. *Journal of Sustainability and Green Business*, 1.
- Akyüz, F. Ve Yeşil, T., (2017). BIST sürdürülebilirlik endeksine kayıtlı üretim sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin finansal performanslarının incelenmesi, *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 9 (16): 61-78
- Arsoy, A.P., Arabacı, Ö. Ve Çiftçioğlu, A., “Corporate Social Responsibility And Financial Performance Relationship: The Case of Turkey”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 14:159-176
- Becchetti, L., & Ciciretti, R. (2009). Corporate social responsibility and stock market performance. *Applied financial economics*, 19(16): 1283-1293.
- Becker, B. (1997). “Sustainability Assessment: A Review of Values, Concepts, and Methodological Approaches” Consultative Group of International Agricultural Research, *Issues in Agriculture* 10, Washington.
- Brammer, S., & Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 29(12): 1325-1343.
- Brammer, S., Brooks, C., & Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, 35(3), 97-116. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x>
- Caymaz, Ebru, Soran, Semih, & Erenel, Fahri (2014), İşletmelerde Kurumsal Sürdürülebilirlik Ve Kurumsal Sosyal Sorumluluk İlişkisi: Küresel İlkeler Sözleşmesi Türkiye Örneği, *Ulusal İşletmecilik Kongresi*: 8-10.
- Curran, M. M., & Moran, D. (2007). Impact of the FTSE4 Good Index on firm price: An event study. *Journal of Environmental Management*, 82(4):529-537. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jenvman.2006.02.010>
- Çelik, İ. E., Dinçer, H. ve Yılmaz, R.,(2012), “İMKB’de işlem gören mevduat Bankalarının Kurumsal Sosyal Sorumluluk Çalışmalarının Finansal sonuçlar Üzerine Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Bir İnceleme”, *Sosyal Bilimler Dergisi*, 5 (2):37-63
- Çıtak, L ve Ersoy, E. (2016). “Firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksine Alınmasına Yatırımcı Tepkisi: Olay Çalışması ve Ortalama Testleri ile Bir Analiz” *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 8 (1):43-57
- Eccles, Robert. G., & Krzus, Michael. P. (2010). *One report: Integrated reporting for a Sustainable Strategy*. John Wiley & Sons Inc.
- Flammer, C. (2013). Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors. *Academy of Management Journal*, 56(3):758-781.
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?. *Strategic Management Journal*, Vol: 22: 125-139. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x>
- Koçaslan, G. (2010). Sürdürülebilir Kalkınma Hedefi Çerçevesinde Türkiye'nin Rüzgar Enerjisi Potansiyelinin Yeri ve Önemi. *Sosyal Bilimler Dergisi*, (1), 53-61.
- Luo, X. & Bhattacharya, C.B. 2009, "The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk", *Journal of Marketing*, 73(6):198-213.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of marketing*, 70(4), 1-18.
- Maher, Maria and Andersson, Thomas(2000), *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth* Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.218490>
- Marom, I.Y. 2006, "Toward a unified theory of the CSP–CFP link", *Journal of Business Ethics*, 67(2): 191-200. DOI 10.1007/s10551-006-9023-7
- Obeidat, B.Y. (2016) Exploring the Relationship between Corporate Social Responsibility, Employee mangagement, and Organizational Performance: The Case of Jordanian Mobile Telecommunication Companies. *Int. J. Communications, Network and System Sciences*, 9, 361-386. <http://dx.doi.org/10.4236/ijcns.2016.99032>
- Obernorfer, U., Schmidt, P., Wagner, M., & Ziegler, A. (2013). Does the stock market value the inclusion in a sustainability index? An event study analysis for German firms. *Journal of Environmental Economics and Management*, 66, 497-509. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jeem.2013.04.005>
- Obernorfer, U., Schmidt, P., Wagner, M., & Ziegler, A. (2013). Does the stock market value the inclusion in a sustainability index? An event study analysis for German firms. *Journal of Environmental Economics and Management*, 66:497-509. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jeem.2013.04.005>
- Olayinka, A. O., & Oluwamayowa, I. O. (2014). Corporate environmental disclosures and market value of quoted companies in Nigeria. *The Business & Management Review*, 5(3),:171-184
- Pérez-Calderón, E., Milanés-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.
- Report of World Commission on Environmental and Development, Our Common Future”, 1987
- Sakarya, S., Yıldırım, A. ve Aytekin, S., (2014).,”Kurumsal Sosyal Sorumluluk Açıklamalarının Finansal Performans Üzerine Etkisi: BIST 30’de Bir Uygulama”, AKÜ İİBF Dergisi, XVII (1):1-15 DOI No 105578/jeas.7004
- Schadewitz, H., & Niskala, M. (2010). Communication via responsibility reporting and its effect on firm value in Finland. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 17(2): 96-106.
- Surroca, J. & Tribó, J.A. 2008, "Managerial entrenchment and corporate social performance", Journal of Business Finance & Accounting, 35(56): 748-789.
- Turkishtime, (2017). “Şirketlerde Sürdürülebilirlik”, <http://www.turkishtimedergi.com/genel/sirketlerde-surdurulebilirlik> (Erişim Tarihi: 30/08.2017)
- UİB (2017), Uludağ İhracatçı Birlikleri Genel Sekreterliği, “Hazır Giyim Sektöründe Sürdürülebilir Trendler” Uludağ Hazır Giyim ve Konfeksiyon İhracatçıları Birliği Ar-Ge ve Pazara Giriş Şubesi Sektör İnceleme Raporu Nisan 2017
- Yavuz, V. A. (2010). Sürdürülebilirlik Kavramı Ve İşletmeler Açısından Sürdürülebilir Üretim Stratejileri/Concept Of Sustainability And Sustainable Production Strategies For Business Practices. Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 7(14).63-86
- Zink, K. J., Steimle, U., & Fischer, K. (2008). Human factors, business excellence and corporate sustainability: Differing perspectives, joint objectives. Ed: Zing, K.: “Corporate sustainability as a challenge for comprehensive management” Heidelberg, Physica Publishing , 3-18.