



T.C.
NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİMDALI

**SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ VE YATIRIMCI TEPKİSİ:
GETİRİ VE LİKİDİTE AÇISINDAN BİR ARAŞTIRMA**

Doktora Tezi

Sultan KILIÇ

Danışman
Prof. Dr. Ersan ERSOY

Nevşehir
Ağustos 2023



T.C.
NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİMDALI

**SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ VE YATIRIMCI TEPKİSİ:
GETİRİ VE LİKİDİTE AÇISINDAN BİR ARAŞTIRMA**

Doktora Tezi

Sultan KILIÇ

Danışman
Prof. Dr. Ersan ERSOY

Nevşehir
Ağustos 2023

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

Tezi Hazırlayan

Sultan KILIÇ

TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK

“Sürdürülebilirlik Endeksi ve Yatırımcı Tepkisi: Getiri Ve Likidite Açısından Bir Araştırma” adlı Doktora tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.

Tezi Hazırlayan

Sultan KILIÇ

Danışman

Prof. Dr. Ersan ERSOY



Ana Bilim Dalı Başkanı

Prof. Dr. Korhan KARACAOĞLU

KABUL VE ONAY SAYFASI

Prof. Dr. Ersan ERSOY danışmanlığında Sultan KILIÇ tarafından hazırlanan “Sürdürülebilirlik Endeksi ve Yatırımcı Tepkisi: Getiri ve Likidite Açısından Bir Araştırma” adlı bu çalışma, jürimiz tarafından Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalında Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

24 /08/ 2023

JÜRİ

İMZA

Danışman : Prof. Dr. Ersan ERSOY

Üye : Prof. Dr. Levent ÇITAK

Üye : Doç. Dr. Mert TOPÇU

Üye : Dr. Öğr. Üyesi Oğuz SAYGIN

Üye : Dr. Öğr. Üyesi İbrahim YAĞLI

ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun /..... / tarih ve sayılı Kararı ile onaylanmıştır.

..... /..... /

.....

Enstitü Müdürü

TEŞEKKÜR

“Sürdürülebilirlik Endeksi ve Yatırımcı Tepkisi: Getiri ve Likidite Açısından Bir Araştırma” başlıklı bu çalışmada, son yıllarda uluslararası alanda önemli bir konu olan sürdürülebilirlik endeksi değerlendirilmiş, firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksine alınma olayının, hisse senetlerinin getiri ve likiditesi üzerinde bir etkisinin olup olmadığı temel bulgularla sonuçlandırılmıştır.

Bu çalışmanın hazırlanmasında göstermiş olduğu değerli katkılarından ve gösterdiği anlayıştan ve tecrübeleriyle çalışmanın bilimsel temeller ışığında şekillenmesine yardımcı olan çok değerli tez danışmanım Prof. Dr. Ersan Ersoy’a sonsuz teőekkürlerimi sunarım.

Bu süreçte her daim yanımda olan, ilk günden beri bana desteğini kalbimde hissettiğim herkese, değerli aileme ve biricik oğluma teőekkürlerimi iletiyorum.

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİ VE YATIRIMCI TEPKİSİ: GETİRİ VE LİKİDİTE AÇISINDAN BİR ARAŞTIRMA

SULTAN KILIÇ

Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Ana Bilim Dalı, Doktora Tezi, Ağustos 2023

Danışman: Prof. Dr. Ersan ERSOY

ÖZET

Günümüzde hissedarların servetini artırmaya odaklanan yönetim anlayışı, yerini firma ile ilgili tüm çıkar gruplarının çıkarlarına odaklanan bir yönetim anlayışına bırakmaya başlamış ve firma performansının değerlendirilmesinde finansal olmayan veriler de dikkate alınmaya başlanmıştır. Bu gelişmeler, firmaların sürdürülebilirlik kapsamında çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim alanındaki faaliyet ve yatırımlarının artmasına ve sürdürülebilirlik endekslerinin geliştirilmesine yol açmış, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınmasına yatırımcıların nasıl bir tepki verdiği finans literatürde tartışılan en güncel konulardan biri haline gelmiştir. Bu çalışmanın amacı BIST Sürdürülebilirlik Endeksine alınma olayının (duyuru ve giriş), hisse senetlerinin getiri ve likiditesi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olup olmadığını araştırmaktır. 2014-2021 yıllarını kapsayan çalışmada, olay çalışması metodolojisi kullanılmış ve 67 adet sürdürülebilirlik endeksine alınma olayı incelenmiştir. Çalışmada, duyurudan önce bir beklenti etkisinin varlığını, duyuru ve giriş sonrası fiyat değişimlerini, duyuru tarihi ile giriş tarihi arasındaki fiyat değişikliklerini ve fiyat değişimlerinde kalıcılığı görebilmek için altı farklı olay penceresi grubu oluşturulmuştur. Elde edilen sonuçlar, duyuru tarihini takip eden günde ve duyuru tarihini takip eden gün ile endekse giriş tarihi arasındaki dönemde, yatırımcıların pozitif tepki verdiklerini ve piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağlanabileceğini göstermiştir. Başka bir ifadeyle sonuçlar, yatırımcılara duyuru tarihini takiben satın al ve giriş tarihine kadar elde tut şeklinde bir yatırım stratejisi önermektedir. Sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının yaratacağı anlamlı fiyat değişimlerinin, başka bir deyişle olumlu yatırımcı tepkisinin giriş tarihi ve sonrasında değil duyuru tarihi sonrasında ortaya çıktığı belirlenmiştir. Sürdürülebilirlik endeksine alınmaya ilişkin duyuru olayının, duyuru tarihi öncesinde kümülatif anormal işlem hacmi oranını artıracak bir beklenti etkisi yaratmadığı, benzer şekilde duyuru tarihinden sonra da likiditede artış yaratacak bir etkiye sahip olmadığı tespit edilmiştir. Sürdürülebilirlik endeksine girme olayından sonraki olay pencerelerinde, istatistiksel olarak anlamlı ve negatif kümülatif anormal işlem hacimleri tespit edilmiştir. Bu da, likidite üzerindeki etkinin daha çok endekse girme olayından sonra ortaya çıktığını ve etkinin de ağırlıklı olarak negatif olduğunu göstermektedir.

Anahtar Kelimeler: Borsa İstanbul, Sürdürülebilirlik Endeksi, Endekse Alınma, Anormal Getiri, Anormal İşlem Hacmi, Likidite, Olay Çalışması.

**SUSTAINABILITY INDEX AND INVESTOR REACTION: A RESEARCH IN
TERMS OF RETURN AND LIQUIDITY**

SULTAN KILIÇ

**Neşehir Hacı Bektaş Veli University, Institute of Social Sciences Department of
Business Administration, Ph.D., August 2023**

Supervisor: Prof. Dr. Ersan ERSOY

ABSTRACT

Today, the management approach that focuses on increasing shareholders wealth has been replaced by a management approach that focuses on the interests of all interest groups related to the firm, and non-financial data have started to be taken into account in the evaluation of firm performance. These developments have led to an increase in firms' activities and investments in environmental, social and corporate governance areas within the scope of sustainability and the development of sustainability indices, and how investors react to the inclusion of stocks in the sustainability index has become one of the most current issues discussed in the finance literature. The purpose of this study is to investigate whether the event of inclusion in the BIST Sustainability Index (announcement and entry) has a statistically significant effect on stock returns and liquidity. In the study covering the years 2014-2021, event study methodology is used and 67 sustainability index inclusion events are analyzed. In the study, six different event window groups were created to see the existence of an anticipation effect before the announcement, price changes after the announcement and entry date, price changes between the announcement date and the entry date, and the permanent in price changes. The results show that on the day following the announcement date and in the period between the day following the announcement date and the entry date, investors reacted positively and a return above the market return could be achieved. In other words, the results suggest an investment strategy of buy following the announcement date and hold until the entry date. It has been determined that the significant price changes in other words the positive investor reaction caused by index inclusion occur after the announcement date rather than on and after the entry date. Inclusion in the sustainability index announcement event did not have an anticipation effect that would increase the cumulative abnormal trading volume ratio before the announcement date, and similarly, it did not have an effect that would increase liquidity after the announcement date. Statistically significant and negative cumulative abnormal trading volumes are found in the event windows after the event of entering the sustainability index. This suggests that the impact on liquidity is mostly occurs after the index entry event and the effect is predominantly negative.

Keywords: Borsa İstanbul, Sustainability Index, Index Inclusion, Abnormal Return, Abnormal Trading Volume, Liquidity, Event Study.

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK	ii
TEZ YAZIM KILAVUZUNA UYGUNLUK	iii
KABUL VE ONAY SAYFASI	iv
TEŞEKKÜR.....	v
ÖZET	vi
ABSTRACT.....	vii
İÇİNDEKİLER	viii
KISALTMALAR	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

1.1. İşletmelerde Sürdürülebilirlik Kavramı ve Önemi.....	3
1.2. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Bileşenleri	9
1.2.1. Sürdürülebilir Gelişme	10
1.2.2. Kurumsal Sosyal Sorumluluk	11
1.2.3. Sosyal Paydaş Teorisi	14
1.2.4. Kurumsal Hesap Verilebilirlik	15
1.3. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Dayandığı Yaklaşımlar	16
1.3.1. Çevresel Sürdürülebilirlik	17
1.3.2. Sosyal Sürdürülebilirlik	18
1.3.3. Ekonomik Sürdürülebilirlik	20
1.4. Sürdürülebilirliğin Firmalara Sağladığı Faydalar	22
1.4.1. Kurumsal İtibarının Güçlenmesi	23
1.4.2. Nitelikli Emek Gücü Çekme Fırsatı.....	24
1.4.3. Sermayeye Erişim Kolaylığı	24
1.4.4. Firmanın Yaşam Süresinin Uzaması.....	24
1.4.5. Uzun Vadede Düşen Maliyetler ve Yeni İş-Pazar Alanı	25

İKİNCİ BÖLÜM
TÜRKİYE’DE VE DÜNYA’DA KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK
UYGULAMALARI

2.1. Sürdürülebilirlik Raporlaması.....	26
2.1.1. Sürdürülebilirlik Raporlamasının Tarihsel Gelişimi.....	27
2.1.2. Sürdürülebilirlik Raporlaması Amaçları ve Faydaları.....	30
2.1.3. Sürdürülebilirlik Raporlaması Ülke ve Standartları.....	34
2.1.3.1. Küresel Raporlama Girişimi (Global Reporting Initiative).....	35
2.1.3.2. Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri.....	38
2.1.3.3. Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi.....	38
2.1.3.4. OECD Çokuluslu İşletmeler Rehberi.....	39
2.1.3.5. ISO 26000 Sosyal Sorumluluk Rehberi Standardı.....	40
2.1.3.6. Hesap Verebilirlik İlkeleri Standardı (AA1000AP) 2018.....	40
2.1.3.7. Güvence Standardı (AA1000AS) 2008.....	40
2.1.3.8. AA1000 Paydaş Katılım Standardı (AA1000SES) 2015.....	41
2.2. Sürdürülebilirlik Endeksleri.....	41
2.2.1. Dünya Geneline Sürdürülebilirlik Endeksleri.....	42
2.2.2. Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi.....	46

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNE ALINMA VE ÇIKARILMA
OLAYININ ETKİLERİNİ AÇIKLAYAN HİPOTEZLER

3.1. Aşağı Doğru Eğilimli Talep Eğrisi Hipotezi.....	50
3.2. Fiyat Baskısı Hipotezi.....	51
3.3. Bilgi Maliyeti Hipotezi.....	53
3.4. İşaret Hipotezi.....	54
3.5. Likidite Hipotezi.....	55
3.6. Literatür Taraması.....	56

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM
SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNE ALINMA OLAYININ HİSSE
SENETLERİNİN RİSK, GETİRİ VE LİKİDİTESİNE ETKİSİNİN ANALİZİ

4.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi	62
4.2. Çalışmanın Kapsamı ve Veriler	64
4.3. Çalışmanın Metodolojisi	67
4.4. Çalışmadan Elde Edilen Bulgular	75
4.4.1. Sürdürülebilirlik Endeksine Alınmanın Getiri Üzerine Etkisinin Analizi	76
4.4.2. Sürdürülebilirlik Endeksine Alınmanın İşlem Hacmi Üzerine Etkisinin Analizi.....	83
SONUÇ.....	90
KAYNAKÇA	95
ÖZ GEÇMİŞ.....	109

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BIST	: Borsa İstanbul
BM	: Birleşmiş Milletler
CDP	: Carbon Disclosure Project
DJGTSM	: Dow Jones Küresel Toplam Borsa Endeksi
DJSI World	: Dow Jones Küresel Sürdürülebilirlik Endeksi
DT	: Duyuru Tarihi
EIRIS	: Etik Yatırım Araştırma Hizmetleri
ESG	: Çevresel, Sosyal, Yönetişim
GRI	: Küresel Raporlama Girişimi
GSSB	: Küresel Sürdürülebilirlik Standartları Kurulu
ISO	: Uluslararası Standartlar Teşkilatı
IUCN	: Dünya Doğa ve Doğal Kaynakları Koruma Birliği
OECD	: Ekonomik Kalkınma İşbirliği Örgütü
SKD	: Sürdürülebilir Kalkınma Derneği
UNEP	: Birleşmiş Milletler Çevre Programı
UNGC	: Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi
GT	: Giriş Tarihi
WBCSD	: Dünya Sürdürülebilir Kalkınma İş Konseyi
WCED	: Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu.
WFE	: Dünya Borsalar Federasyonu
XUSRD	: BIST Sürdürülebilirlik Endeksi

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Bileşenleri	9
Şekil 1.2. Sürdürülebilir İşletme ve Kurumsal Sürdürülebilirlik Yaklaşımları.	16
Şekil 1.3. Sürdürülebilir Değer Çerçevesi	21
Şekil 2.1. Sürdürülebilir Kalkınma ve Sürdürülebilirlik Raporlaması Gelişimi.....	29
Şekil 2.2. GRI Rehberi'ne Uygun Biçimde Yayınlanmış Sürdürülebilirlik Raporu Artışı (GRI Reporting Statistics, 2012)	37
Şekil 2.3. ESG Skoru ve Alt Kategorileri	45
Şekil 4.1. Olay Çalışması Zaman Çizelgesi.....	69
Şekil 4.2. Kümülatif Anormal Getiri (CAR) Değerleri	76
Şekil 4.3. Kümülatif Anormal İşlem Hacmi (CAV) Değerleri.....	84

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.1. Sürdürülebilirliğin Oluşumuna Katkı Sağlayan Çalışmalar.....	8
Tablo 1.2. Kurumsal Sosyal Sorumluluğun İşletmeye ve Paydaşlara Sağlayacağı Faydalar	13
Tablo 2.1. Sürdürülebilirlik ve Sürdürebilirlik Raporlaması ile İlgili Kuruluşlar.....	30
Tablo 2.2. Sürdürülebilirlik Raporlamasının İşletmeler Açısından Faydaları	33
Tablo 2.3. Sürdürülebilirlik Endeksine Sahip Ülke ve Borsalar	43
Tablo 2.4. Refinitiv ESG Kategori Skorları ve Tanımları	46
Tablo 4.1. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alan Firmaların Duyuru ve Endekse Giriş Tarihleri.....	65
Tablo 4.2. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alan Firmaların Sektörel Dağılımı	Hata! Yer işareti tanımlanmamış. 6
Tablo 4.3. Kümülatif Anormal Getiri Oranları (CAR) için Shapiro-Wilk Testi Sonuçları.....	777
Tablo 4.4. Kümülatif Anormal Getiri Oranları (CAR) için Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi Sonuçları	788
Tablo 4.5. Kümülatif Anormal Getiri Oranları (CAR) İçin Tek Örneklem t-Testi Sonuçları.....	799
Tablo 4.6. Kümülatif Anormal Getiri Oranları İçin Tek Örneklem t-Testi ve Tek Örneklem	80
Tablo 4.7. Kümülatif Anormal İşlem Hacmi Oranları (CAV) için Shapiro-Wilk Testi Sonuçları.....	855
Tablo 4.8. Kümülatif Anormal Hacim Oranları İçin Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi Sonuçları	866

GİRİŞ

Kurumsal sürdürülebilirlik, gelecekte ihtiyaç duyulan insan ve doğal kaynakların yanı sıra firmanın ve ortaklarının mevcut ihtiyaçlarının korunmasına, muhafaza edilmesine ve geliştirilmesine olanak tanıyan iş stratejilerinin ve faaliyetlerinin benimsenmesi anlamına gelmektedir. Günümüzde hissedarların servetini artırmaya odaklanan anlayış yerini sürdürülebilirlik yaklaşımı temelinde çevresel ve toplumsal beklentileri de içeren, başka bir ifadeyle sadece hissedarın değil firmalar ile ilgili tüm çıkar gruplarının çıkarlarına odaklanan bir anlayışa bırakmaya başlamıştır. Bu anlayışın bir sonucu olarak sürdürülebilirlik kavramı firmalar ve yatırımcılar için her geçen yıl daha da önemli hale gelmiş, firmaların sürdürülebilirlik kapsamında çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim alanındaki faaliyet ve yatırımları artırmaya başlamış, sürdürülebilirlik raporları yayınlamaya başlamış ve sürdürülebilirlik endeksleri oluşturulmuştur.

Sürdürülebilirlik endekslerinin oluşturulması ile birlikte firmaların söz konusu endekse alınmasının etkileri finans literatüründe geniş bir şekilde tartışılmaya başlanmıştır. Bu çalışmanın amacı BIST Sürdürülebilirlik Endeksine alınma olayının (duyuru ve giriş), hisse senetlerinin getiri ve likiditesi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olup olmadığı başka bir ifadeyle sürdürülebilirlik endeksine alınma olayına yatırımcıların nasıl tepki verdiği, söz konusu bilginin sermaye piyasaları tarafından fiyatlandırılıp fiyatlandırılmadığını araştırmaktır. Olay çalışması metodolojisinin kullanıldığı çalışma, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nin oluşturulduğu 2014 yılı ile 2021 yılları arasında gerçekleşen 67 adet sürdürülebilirlik endeksine alınma olayını kapsamaktadır. Türkiye'de sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının, hisse senetlerinin likiditesi üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığını araştıran bir çalışmaya rastlanılmaması, çalışmanın hisse senetlerinin sadece endekse giriş tarihi veya duyuru tarihi üzerinden değil endekse giriş ve duyuru tarihini kapsayacak şekilde yapılması ve böylece endekse alınmaya ilişkin duyuru olayı ile

endekse fiilen giriş olayında farklı etkilerin ortaya çıkıp çıkmadığının incelenmesi, ayrıca olay pencerelerinin oluşturuluş şekilleri itibariyle çalışmanın literatüre önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümünde, işletmelerde sürdürülebilirlik kavramı ve önemi, sürdürülebilirliğin bileşenleri ve dayandığı yaklaşımlar ile sürdürülebilirliğin firmalara sağladığı faydalar incelenmiştir. İkinci bölümünde, Türkiye’de ve dünyada sürdürülebilirlik uygulamaları ele alınmıştır. Bu kapsamda, sürdürülebilirlik raporlaması, dünyada ve Türkiye’de sürdürülebilirlik endeksleri ve endeksten beklenen katkılar incelenmiştir. Üçüncü bölümde, sürdürülebilirlik endeksine alınma ve çıkarılma olayını açıklayan teorik yaklaşımlar sunulmuştur. Dördüncü bölümde ise çalışmanın amacı, kapsamı ve kullanılan metodoloji açıklandıktan sonra yapılan analizlerden elde edilen bulgular tartışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK

Değişen teknoloji ve artan eğitim seviyesi, çevrenin değişen dengesi, hava kirliliği, küresel ısınma, sosyal eşitsizlik ve kaynakların tükenmesi gibi sorunların ortaya çıkması nedeniyle, işletmelerin sadece finansal kârlar için üretim ve satış yapmaları, hizmet vermeleri uzun vadede finansal başarıyı getirmede yeterli değildir. İşletme yönetiminde sürdürülebilirlik kavramının öne çıkması ile birlikte sürdürülebilirlik hedeflerinin belirlenmesi, ölçülebilir hale getirilmesi, süreçlerde uygulanması ve erken uyarı sistemlerinin oluşturulması, daha açık bir ifade ile işletme değerinin artırılması ve işletme devamlılığının sağlanabilmesi için sürdürülebilirlik kavramı uygulanabilir hale getirilmelidir. Kurumsal sürdürülebilirlik, finansal açıdan kısa vadede ek maliyetler ortaya çıkarsa da uzun dönemde fırsatlardan yararlanılarak, önceden tahmin edilen risklerin değerlendirilmesini sağladığından işletmenin performansını artırmaktadır. Kurumsal sürdürülebilirlik yaklaşımını karar alma süreçlerine entegre eden işletmeler, uzun vadede maliyetlerini azaltarak, verimliliklerini artırabilmektedirler.

1.1. İşletmelerde Sürdürülebilirlik Kavramı ve Önemi

Sürdürülebilirlik kavramı 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren uluslararası alanda küresel bir uygulama planı haline gelmiş olup, günümüzde üzerinde sıklıkla durulan ve yazılan konuların başında yer almaktadır. Sürdürülebilirlik kelimesi Latince “subtenir” kelimesinden türetilmiştir, aşağıdan koruma veya desteklemek anlamına gelmektedir (Muscoe, 1995). Sürdürülebilirlik kavramının birçok tanımı bulunmaktadır fakat en basit anlamıyla doğa kaynaklarının devamlılığının sağlanabilmesi olarak tanımlanmıştır (Gladwin vd. 1995).

Sürdürülebilirlik kavramı ortaya çıkışından günümüze kadar farklı tanımlamalar ile kendini göstermiştir. Sürdürülebilirlikle ilgili birçok akademisyenin ve

araştırmacının yaptığı tanımlara da kısaca değinmekte yarar bulunmaktadır. Ruckelshaus'a (1989) göre sürdürülebilirlik, ekonomik ve toplumsal yapının ekolojinin en kapsamlı sınırları içinde karşılıklı etkileşimle zaman içinde korunacağı öğretileridir. Chapin ve arkadaşlarına göre (1996) sürdürülebilirlik, ekolojik sisteminin ilerleyişini, sahip olduğu unsurları ve üretkenliğini gelecekteki dönemlerde de devam ettirme kabiliyetidir. Wilson'a (2003) göre sürdürülebilirlik, ticari büyümenin ve karlılığın kabul edilmesi, çevresel koruma, ekonomik kalkınma ve sosyal haklar gibi hedeflere ulaşılmasıdır. Marrewijk'e (2003) göre sürdürülebilirlik, çevresel ve sosyal konularda gösterdiği faaliyetleri ile işletmenin hissedarlarının etkileşim içinde olmasıdır. Málovics ve arkadaşlarına (2008) göre sürdürülebilirlik, günümüz ihtiyaçların karşılanma sürecinde gelecekteki ihtiyaçların da karşılanması için tedbir almaktır. Schaltegger ve arkadaşlarına (2006) göre sürdürülebilirlik, var olan düzende ortaya çıkan verimsizlikler, hesap verebilirlik alanından kaynaklanan eksiklikler ve karar verme sürecindeki zayıflıkları gidermek amacıyla oluşturulmuş bir yönetim kuramıdır. Signitzer ve Prexl'e (2008) göre sürdürülebilirlik, ekonomik, sosyal ve çevresel değerlerin bir plan ve program dahilinde oluşturulmuş bir yönetim süreci aracılığıyla bir bütün olarak ele alınmasıdır. Roca ve Searcy'e (2012) göre sürdürülebilirlik, işletmelerin ve paydaşlarının bugünkü ihtiyaçlarının giderilerek, işletmelerin yarın gereksinim duyabileceği ekolojik unsurların korunması ve güçlendirilmesine olanak sağlayan işletme faaliyetlerinin benimsenmesidir.

Çakar'a (2006) göre Sürdürülebilirlik, var olan kaynakların tüketimi sırasında gelecek kuşakların bu kaynaklardan yararlanma şansını ellerinden almamaktır. Özgüç'e (2009) göre sürdürülebilirlik, işletmelerin ekonomik etkinliklerinin yanı sıra sosyal ve çevresel alanlar üzerine yönelerek devlet otoritelerinin ve toplumun ortak bir çalışmasıdır. Yelkikalan ve Aydın'a (2010) göre sürdürülebilirlik, bugünkü ihtiyaçların karşılanması doğrultusunda gelecek kuşakların da faydalanacağı sosyal, ekonomik ve ekolojik kaynakların verimli olarak kullanılmasıdır. Bıçakçı'ya (2012) göre sürdürülebilirlik, var olabilme kabiliyetidir. Karğın ve arkadaşlarına (2013) göre sürdürülebilirlik, geliştirilen bir yönetim şekli olarak tanımlanmış, geleneksel büyüme ve ekonomik karlılık yönetimine alternatif olarak ortaya çıkmıştır. Sancar'a (2013) göre sürdürülebilirlik ise avantajları değerlendirip ve riskleri azaltarak uzun dönemde hissedar değeri yaratan bir yaklaşım olarak ele alınmıştır. Çamlıca ve

Akar'a (2014) göre sürdürülebilirlik, sürekli olma, geleceğe kalabilme ve varlığını idame ettirebilme kabiliyetidir.

Literatürde belirtilen tanımlamalar ışığında sürdürülebilirlik, işletme ve paydaşlarının günümüzdeki gereksinimlerini giderirken, aynı zamanda gelecekte gereksinim duyabileceği beşerî ve ekolojik kaynakların muhafaza edilmesi, devam ettirilmesi ve güçlendirilmesine imkân sağlayan işletme stratejileri ve etkinliklerinin kabullenilmesi olarak tanımlanabilir.

Tüm dünyada kaynakların her geçen gün tükenmesi, nüfus artışı ve tüketici yaşam biçimlerinin hakimiyeti, ekolojik ve sosyal dengelerin bozulmasına ve yok olmasına neden olmaktadır. Günümüzde kurumsal sürdürülebilirlik kavramı yalnızca işletmelerin karlılığını artırmaya yönelik faaliyetlerini değil, işletmenin sosyal, ekonomik ve çevresel içerikli beklentilerini kapsayan anlayışa bırakmıştır. Bu anlayışın bir sonucu olarak da sürdürülebilirlik kavramı işletmeler ve yatırımcılar için her geçen yıl daha da önemli olmaya başlamıştır. İktisadi bir varlık olan işletmelerin var olabilme yeteneklerini devam ettirebilmeleri için kurumsal olarak sürdürülebilirlik çalışmalarına önem vermeleri zorunlu bir hale gelmiştir. Bu nedenle işletmeler sadece ortaklarına veya potansiyel yatırımcılara karşı değil, tüm paydaşlarına karşı sorumludur ve bu sorumlulukla bağlantılı birçok neden, firmaların sürdürülebilirlik kavramını yönetim politikalarında dikkate almaları gerektiğini göstermiştir. Bu nedenler aşağıda belirtilmiştir (Aksoy, 2013).

- İklim değişikliğinin neden olduğu küresel çevre felaketleri,
- Uluslararası düzeyde yapılan ticari anlaşmalarda “sürdürülebilirlik” kriterinin yer almaya başlaması,
- Uluslararası finans kuruluşlarının kredi koşullarına sürdürülebilirlik kavramının eklenmesi,
- Tedarik zinciri yönetimine çevresel, ekonomik ve sosyal göstergelerin dahil edilmesi,
- Uluslararası finans piyasalarında sürdürülebilir ve sorumlu yatırım gibi kavramların oluşması,

- Yatırımcılar yatırım kararları verirken finansal sonuçlara ek olarak sosyal ve çevresel performansın da etkilenmesi,
- Firmaları ürün ve hizmetlerden daha sorumlu olmaya teşvik eden çevresel ve sosyal konulara müşteri ve tüketici duyarlılığı,
- Borsaların kote olma koşullarına sosyal ve çevresel göstergeler ile finansal raporların yayımlanması koşulunun eklenmesi,
- Sosyal ve çevresel duyarlılığın bir firmanın marka değerini ve imajını geliştirdiği fikri,
- Bu alanlardaki firmaların sosyal, çevresel ve finansal kaynaklarını etkin kullanarak uzun vadede rekabet avantajı elde etmeleri önemli hale gelmesi,

Tüm bu faktörler, firmaların sürdürülebilir kalkınma kriterlerini dikkate alarak yönetim politikalarında kurumsal sorumluluğu dikkate almaları gerektiğini göstermiştir. Sürdürülebilirliğin amacı, ekonomik faktörlerin yanı sıra sosyal ve ekolojik faktörleri de tüm karar alma mekanizmalarına ve risk yönetimine dahil ederek firmalar için uzun vadeli değer yaratmaktır.

Sürdürülebilirlik kavramının ortaya çıkmasıyla birlikte birçok çalışma yapılmış ve konuya farklı açıları getirilmiştir. Sürdürülebilirliğe ekonomik açıdan bakıldığında, finansal faaliyetlerin ekonomik etkisine, maddi varlıkların yönetimine ve sosyal ve çevresel konuların yönetimine ele alınırken; çevreci bakış açısıyla, temel insan ihtiyaçlarının ekolojik dengeyi bozmadan karşılanmasını ve bu amaçla geliştirilen çevre uygulamalarını dikkate alınmıştır. Sosyal boyutu açısından da sosyal meseleleri, halk sağlığını, kamusal tartışmayı, deneyimi, eğitimi, sosyal adaleti, iş güvenliğini, çalışma koşullarını, insan haklarını, fırsat eşitliğini ve işçi haklarını ele almıştır.

Tıpkı doğada yaşayan canlılar gibi firmaların da bir ömürleri vardır. Sürdürülebilirliğe yeterince önem vermeyen firmaların yaşam döngüleri ile ortaklarının yaşam döngüleri orantılı olarak farklılık göstermektedir. Ayrıca, sürdürülebilirliği bilinçli bir şekilde uygulayan firmaların ömrü nesiller boyunca uzamaktadır (Clarke ve Clegg, 2000). Sürdürülebilirliğin gerçekleştirilmesi ve sürdürülebilirliği sağlayan işletmelerin sayı olarak artması işletmeler seviyesinde

olduğu kadar sağlıklı bir ekonominin de göstergesi olmakta, bu özelliğini taşıyan işletmelerin sayısının artmasıyla ekonomik sistem, işletmeler ve hissedarları da bu durumdan önemli avantajlar sağlamaktadır (şimşek, 2009).

İşletmeler, toplumun ihtiyaçlarını karşılamının yanı sıra, tüm paydaşlarının refahını artırmak ve yüksek verimlilik sağlamak gibi önemli hedeflere sahiptir (Mirze, 2010). Bu hedeflere ulaşmak için sosyal, çevresel ve ekonomik politikaların birbiriyle uyum içinde olması gerekmektedir, bu nedenle sürdürülebilirlik işletmeler açısından stratejik bir önem taşımaktadır (Koçaslan, 2010).

Sürdürülebilirlik kavramı 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren birçok kurum, akademisyenler ve diğer iş grupları tarafından araştırılmaktadır. Bu kavram 1960'lı yılların kalkınmacı düşüncesiyle ortaya çıkmış ancak 1987 yılında Brundtland Raporunun yayınlanmasıyla yaygın duruma gelmiştir. Sürdürülebilirlik kavramı anlayışının yaygınlaşmasında ve benimsenmesinde önemli adımlar Tablo 1.1'de kronolojik olarak gösterilmektedir.

Tablo 1.1.'den görüleceği üzere; sürdürülebilirlik kavramının işletme politikalarında dikkate alınması özellikle uluslararası alanda faaliyet gösteren işletmeler için zorunluluk haline gelmiştir. Bu nedenle sürdürülebilirlik, dünyada olduğu gibi Türkiye'de de önemli hale gelmiş olup son yıllarda BM Küresel İlkeler Sözleşmesi çerçevesinde sürdürülebilir kalkınma kavramını faaliyetlerinde dikkate alan Türk firmalarının sayısı da artmış ve düzenli olarak sürdürülebilirlik raporları yayınlamaya başlamışlardır.

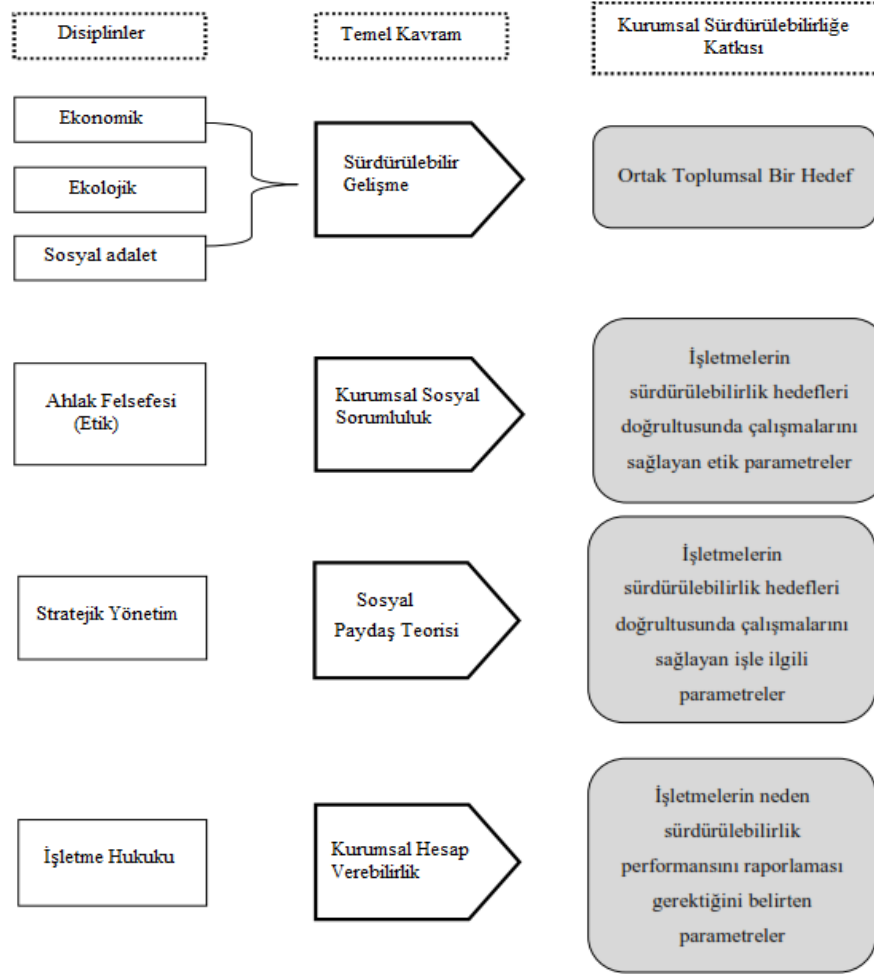
Tablo 1.1. Sürdürülebilirliğin Oluşumuna Katkı Sağlayan Çalışmalar

YIL	ÇALIŞMA	AÇIKLAMA
1972	Birleşmiş Milletler İnsan Çevresi Konferansı (United Nations Conference on Human Environment)	Birleşmiş Milletler tarafından gerçekleştirilen konferansta ekonomik ve sosyal gelişmelerin çevre ile bağlantısı değerlendirilerek çevrenin korunması ve geliştirilmesi için dünya insanlarına ilham verecek ve yol gösterecek ortak bir bakış açısı ve ortak ilkeler geliştirilmesi ihtiyacı üzerinde durulmuştur. Bu bağlamda, kaynak kullanımında kuşaklararası hakkaniyet, ekonomik ve sosyal gelişme ile çevre ilişkisini vurgulayan çeşitli ilkeler geliştirilmiştir. Bu ilkeler, sürdürülebilir gelişmenin temel dayanaklarına vurgu yapmıştır.
1977	Uluslararası Çalışma Örgütü Çokuluslu Şirketler ve Sosyal Politika ile İlgili İlkeler Üçlü Bildirgesi.	Mart 2000 yılında revize edilmiş olup söz konusu uluslararası belgede yer alan ilkeler çokuluslu şirketlere, hükümetlere, işçi ve işveren kuruluşlarına, istihdam, eğitim, çalışma ve yaşam koşulları ve işçi-ışveren ilişkileri gibi alanlarda yol gösterici tavsiyelerde bulunulmuştur.
1987	Dünya Çevre ve Gelişme Komisyonu (The World Commission on Environment and Development_WCED)	WCED tarafından yürütülen çalışmaların sonucunda "Ortak Geleceğimiz Raporu (Our Common Future)" yayımlanmıştır. Bu rapor daha sonra Brundtland Raporu olarak tanımlanmış raporda sürdürülebilir gelişmenin sağlanmasında stratejik eylem planlarının oluşturulması gerekliliği ve yaygın olarak bilinen ve pek çok atıf alan ve genel kabul gören tanımı yer almıştır. Çevreye gelişme konuları birlikte ele alınarak sürdürülebilir gelişme için küresel bir eylem planı oluşturulmasına zemin hazırlamıştır
1989	CERES ilkeleri	Çevrenin korunması ve kirliliğin azaltılması ile ilgili etik ilkeleri içermelidir
1992	Yeryüzü Zirvesi (Earth Summit)	179 ülkenin Devlet ve hükümet başkanları ile birlikte binlerce resmi temsilcinin katılımıyla gerçekleşen bu zirvede beş önemli, uluslararası belge kabul edilmiştir. Bu belgelerden birisi olan "Gündem 21" ile uluslararası alanda ve ulusların kendi içerisinde oluşan eşitsizliğin, yoksulluğun, kıt kaynakların önemine değinilerek gelişme ve çevre konularının küresel düzeyde iş birliği yapılarak çözülebileceğini ve politika yapımcılarına büyük sorumluluk düştüğünü ortaya koymuştur. Stockholm Konferansında daha çok çevre konularına sorun odaklı bir yaklaşım benimsenmişken Rio'da doğal kaynaklara dayalı sürdürülebilir ekonomik büyüme ile insan kaynaklarının geliştirilmesini benimseyen entegre bir yaklaşım seçilmiştir. Sürdürülebilir gelişme kavramı ayrıntılı ve kapsamlı bir şekilde ortaya konmuş ve katılımcı mekanizmaların ve süreçlerin Birleşmiş Milletler, hükümetler ve diğer tüm kuruluş ve kurumlarca benimsenmesini sağlamıştır.
1992	Bm Çevre Programı (UNEP) ve Finans Girişimi	Mayıs 1997' de revize edilmiş olan bu bildiri, dünya finans hizmetleri sektörünün önde gelen kuruluşları tarafından imzalanmış ve çevrenin korunması yönünde sorumluluk ve iş birliği önermektedir.
1994	Üçlü Sorumluluk (Triple Bottom Line)	Bu kavram ilk kez 1994 yılında John Elkington tarafından önerilmiştir. Üçlü performans veya üçlü sorumluluk kavramı, işletmelerin finansal sonuçlarının yanı sıra çevresel ve sosyal sonuçlarını da raporlamasını gerektirir.
1997	Kyoto Protokolü	Küresel ısınma ve iklim değişikliği konusunda mücadeleyi sağlamaya yönelik uluslararası bir çerçevedir. Birleşmiş Milletler İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi kapsamında imzalanmıştır. Kyoto Protokolünün amacı, atmosferdeki sera gazı yoğunluğunun, iklime tehlikeli etki yapmayacak seviyelerde dengede kalmasını sağlamaktır.
2000	OECD Uluslararası Yatırımlar ve Çokuluslu İşletmeler Bildirgesi	Bu uluslararası belgede çok uluslu işletmelerin yatırım yaptıkları ülkeye ve bu ülkede yaşayan topluma karşı sorumlulukları ortaya konulmuştur.
2001	Sürdürülebilir Gelişme Dünya İş Konseyi (World Business Council for Sustainable Development)	İşletmelerin dünyaya katkı ve etkisinin bir ölçüm yolu olarak sebep oldukları sosyal ve çevresel maliyetlerini işletme hesaplarına dahil etmeleri gerektiği öne sürülmüştür.
2002	Dünya Sürdürülebilir Gelişme Zirvesi (World Summit on Sustainable Development).	1992 yılında Rio de Janeiro'da yapılan konferansta alınan kararların uygulanma sürecinin değerlendirilmesi ve ortaya çıkan sorunların tartışılması ve çözümler bulunması bu toplantının temel amacı olmuştur.
2002	OECD Çevre Parlamento Komisyonu (Parliamentary Commissioner for the Environment)	Gündem 21'in 27 ilkesi geliştirilmiştir. Dünyayı daha iyi hale getirmek için ekonomik gelişmede işletmelere bir rol ve önem atfedilmiştir

Kaynak: Tokgöz N, Önce S (2009) Şirket sürdürülebilirliği: Geleneksel yönetim anlayışına alternatif. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 11(1): 249-275.

1.2. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Bileşenleri

1990'lı yıllardan günümüze kadar sürdürülebilirlikle ilgili yazın incelendiğinde iş dünyası ve birçok araştırmacı sürdürülebilirliğin gerçekleştirilebilmesi için çevresel, sosyal ve ekonomik standartların elde edilmesi hakkında birçok fikir ortaya koymuşlardır. Kurumsal sürdürülebilirliğin dinamiklerini nelerin meydana getirdiğini ve bu dinamiklerin en iyi şekilde uygulanması konusunda çok az görüş bulunmaktadır. Son dönemlerde işletmelerin toplumda artan görevleri nedeniyle kurumsal sürdürülebilirlik kavramı önemli hale gelmiştir (Senal ve Ateş, 2012). Günümüzde işletmelerin sürdürülebilirliği elde etmesi için çevre kirliliğini minimum seviyeye düşürecek üretim ve süreçleri benimsemesi, toplum ve paydaşlarla olan ilişkilerini iyileştirmeye yönelik yaklaşımlar geliştirmeleri gerekmektedir (Besler, 2009).



Şekil 1.1. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Bileşenleri

Kaynak: Wilson M (2003) Corporate sustainability: What is it and where does it come from. *Ivey Business Journal* 67(6): 1-5.)

Şekil 1.1.'de görüldüğü üzere, kurumsal sürdürülebilirlik yaklaşımının benimsenmesi sonucunda firmalar sadece kar ve büyüme değil, aynı zamanda sürdürülebilirliğin temeli olan sürdürülebilir gelişme, kurumsal sosyal sorumluluk, sosyal paydaş teorisi ve kurumsal sorumluluk gibi sürdürülebilirlik bileşenlerine de sahip olmaktadır (Tokgöz ve Önce, 2009).

1.2.1. Sürdürülebilir Gelişme

Sürdürülebilirlik kavramı 1713 yıllarında ilk kez Carl Von Carlowitz tarafından ormanların ekonomik kullanımının kurallarını açıklamak için oluşturulmuştur (Brander, 2007). Bu durum sürdürülebilirliğin esas olarak çevresel bir bakış açısı olarak ortaya çıktığını ve daha sonra kuşaklar arası ihtiyaçları dengelemenin yanı sıra ekonomik ve sosyal konuları da içeren geniş bir kavram olarak kabul edildiğini göstermektedir.

Sürdürülebilirlik kavramının ortaya çıkışına, sürekli gelişen küresel ekonomik oluşum, sermayenin bağımsız hareket etme yeteneği, kaynakların aşırı tüketimi, doğal çevre dengesinin bozulma tehdidi ve dünya nüfusunun hızla artması neden olmuştur (Paula ve Cavalcanti, 2000). Bu olumsuz koşullar nedeniyle, ekonomik büyümeyi garanti altına alırken, toplumun çevreyi iyileştirmeye, sosyal çevreyi iyileştirmeye ve ekonomik kalkınmayı sürdürmeye yönelik önlemler alması zorunlu hale gelmiştir.

Birleşmiş Milletler tarafından ilk olarak 1972'de düzenlenen Stockholm Konferansı'nda tartışılmış ve 1987'de WCED - Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu (WCED) tarafından yayınlanan Brundtland Raporuna dahil edilmiştir. Brundtland Raporu'ndaki sürdürülebilir kalkınma kavramı artık geniş çapta kabul görmektedir. Bu kavrama göre, sürdürülebilirlik yalnızca ekonomik sürdürülebilirlik yoluyla değil, aynı zamanda sosyal ve çevresel faktörler aracılığıyla da teşvik edilmelidir. Sosyal ve çevresel faktörlerin çeşitli nedenlerle olumsuz etkileri, uzun vadede finansal sürdürülebilirliğin gerçekleşmesini engellemektedir. Bu nedenle uzun vadeli sürdürülebilirliğin sağlanabilmesi için sosyal, ekonomik ve çevresel faktörlerin bir bütün olarak ele alınması ve ihtiyaçların finansal olarak karşılanması gerekmektedir (Bakoğlu, 2010).

Sürdürülebilirliğinin temelinde sürdürülebilir gelişme anlayışı vardır. Sürdürülebilir gelişmenin işletme sürdürülebilirliği konusunda iki yönlü ilişkisi bulunmaktadır. Birincisi, firmaların dikkat etmeleri gereken ekonomik, çevresel ve sosyal konulardaki performanslarını belirlemelerine olanak tanır. İkinci olarak, işletmeler ve hükümetler ekonomik, sosyal ve çevresel sürdürülebilirlikte ortak sosyal hedeflere ulaşılmasına yardımcı olurlar (Bibri, 2008).

Sürdürülebilir gelişme kavramının çevresel adalet, ekonomik başarı ve toplumsal eşitlik gibi 3 temel noktada birleştiği söylenebilir Ekolojik sürdürülebilir gelişme; doğayı ve ekosistemleri korumak, insanların çevre üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak, tüketilen enerji yerine yenilenebilir enerji kaynaklarını kullanmak, mevcut üretim süreçlerini yeniden tasarlamak, atık ve hava kirliliğini en aza indirmek için yeni teknolojiler kullanmak, geri dönüşüm ve yeniden kullanıma ve zararlı etkilere uygun ürünler üretmek gibi süreçleri kapsamaktadır. Bu süreçleri uygulayan firmalar sürdürülebilirliğe önemli katkı sağlamaktadır (Sarıkaya ve Kaya, 2007).

Sürdürülebilir ekonomik gelişmenin sağlanabilmesi için gelecek nesillerin kişi başına düşen gelirinin şimdiki nesilden düşük olmaması, sektörel dengesizliklerden kaynaklanan tarımsal veya sınai kayıpların önüne geçilmesi ve ülke ekonomisinin kontrol edilebilir borçlanma ve temel mal ve hizmet üretiminin sürekliliğini sağlayan bir yöntem oluşturulması gerekmektedir. Öte yandan, sosyal olarak sürdürülebilir gelişme, toplumların korunması, siyasal sorumluluk ve katılımın artırılması, toplumsal cinsiyet eşitliği, eğitim ve sağlık hizmetlerinde yeterli düzeyde sosyal hizmetler ve üretimin eşit dağılımı ile sağlanabilecektir (Harris, 2000).

1.2.2. Kurumsal Sosyal Sorumluluk

Sürdürülebilirlik anlayışının gelişimini destekleyen kavramlardan biri olan sosyal sorumluluk, firmanın sadece ortaklarının değil tüm menfaat sahiplerinin finansal, yasal, etik ve özgür beklentilerini karşılaması anlamına gelir.

Küreselleşen ekonomide işletmelerin, refah ve istihdam yaratmanın ötesinde daha etkili olması; firmaların faaliyetlerini gerçekleştirirken paydaşlarıyla iletişimlerini esnasında gönüllü olarak sosyal ve çevresel kaygıları göz önünde bulundurması

kurumsal sosyal sorumluluk tanımını betimlemektedir. Kurumsal sosyal sorumluluk, sürdürülebilirliğin tüm içeriğini özellikle de çevresel sürdürülebilirliği temel alarak işletmelerin yaşam sürelerini devam ettirmelerini ve uzun dönemli başarılarını arttırmalarını sağlayan kavramlardan birisidir (Aras ve Crowther, 2009).

Kurumsal sosyal sorumluluk kavramı ilk kez Bowen'in 1953 tarihli Bowen's Social Responsibility adlı kitabında tanıtılmıştır. Bowen, iş adamlarının önemli bir stratejik konuma sahip olduğunu ve toplumun değer ve hedefleriyle tutarlı, sosyal açıdan sorumlu faaliyetlerde bulunmaları gerektiğini savunmuştur (Bowen, 1953).

Nobel Ekonomi ödülü sahibi Milton Friedman ve bazı ekonomistler 1960'lı ve 1970'li yıllarda, işletmelerin toplumsal meselelerinin çözümünde sorumluluk almasının ekonomik sistemin temelini çürüteceğini düşünmeleri sebebiyle kurumsal sosyal sorumluluk uygulamalarına olumsuz eleştiriler yöneltmişlerdir. Bununla birlikte, kurumsal sosyal sorumluluk üzerine yapılan araştırmalar, sosyal ve finansal performans arasında pozitif bir ilişki bulmuştur (Robbins ve Coulter, 2002). Özellikle 1980'li yıllarda firmaların sosyal sorumluluk faaliyetleri ve mali sonuçlarına göre değerlendirilmesi gerektiği vurgulanmıştır (Carroll, 1999).

Ekonomik ve sosyal hayatın en önemli aktörlerinden biri olan firmaların, başlangıçta sosyal sorumluluk için yeterli olmakla birlikte, günümüzde sorumlu kabul edilmeleri için çıkarlarının ve yasal yükümlülüklerinin yanı sıra toplumsal fayda da sunmaları gerekmektedir. Günümüz işletmeleri, sosyal sorumluluk kavramının önemli kazanımlar elde ettiğini görerek, kavramı her zamankinden daha fazla benimsemeye başlamışlardır. Örneğin kurumsal imaj veya kurumsal itibar, sosyal sorumluluk faaliyetleri ile kazanılabilir ve günümüzde işletmeler için hayati önem taşımaktadır.

Kurumsal sosyal sorumluluk farklı misyonlar yüklenmektedir. Ancak sosyal sorumluluk faaliyetlerinin çoğunun temeli, toplumun ihtiyaçlarını karşılama sorumluluğu ve bunlara karşı duyarlı olmaktır. Ayrıca, kurumsal sosyal sorumluluk anlayışı bağlamında kurumsal vatandaşlık, etik kodlar, sosyal raporlama gibi kavramlar literatürde ve uygulamalarda yer alarak sürdürülebilirlik yaklaşımına önemli katkı sağladığını söylemek mümkündür.

Paydaşlar için ekonomik değer yaratmak ve rekabet avantajı elde etmek üzere tasarlanan kurumsal sürdürülebilirlik ve sosyal sorumluluk kavramları ortak bir paydaya sahiptir (Montiel, 2008). Kurumsal sürdürülebilirlik araştırması, firmaların çevresel etkilerine ve çevresel faktörlerin iş üzerindeki etkisine odaklanırken; kurumsal sosyal sorumluluk çoğunlukla ekonomik olmayan sosyal hizmete odaklanmaktadır (Pirnea vd. 2011). Paydaş ilişkileri, şeffaflık ve sürdürülebilirlik raporları kurumsal sosyal sorumluluk çalışmalarını içermektedir. Kurumsal sürdürülebilirlik çalışmaları ise çevre yönetimi, üretim yöntemleri, değer yaratma ve insan sermayesi yönetimini kapsar.

Kurumsal sosyal sorumluluk bilincini sağlayan işletmeler yeni iş alanlarına girme ve müşteri sadakatini kazanmada önemli faydalar sağlamaktadırlar. Dünyada birçok kurumsal yatırımcı, yatırımını yapmadan önce yatırım yapacağı işletmenin sosyal sorumluluk konusundaki başarısını değerlendirerek yatırım yapmaya başlamıştır (Mohr ve Webb, 2005).

Bu bilgiler ışığında kurumsal sosyal sorumluluğa önem veren işletmelerin elde edeceği kazanımlar Tablo 1.2’de şu şekilde sıralanmaktadır.

Tablo 1.2. Kurumsal Sosyal Sorumluluğun İşletmeye ve Paydaşlara Sağlayacağı Faydalar

İşletmeye Sağlayacağı Faydalar			
* Hisse Senetlerinde değer artışı	* Marka değeri oluşturma	* Nitelikli çalışanı cezp etme ve elde tutma	* Kurumsal öğrenme ve yaratıcılık
* Etkin risk yönetimi	* İtibar sağlama	* Müşteri sadakati	* Faaliyetlerde etkinlik
* Hassas yatırımlara ve finansman kaynaklarına ulaşım	* Kurumsal imajın artması	* Yeni pazarlara girme kolaylığı	* Verimlilik ve kalite artışı
* Karlılıkta artış	* Toplumsal saygınlık	* Rekabet avantajı	* İşbirliklerin gelişimi
Paydaşlara Sağlayacağı Faydalar			
Kurum İçi Paydaşlara		Kurum dışı Paydaşlara	
* Yöneticilere	* Onur ve gurur duyma * Motivasyon artışı sağlayacak insan kaynakları politikaları * Etik konularda daha fazla farkındalık * Etik eğilimlerle, çalışanlara karşı daha çok güven duyumu * Trendlere uygun hareket etme	* Müşterilere	* Dürüst fiyat ve kaliteli ürün * Satın alma sürecinde bilgi temini * Taleplerinin tanımlanması ve yerine getirilmesi * Müşteri şikâyetlerinin dikkate alınması ve çözümlenmesi * Örgütlü hareket edebilme

	<ul style="list-style-type: none"> * Çalışanların işletme amaçlarını benimsemesi ve içselleştirmesi * Yaratıcı düşünce ve uygulamaların ortaya çıkması 	* Rakiplere	<ul style="list-style-type: none"> * Bilgilendirme ve kıyaslama örneği * Adil rekabet, dürüst reklam
* Hissedarlara	<ul style="list-style-type: none"> * Bütün firma faaliyetlerine yatırımların artması * Sosyal sorumluluk yatırım projelerine kolay fon temini * İşletme değerindeki artış * Sermaye temininde kolaylık * İşletmeyle ilgili bilgilerin açıkça paylaşılması * Sosyal performans ölçütü oluşturma 	* Tedarikçilere	<ul style="list-style-type: none"> * Fiyatlandırma ve ödeme koşullarında dürüstlük * Faaliyetlerine destek olacak tedarikçilere finansal destek
		* Topluma	<ul style="list-style-type: none"> * İnsan haklarının geliştirilmesi * Eğitim, sağlık ve kültür alanlarına yatırım * Kadın, çocuk işgücünün sömürülmesine engel olma * Sürdürülebilirliğe olan katkı
* Çalışanlara	<ul style="list-style-type: none"> * Güvenli çalışma ortamı * Etkin insan kaynakları politikaları * Daha iyi çalışma koşulları * İşgücü ilişkilerinde daha az anlaşmazlık * İstihdam maliyetlerinde azalma * Şirket içi iletişimin ve verimliliğin artması * Fırsat eşitliği ve erişim hakları * İşçi standartlarında iyileşme 	* Hükümete	<ul style="list-style-type: none"> * Yasalara bağlılık, yolsuzlukla mücadele * Kamusal alanlara yatırım, ekonomik ve sosyal sorunlara destek verme * İstihdam oluşturma
		* Çevreye	<ul style="list-style-type: none"> * Çevre kirliliğinin azaltılması * Kültürel mirasın korunması * Bitki örtüsünün, hayvan soyunun korunması * Daha temiz üretim süreçleri, enerji tasarrufu, geri dönüşüm * Eko-verimlilik * Çevresel teknoloji kullanımı

Kaynak: Aktan CC, Börü D (2007). *Kurumsal sosyal sorumluluk*.

<http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-sosyalsorum/kurumsalsos-anasayfa.htm>. (13 Mart 2020).

1.2.3. Sosyal Paydaş Teorisi

Firmalar kendi çevrelerinde faaliyet göstermeye devam etseler de toplumun birçok farklı kesimiyle bağlantıları vardır ve bu farklı kesimlere paydaş grupları denir. Firmaların faaliyetlerinden etkilenen ve faaliyetleri ile firmaları etkileyen ilişkili olduğru tüm kesimlere “paydaş” adı verilmektedir (Aktan ve Börü, 2007). Firmalar ile paydaşları arasındaki ilişkilerin iyi olması ve bu ilişkilerin sürdürülmesinin firmaların başarısına bağlı olduğru genel olarak kabul edilmektedir.

Birçok araştırmacı tarafından Freeman’ın (1984), *“Strategic Management: A Stakeholder Approach”* kitabı temel olarak kabul edilmektedir. Freeman’a göre, işletme içinden ve dışından gruplarla olan ilişkilerin güçlü veya zayıf olması ortak amaçların gerçekleştirilmesinde de önemli rol oynayacaktır. Bu yaklaşım paydaş teorisinin temel önermesini meydana getirmektedir. Stratejik yönetimin bir kavramı

olan paydaş teorisinin gayesi rekabet üstünlüğü sağlayarak organizasyonun iç ve dış çevresinin birbirleri ile olan ilişkilerini iyileştirmeye katkı sağlamaktır .

Paydaş teorisi, işletmelerin niçin kurumsal sürdürülebilirlik paralelinde iş yapmak zorunda oldukları konusunda önemli bir destek sağlamaktadır. Paydaşlarının ihtiyaç ve beklentilerini karşılamak için çaba sarf eden işletmeler, sürdürülebilir olarak kabul edilmektedir. Paydaşların istek ve beklentilerinin karşılanması ve müşterilere sunulan ürün kalitesinin artırılması kurumsal sürdürülebilirliğin amaçları arasındadır (Garvare ve Johansson, 2010). Fakat işletmeler için en önemli amaç işletme dışında yer alan paydaşlara yönelik konumlandırma faaliyetleridir. Örneğin, paydaş olan müşteriler, satın aldıkları ürün veya hizmet için daha fazla ödemeye isteklidir ve sürdürülebilirliği uygulamak için güvendikleri firmalara daha fazla bağlıdır. Bununla birlikte işletmeler sürdürülebilirlikle daha düşük zarara uğrama tehlikesi ile borçlanma, sermaye maliyetlerini düşürme gibi yatırımcı ve kredi verenler yanında avantaj elde etmektedirler (Peloza vd, 2012).

1.2.4. Kurumsal Hesap Verilebilirlik

Şirket çalışanları, yatırımcıları, paydaşları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları ve STK'ları ile etkileşim halindedir. Bu etkileşimde paydaşlar, tüm şirket faaliyetlerinden olumlu ya da olumsuz etkilendikleri için en çok hesap verme sorumluluğu ile ilgilirlenirler. Bu nedenle paydaşlar firmalardan şeffaflık ve hesap verebilirlik beklemektedir.

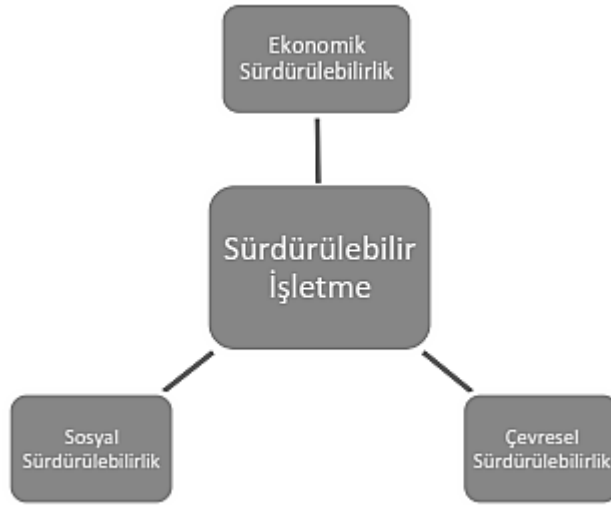
Hesap verme, kişilerin ya da işletmelerin faaliyetleri sonucu gönüllü olarak veya yasal mecburiyetler sebebiyle yerine getirdiği bir görevdir. Sorumluluğunu üstlenme ve alınan kararların doğruluğunu ispatlama hesap verebilirlik ilkesinin gerekliliğine işaret etmektedir. Hesap verebilirlik ve sorumluluk birbirlerine benzer ancak birbirlerinden ayrı kavramlardır. Sorumluluk belli şartlar altında işi en iyi şekilde yapmaktır; hesap verebilirlik ise bireylerin veya firmaların eylemlerine cevap verme, kabul etme veya sorumlu olma yükümlülüğüne dayanan bir ilişkidir (Wilson, 2003).

Hesap verebilirlik ilkesi, bir kişi veya kuruluşun davranışlarının ortaya çıkarılması, delil sunulması veya raporlanması ve kurul kararlarının izlenmesi anlamına

gelmektedir. Hesap verebilirlik ilkesi, çıkar gruplarını ilgilendiren konularda iş hayatı ile çıkar grupları arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine ilişkin kuralları açıklar. İşle ilgili çıkar grupları; müşteriler, alacaklılar, tedarikçiler, hissedarlar ve çalışanlar, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları, devlet ve şirkete yatırım yapmayı planlayan potansiyel tasarruf sahiplerini kapsamaktadır (Tuzcu, 2003).

1.3. Kurumsal Sürdürülebilirliğin Dayandığı Yaklaşımlar

Kurumsal sürdürülebilirlik, geleneksel ekonomik büyüme ve kar maksimizasyonu yönetim anlayışına bir alternatiftir. Toplumsal eşitlik, adalet ve çevreyi koruma, ile karlılık gibi hedefler arasında denge sağlanmalıdır (Çalışkan, 2012). Şekil 1.2’de sürdürülebilir işletme ve kurumsal sürdürülebilirlik yaklaşımları yer almaktadır. Şekilde görüldüğü üzere kurumsal sürdürülebilirliğin çevresel, sosyal ve ekonomik sürdürülebilirlik yaklaşımı olmak üzere dayandığı üç temel boyutu vardır.



Şekil 1.2. Sürdürülebilir İşletme ve Kurumsal Sürdürülebilirlik Yaklaşımları.

Kaynak: Saban M, Küçük H, Küçük M (2017) Kurumsal sürdürülebilirlik ile ilgili raporlama çerçeveleri ve sürdürülebilirlik raporlamasında muhasebenin rolü. *İşletme Bilimi Dergisi*, 5(1): 101-115.)

Kurumsal sürdürülebilirlik konusuna dair ele alınan ekonomik, çevresel, sosyal yaklaşımları birbirinden ayrı olarak değerlendirmek mümkün değildir (Saban vd., 2017). Sürdürülebilirliğe yönelik bu yaklaşımların her birinin kendine özgü farklı bakış açıları ve çıkarımları olduğu ve bu farklı yönlerin birbirinden kopuk ve bağımsız değil, birbiriyle etkileşim içinde değerlendirilmesi gerektiği vurgulanmıştır.

Dolayısıyla işletme başarısı bu üç boyutta gösterilen çaba ile ölçülmektedir (Besler, 2009).

1.3.1. Çevresel Sürdürülebilirlik

Çevresel sürdürülebilirlik kavramı, doğal koşulları ile uyum içinde yaşamaya devam etmek anlamına gelmektedir. Bu anlamda sürdürülebilirlik, sağlıklı bir ekonomi ve çevre oluşturmaya yardımcı olmaktadır (Hitchcock ve Williard, 2009). Yenilenebilir kaynaklar ve yenilenemeyen kaynaklar çevresel sermayeyi oluşturmaktadır. Yağmur, rüzgâr, güneş ışığı gibi kaynaklar doğal olarak meydana gelen ekonomik faaliyetlerde kullanılabilir kaynaklardandır. Fosil yakıtlar, biyolojik çeşitlilik gibi yenilenemeyen kaynaklar ise doğal olarak meydana gelmeyen tek kullanımlık kaynaklardandır. Bu nedenle çevresel sürdürülebilirlik, doğal kaynakların yanlış kullanımına, çevreye verilen zararlara ve tahribatlara dikkat çekmekte ve örneğin doğal kaynakların daha verimli kullanılması, geri dönüşüm ve kullanım, geri dönüşüm, yeniden üretim ve temiz üretim konularına vurgu yapmaktadır. Çevresel sürdürülebilirlik, bu kaynakların kullanımı konusunda hassasiyet sağlamakta ve işletmelerin örneğin üretim, pazarlama, planlama ve tüketimde çevresel sürdürülebilirliği ön planda tutmasına katkı sağlamaktadır (Steurer vd., 2005).

Her işletme çevresel bir etkiye sahip olup insanların doğanın imkân sağladığı kaynaklardan ne miktarda faydalandığı mevzusu ekolojik sistemin farklı bir yönden ele alınmasını zorunlu kılmaktadır. Firmaların faaliyetlerinin bıraktığı ekolojik ayak izlerini azaltmak için firmalar çevre yönetimi uygulanmaktadır. Bu nedenle, William E. Rees'in (1992) "ekolojik ayak izi" teorisi, insanların kullandığı ve atıkları emdiği kaynakları üretmek için ne kadar toprak ve suya ihtiyaç duyulduğunu ölçmektedir. İnsanoğlunun hayatını sürdürebilmesi için dünyanın ne kadar toprak parçası ve suya ihtiyaç duyduğu bu ölçüm kullanılarak hesaplanabilmektedir. Böyle bir hesaplamanın, doğal kaynakların daha verimli kullanılması açısından gerekli olduğu öne sürülmüştür.

Sanayileşmenin hızla artması önemli çevresel sorunlara neden olmuş, sanayileşmenin çevreye verdiği zararlar çevresel ve kurumsal sürdürülebilirlik yönündeki faaliyetlerin artmasına sebep olmuştur. Bu nedenle çevresel sürdürülebilirliğin uygulanabilir olması için yenilenebilir kaynak politikalarının geliştirilmesi ve çevreci

yatırımların artması gerekmektedir. Ayrıca, işletmelerin çevreye olan zararlarını azaltma çabalarından dolayı ortaya çıkan maliyetlerin işletmeler açısından olumsuz değil, tersine karlılık ve rekabet bakımından olumlu sonuçlar doğuracağı ileri sürülmüştür. Örneğin, çevre ve finansal performans arasındaki bağlantıyı inceleyen birçok çalışmada, çevre performansı düşük işletmelerin finansal açıdan da düşük performans gösterdikleri saptanmıştır (Andrew ve Lenox, 2001).

Çevresel problemlerin giderek daha fazla artması sürdürülebilirlik konusunda önemli çalışmalar yapılmasına zemin hazırlamış, dünyada ortak bir sorun olarak kabul edilmesine neden olmuştur. Bu bağlamda ilk olarak 1960 yılında Ekonomik İş Birliği Teşkilatı (OECD) oluşturulmuş, ardından 1980 yılında Uluslararası Doğayı ve Doğal Kaynakları Koruma Birliği (IUCN) tarafından açıklanan Dünyayı Korumaya Dönük Stratejisi izlenmiştir. 1987 yılında yayınlanan Brundtland Raporu nüfus artışının çevre üzerindeki etkisini, gıda güvenliğinin sağlanmasını ve doğal kaynakların sürdürülebilir kullanımını önemli stratejilerle açıklamıştır (Shrivastava, 1995).

1.3.2. Sosyal Sürdürülebilirlik

2000'li yıllar öncesi literatürde sürdürülebilirliğin sosyal boyutu, çevresel ve ekonomik sürdürülebilirliğe göre daha az yaygındı. Fakat son yıllarda dünyada ortaya çıkan küresel hareketlilikler ve değişimler, işletmeleri sosyal sürdürülebilirlik alanında çalışmalar yapılmasına itmiş ve işletmelerin yaptıkları çalışmaların toplum nezdinde benimsenmesini gerekli kılmıştır. Bu nedenle işletmelerin sürdürülebilirlik çalışmaları sonucunda sosyal sürdürülebilirliğin önemi ortaya çıkarak işletmelerin paydaş ilişkilerine ve toplum ihtiyaçlarına önem vermesi zorunluluk haline gelmiştir. Bu nedenle kurumsal sürdürülebilirliğin uygulanma aşamasında ekonomik ve teknolojik yaklaşımların yanında sosyal açıdan da yaklaşım ön plana çıkmış ve işletmelerin toplumsal değer yaratımı konusunda çaba göstermeleri önem kazanmıştır (Sarıkaya vd., 2010).

Liverman ve arkadaşlarına göre (1998) sosyal sürdürülebilirlik, en iyi yaşam standardının elde edilmesi ve sürdürülebilir bir çevre yaratmak için insanların yaşamlarını sürdürme olasılığı olarak tanımlanmaktadır. Linnenluecke vd'ne (2009) göre sosyal sürdürülebilirlik, bir kurumda çalışanını geliştirmeye özendirme,

toplumla ilgili konuları planlı olarak araştırmak ve bunları paydaşlar ile birlikte uygulamaya geçirmeyi kapsamaktadır. Dyllick ve Hockerts'a göre (2002) sosyal sürdürülebilirlik, eşitliği paylaşma ve ihtiyaçları karşılama tutumunun birleşimi olarak tanımlanmaktadır. Buna iş sağlığı ve güvenliği, ayrımcılık, iş etiği, dolandırıcılık, kurumsal hayırseverlik, azınlık sorunları, toplum refahı, kurumsal sosyal sorunlar ve paydaş talepleri dahildir ancak bunlarla sınırlı değildir. alışanlarının ve çıkar gruplarının sermaye geliştirme faaliyetleri ile toplumsal sürdürülebilirliği sağlamış bir şirket, çevresine katma değer sağlar.

Sosyal sürdürülebilirlik; eşitlik, sosyal haklar, kültürel çoğulculuğa saygı, siyasi süreçlere katılım, sosyal içerme ve dayanışma kavramları toplumların yaşam kalitesini yükseltmektedir. Zaman içinde sosyal olarak sürdürülebilir bir toplum yaratmak için aşağıdaki ilkelerden söz edilmektedir. Bu ilkeler (McKenzie, 2004):

- Çoğu insanın sağlık, eğitim, ulaşım, barınma ve eğlence gibi temel hizmetlere erişme hakkı olması,
- Gelecek kuşakla eşitlik sağlanarak mevcut nesillerle yürüttüğü çalışmaların gelecek kuşaklar için olumsuzluğa neden olmaması,
- Farklı kültürlerin olumlu taraflarının önemsendiği kültürel ilişki sisteminin oluşturulması ve kültürel uyumun desteklenmesi,
- Yurttaşların siyasi katılımının yalnızca seçim dönemlerinde değil, siyasi faaliyetlerin diğer sahalarda da yaygın biçimde sağlanması,
- Sosyal sürdürülebilirlik algısının bir kuşaktan diğer kuşağa aktarabilmesi için bir yöntemin belirlenmesi,
- Topluluğun güçlü yanlarını ve ihtiyaçlarını belirlemek için bir sistem oluşturulması,
- Toplumun olası ihtiyaçlarını karşılması için mekanizmalar yaratılıp, sosyal eylem yoluyla ihtiyaçlarını korunması,
- Sosyal sürdürülebilirliğin geliştirilmesi için toplumların süreçleri ve yapılarında devamlı değişiklik gösteren gereksinimlerinin karşılanmasını sağlamak oldukça önemlidir.

1.3.3. Ekonomik Sürdürülebilirlik

İşletmelerin yaşamını sürdürebilmeleri açısından en temel koşul ekonomik sürdürülebilirliklerini sağlamaktan geçmektedir. Ekonomik ve kurumsal sürdürülebilirlik, karın optimizasyonu ve konvansiyonel büyüme modeline alternatif olarak kabul edilmiş, gelişim süreci niteliğinde bir yönetim kuramıdır (Wilson, 2003). Ekonomik sürdürülebilirlik aynı zamanda firmaların sahip olduğu çeşitli sermayelerin etkin kullanılıp kullanılmadığını da belirlemektedir. Bu sermaye türleri, finansal sermaye (varlıklar, yükümlülükler), maddi sermaye (makine, envanter) ve maddi olmayan sermayedir (bilgi, teknoloji, yazılım vb.) (Elkington, 1997).

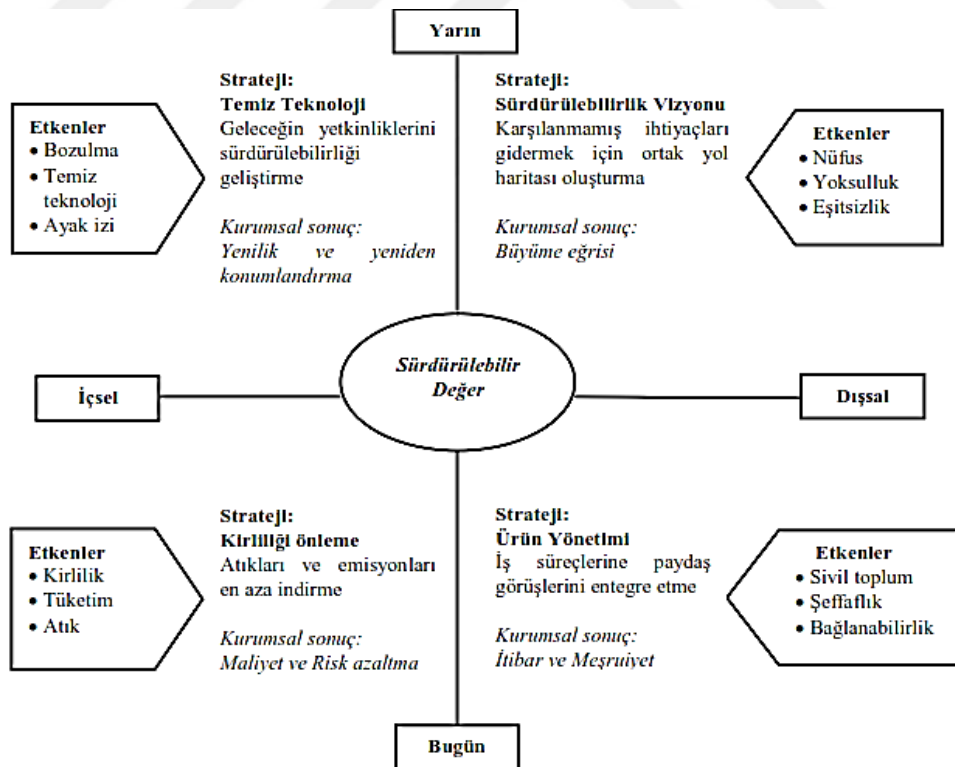
Ekonomik sürdürülebilirlik, finansal performans, sosyal, çevresel ve ekonomik sürdürülebilirliğin ekonomiyi nasıl etkilediğini düşünmeyi gerektirir (Doane and MacGillivray, 2001). Bir işletmenin finansal performansını iyileştirmek yönetimin sorumluluğundadır. Daha yüksek finansal performans, paydaşların refah artışına yol açmaktadır. Ekonomik anlamda refah artışının sağlanamaması, parasal olan kazançlarda eşitlik olmaması ve toplum sağlığının tehlikeye atılması nedeniyle sosyal adalet ve çevresel bütünlüğe de zarar verecektir (Kaypak, 2011).

İşletmelerin ve toplumda yer alan bireylerin kapasitelerini optimal kullanabilmeleri ve sürdürülebilir rekabet gücünü sağlamaları için ellerinde bulundurdukları kaynakları en iyi şekilde değerlendirmeleri gerekmektedir (Simone ve Popoff, 2000). Firmanın temel amacı, uzun vadeli geliri maksimize etmek, finansal sonuçları sürdürülebilir kılmak ve pazardaki konumunu sürdürmektir. Bu nedenle ekonomik sürdürülebilirlik, ekonomik varlığı oluşturan firmaların çalışmalarını sürdürerek, topluma fayda sağlayan, kârlı olmayı amaçlayan bir yaklaşım olarak görülmektedir. Bu yaklaşımda paydaşlar açısından ekonomik, sosyal ve çevresel faaliyetler nedeniyle oluşan fırsatlar değerlendirilerek uzun vadede değer yaratma hedeflenmektedir (Nemli, 2004).

İşletmelerin ekonomik anlamda sürdürülebilir olması için sosyo-verimlilik (sosyal verimlilik) ve eko-verimlilik (ekolojik verimlilik) yaklaşımlarını anlayıp hayata geçirmeleri gerekmektedir. Sosyal verimlilik, firmanın faaliyetleri sonucunda üretilen katma değer ile toplum arasındaki ilişki olarak tanımlanmaktadır. Üretilen

katma değer ile iş kazaları, şiddet ve insan haklarına saygısızlık gibi olumsuz etkilerin en aza indirilmesi, bağış ve istihdam artışı gibi olumlu sosyal etkilerin ise en üst düzeye çıkarılması hedeflenmektedir. Eko-verimlilik ise üretim sürecinde doğal kaynaklarını en iyi şekilde kullanarak kurumsal stratejilerinin önemli bir parçası haline getirmesidir (Dyllick ve Hockerts, 2002). Bir işletmede kurumsal sürdürülebilirliğin sağlanması, sosyal ve ekolojik verimliliğin elde edilmesi ve ekonomik performansı artırarak güvence altına alınması ile mümkündür.

Kurumsal sürdürülebilirliğe katkı sağlayan bu kavramlarla birlikte, kurumsal sürdürülebilirlik; uzun vadeli değer yaratmayı ve ekonomik, çevresel ve sosyal riskleri yönetmeyi ve fırsatlardan yararlanmayı amaçlayan bir iş yaklaşımı olarak tanımlanır (Lo ve Sheu, 2007). Bu bağlamda işletmelerin uzun vadede sürdürülebilir değer yaratma yönünde hedef belirlemeleri önemli hale gelmektedir. Sürdürülebilir değer yaratmaya yönelik çerçeve Şekil 1.3'te gösterildiği gibidir (Hart ve Milstein, 2003).



Şekil 1.3. Sürdürülebilir Değer Çerçevesi

Kaynak: Hart SL, Milstein MB (2003) Creating sustainable value. *Academy of Management Perspectives* 17(2): 56-67.)

Şekilde görüldüğü gibi, sürdürülebilir değer yaratmanın iç ve dış yönleri vardır. Sürdürülebilirlik, uzun vadeli bir hedefe dayanmaktadır ve kısa vadeli bir hedef yerine uzun vadeli bir stratejik hedefe odaklanma gereğini vurgulamaktadır. Sürdürülebilir değer yaratma açısından bakıldığında, uzun vadeli hedef iş dikkate alınarak önemli bir gelecek perspektifi sunan planlamanın bu hedefleri gerçekleştirmenin temelinde yer alması önemli görülmektedir.

Sürdürülebilir değer yaratmak için iş liderlerinin yapması gereken ilk şey, çeşitli risklere ve fırsatlara bir bütün olarak bakmaktır (Hart ve Milstein, 2003). Bu sayede firmalar kısa vadede operasyonlarından kaynaklanan atık ve emisyonları en aza indirerek maliyetlerini ve risklerini azaltabilirler. Bu durumda, temiz teknolojinin kullanılması ve sürdürülebilirliğin geliştirilmesi uzun vadede etkilerini kademeli olarak daha da azaltabilir. Dışarıdan bakıldığında; kısa vadede firmalar, dış paydaşların görüşlerini ürün ve hizmet süreçlerine entegre etmenin bilincinde olarak kurumsal imajlarını geliştirebilirler. Uzun vadede bu durum, gelecekteki sorunları çözmek ve karşılanmamış ihtiyaçları telafi etmek için ortak bir sürdürülebilir kalkınma hedefi ve vizyonu haline gelebilir.

Sürdürülebilir değer çerçevesi; bu süreçleri uygulayan firmaların sürdürülebilir gelişimi ile ilgili fırsatları yakalar ve bunları firmalar için sürdürülebilir değer elde etmenin boyutlarıyla ilişkilendirir. Karmaşık ve zorlu bir yapıya sahip olan sürdürülebilir değere giden yolda, firmaların sabır, yaratıcılık ve sürdürülebilirlik vizyonuna büyük katkı sağlamaları gerekmektedir (Hart ve Milstein, 2003).

1.4. Sürdürülebilirliğin Firmalara Sağladığı Faydalar

Kurumsal finansal kazanç, rekabet, mevzuat ve hissedar baskısı ile ilgili artan endişeler, firmaları sosyal, ekonomik ve çevresel etkilerini yönetmek için stratejilerini değiştirmeye zorlamaktadır (Epstein, 2009). Son yıllarda yatırımcılar iyi yönetim ve farklı stratejik yaklaşımlar ararken, müşteriler ürünlerin kalitesine, içeriğine, hangi koşullarda ve kim tarafından yapıldığını merak etmekte, devlet ve STK'lar raporlama baskısını artırmaktadır (Keeble vd., 2003). Kurumsal sürdürülebilirliğin birçok faydasına ek olarak, genel olarak firmaların kısa vadeli kazanımlardan çok uzun vadeli kazanımlara odaklanması gerektiğini belirtilmektedir.

Kurumsal sorumluluğun işletmelere sağladığı faydalar beş ana başlık altında değerlendirilmektedir. Kurumsal sürdürülebilirlik, firmalara daha iyi bir itibar, nitelikli işgücünü çekebilme, sermayeye daha kolay erişim, daha uzun şirket ömrü, uzun vadede daha düşük maliyetler, yeni iş ve pazarlama avantajları sunmaktadır (BIST, 2014).

1.4.1. Kurumsal İtibarının Güçlenmesi

Kurumsal itibar, işletmelerin gerçekleştirmiş oldukları faaliyetleri ve bu faaliyetlerinin sonuçlarından yola çıkarak işletmeye değer yaratan, rakiplerine göre paydaşlarına daha çekici gelme algısı yaratan kolektif değerlendirmelerdir. Etkili bir itibar yönetimi işletmelere uzun dönemli fayda yaratacak avantajlar sağlamaktadır. İşletmelerin sürdürülebilirlik uygulamalarıyla kurumsal itibarlarını artırmaları faaliyet gösterdikleri çevredeki varlıklarını devam ettirmede rekabet üstünlüğü sağlamaktadır. Tüketicilerin bir işletmeyi değerlendirmeye başlamasının tüketici sadakatinde, müşteri güveninde ve risk algısında azalmaya yol açtığı görülmektedir (Koç, 2015).

Uygulamaları etkin bir şekilde uygulayan firmalar, sektöre özel standartlar belirleme ve mevzuatta değişiklik yapma gücüne sahip olmalarını sağlar. İşletmelerin söz konusu bu çalışmaları ile paydaşları arasında etkili iletişim sağlanarak gelecekte uzun dönemli birliklik sağlamalarına imkân tanınır, sürdürülebilir büyüme ve rekabette avantaj yaratacaktır. Günümüzde kurumsal itibarın işletmelerin rakiplerine karşı sağladığı rekabet üstünlüğü; ürünleri yüksek fiyattan satabilme, gelir düzeyinde artış, hammadde ve yarı mamul satın alımında düşük fiyattan alabilme, kriz dönemlerini daha çabuk atlatma gibi diğer avantajlar sağlamaktadır (Musteen vd., 2010).

Yatırımcılara güven veren güçlü bir kurumsal itibar, hissedar değerinin gelişmesine ve işletmelerin piyasa değerinin artışına katkıda bulunmaktadır (Aras ve Crowther, 2009). Bir şirket ne kadar olumlu eylemlerde bulunursa ve sürdürülebilirlik uygulamalarını ne kadar desteklerse, imajı o kadar iyi olmaktadır. Tersine, firmaların ürettiği olumsuz sosyal ve çevresel etkiler, imaj ve itibarlarına zarar vermektedir. Bu bağlamda, firmaların sürdürülebilirliğe değer verip vermediğini değerlendirmek için

zaman zaman istatistikler yayınlanmaktadır. Yayınlanan bu istatistikler işletmeler tarafından ciddiye alınmakta ve listede üst sıralarda yer alan firmalar olumlu bir kamuoyu imajına sahip olmaktadır. Örneğin, kurumsal itibar ile piyasa değeri arasındaki ilişki, 2004 yılında Dünya Ekonomik Forumu'nun “Liderlerin Sesi” araştırmasına dahil edilmiştir. Dünyanın önde gelen 1.000 iş liderinin katıldığı bir anketin sonuçlarına göre firmaların piyasa değerinin %60'nun finansal verilere dayandığı, %40'nın ise itibara dayandığı görülmüştür (Williard, 2005).

1.4.2. Nitelikli Emek Gücü Çekme Fırsatı

Yatırımcıların yatırım kararlarında işletmelerin çevresel ve sosyal faaliyetlerini de göz önünde bulundurmaya başlaması işletmelerin bu yatırımcı grubunu dikkate almaları gereğini ortaya çıkarmıştır. İşletmelerin itibarının güçlenmesiyle, kalifiye işgücü istihdamı kolaylaşmaktadır. Sürdürülebilirliği uygulayan işletmelerin sağladıkları ürün ve hizmetler farkındalık ve farklılık algısı yaratarak, finansal açıdan işletme gelirlerinde artışa neden olmakta ve insan kaynakları açısından nitelikli iş gücünü işletmeye çekerek verimliliği üst düzeye çıkarmaktadır (İzci, 2016).

1.4.3. Sermayeye Erişim Kolaylığı

Finans firmaları, sürdürülebilirlik stratejilerini uygularken, yatırımcılarına önerdikleri projeleri değerlendirirken; sosyal çevre, insan hakları ve ekolojik denge yaklaşımlarını dikkate almaktadır. Dolayısıyla sürdürülebilirliği uygulayan işletmeler daha az risk altında olma, daha düşük oranlarda borçlanma veya sigortalanma avantajı sağlamaktadırlar. Uluslararası sorumlu yatırım firmaları tarafından finansal destek sağlama, kredilendirme olanakları kolaylaşmaktadır (BIST, 2014).

1.4.4. Firmanın Yaşam Süresinin Uzaması

İşletmelerde yaşam süresi uzaması kurumsallaşma ile daha sistematik bir yapı oluşturularak, sürekliliğin sağlanması ile mümkün olabilir. Ayrıca kurumsallaşabilen firmalar, rekabet, düşük sermaye maliyetleri, krizlerin daha kolay önlenmesi veya hayatta kalması, yönetim kalitesi, artan finansal olanaklar ve likidite açısından uzun vadeli avantajlar elde etmektedir (İMKB, 2011).

1.4.5. Uzun Vadede Düşen Maliyetler ve Yeni İş-Pazar Alanı

Sürdürülebilirliğin işletmelere sağladığı faydalardan birisi de uzun vadede maliyetlerin azalmasıdır. Kurumsal Sosyal Sorumluluk tasarılarında üzerinde durulan katı atık tasarrufu, enerji tasarrufu, atıkların yeniden kullanımının sağlanması ve faydalanılması vb. uygulamalar maliyetleri düşürürken uzun vadede verimliliğin dolayısıyla karlılığın artmasını sağlamaktadır.

Üretim, işçilik, iş sağlığı ve güvenliği, inovasyon ve temiz üretim aracılığıyla malzeme, enerji ve ürün verimliliği ile ilgili maliyetlerde tasarruf elde etme imkânı sağlanmaktadır. İyi çalışma koşullarının oluşturulması ile birlikte motivasyonun ve üretkenliğin artırılması, daha düşük iş gören devir hızı elde edilmesi, sendikalarla yaşanacak sorunların azaltılması, işçilik maliyetlerini azaltma imkânı sağlayarak yenilikçi çareleri gündeme getirmektedir. Sağlıklı ve güvenli iş ortamı hem çalışanlar hem de toplum için daha yüksek üretkenlik sağlayarak, onların hayat standardını iyileştirerek iş sağlığı ve iş güvenliği maliyetlerinde tasarruf elde edilmesine yardımcı olacaktır. Sürdürülebilirlik bakış açısı ile yaratıcı düşünceler, inovasyonlar, keşifler ve hatta icatlar işletmelere sektörlerinde rekabet avantajı, yeni pazarlara girme şansı ve pazarda daha uzun kalma avantajı sağlayacaktır (İzci, 2016).

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE VE DÜNYA'DA KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK UYGULAMALARI

İşletmelerin uzun vadede değer yaratabilmesi için çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim kapsamında sürdürülebilirlik anlayışını faaliyetlerine ve iş süreçlerine uyarlanması, ortaya çıkabilecek risklerin yönetilmesi ve fırsatların değerlendirilmesinde, kurumsal sürdürülebilirliğin sağlanmasında oldukça önem arz etmektedir. Bu nedenle işletmelerin kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının geliştirilmesi amacıyla ulusal ve uluslararası düzeyde birçok gelişme yaşanmıştır. Bunlardan biri de firmaların sürdürülebilirlik raporlamaları yapmaya başlaması ve sürdürülebilirlik endekslerinin geliştirilmesidir. Bu bölümde, sürdürülebilirlik raporlamasının tarihçesi, amacı, önemi, sürdürülebilirlik raporlaması ile ilgili ilke ve standartlar ile sürdürülebilirlik endeksleri incelenmiştir.

2.1. Sürdürülebilirlik Raporlaması

Yatırımcılar için firmaların mali durumları ile birlikte sürdürülebilirlik kapsamında çevresel ve sosyal sorumluluk faaliyetleri de önemli hale gelmiştir (Siew, Balatbat vd., 2013). Kurumsal sürdürülebilirlik kavramı işletmelerde hesap verebilirliğin kapsamını artırarak işletme yönetiminin yalnızca işletme hissedarlarına değil tüm paydaşlarla hesap verir hale gelmesine neden olmuştur (Özçelik, 2013). İşletmelerin kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetleri üzerine odaklanmasıyla birlikte sosyal, ekonomik ve çevresel faaliyetlere ilişkin sonuçları paydaşlara bilgi verme ihtiyacını zorunlu hale getirmiştir. Bu doğrultuda, sürdürülebilirlik raporları kapsamının genişletilmesi çabaları başlamıştır. Akademik literatürde sürdürülebilirlik raporlaması, “kurumsal sorumluluk raporlaması”, “finansal olmayan raporlama”, “üçlü performans raporlaması” ya da “üçlü raporlama” olarak da adlandırılmaktadır. Sosyal ve çevresel faktörler dikkate alınarak oluşturulması ve finansal raporlama

sistemlerine farklı bir alternatif olarak oluşturulması nedeniyle “finansal olmayan raporlama” olarak adlandırılmaktadır.

Tüm paydaşlara doğrudan ya da dolaylı olarak işletmelerin misyon ve vizyonu, artı ve eksi yönleri ile yönetim anlayışı ve söylemleri için inceleme olanağı sunan sürdürülebilirlik raporları hesap verebilirlik, iletişim ya da bildirim aracı olarak tanımlanmaktadır. Sürdürülebilirlik raporları ile paydaşlar, işletme performansını ölçümleyerek, sürdürülebilirlikten nasıl etkilendiğini değerlendirebilecek ve rakipleri ile işletme performansını kıyaslama imkânı elde edebilecektir (King, 2010).

İşletmeler sürdürülebilirlik raporlamaları aracılığıyla uzun vadeli stratejiler geliştirerek bu stratejiler çerçevesinde yönetim kararlarını şekillendirmektedir. Bununla birlikte, detaylı işletme performanslarının analizini yaparak olumlu ve olumsuz yönlerini belirleyip, geliştirmeleri gereken alanlara yoğunlaşabilmekte ve böylelikle atması gereken adımlarını kolay tespit edebilmektedir.

2.1.1. Sürdürülebilirlik Raporlamasının Tarihsel Gelişimi

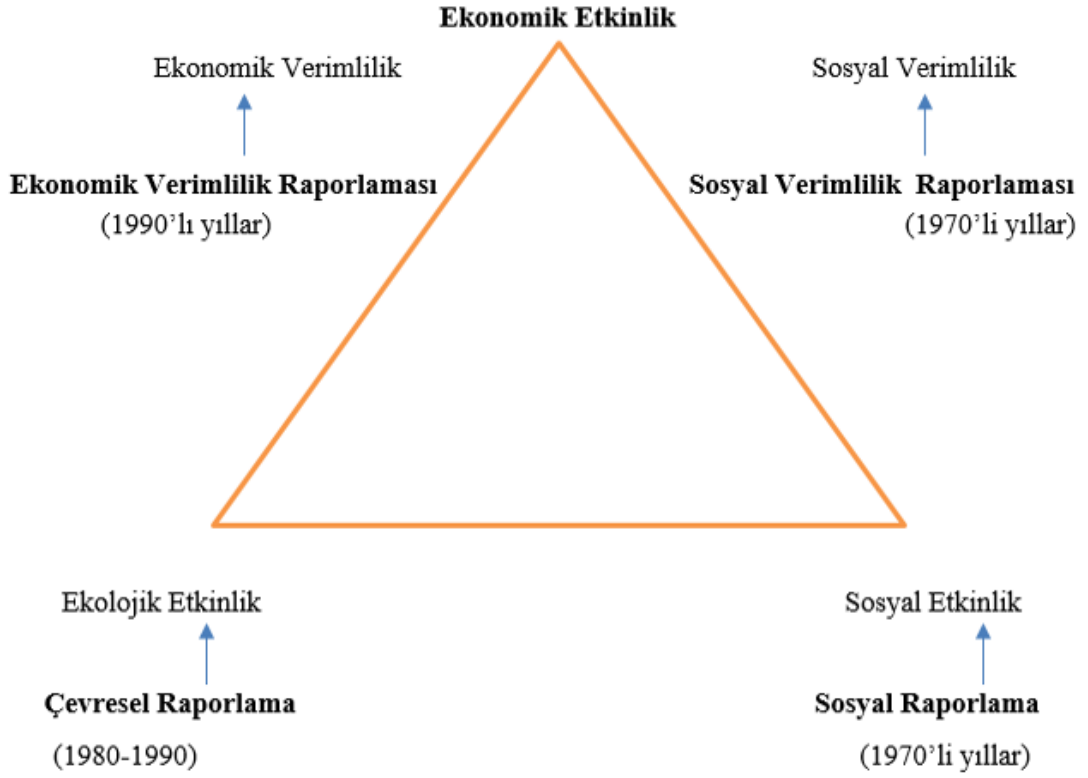
Finansal araçların farklılaşması, teknolojideki yenilikler, işletmeler tarafından oluşturulan bilgilere ulaşımın kolaylaşması ve piyasalardaki değişimler işletmelerin piyasada tutunabilmeleri ve rekabet edebilmeleri açısından farklı koşullarla karşı karşıya kalmalarına neden olmuştur. Bu değişim ile birlikte işletmeler tarafından paydaşlara sunulan raporların kapsam ve amaçları da değişmiştir. İşletmelerin faaliyet sonuçlarının değerlendirilmesi ve işletme değerinin hesaplanmasında sadece finansal veriler değil finansal olmayan veriler de kullanılmaya başlanmıştır.

19. yüzyıl itibariyle, işletme değerini belirlemeye yönelik araçların temelini muhasebe tarafından üretilen finansal raporlar oluşturmuştur. Bir işletmenin iktisadi değerlerinin etkinliği ve verimliliğinin artırılması, korunması ve yönetilmesi sonucunda elde edilmiş olan ekonomik kârlılık, muhasebe bilgi sisteminden elde edilen finansal raporlar ile belirlenmektedir (Sisaye, 2011). 1970'li yıllarda firmaların raporlarında sadece finansal tablo ve finansal performans göstergelerine yer vermesiyle birlikte, o yıllarda ortaya çıkan toplumsal yapı, toplumsal eşitlik ve adalettaki değişimler nedeniyle toplumsal konulara da bu raporlarda yer vermeye

başlanmıştır (Herzig ve Schaltegger, 2011). Firmaların artık faaliyetlerinde sadece hissedarlara ve yatırımcılara karşı değil, topluma karşı da sorumlu hale gelmesi, firmaların toplumu sosyal bir bakış açısıyla bilgilendirme ihtiyacını ortaya çıkarmış ve sosyal sorumluluk raporları yayımlanmaya başlanmıştır.

1980'ler ve 1990'larda yaşanan ekolojik felaketler, doğal afetler ve karbondioksit emisyonlarındaki artış, iklim değişikliği hem ekonomik hem de ulusal politikalarda yer almaya ve bu konulara firmalar tarafından da önem verilmeye başlanmıştır. İşletmeler faaliyetlerinden kaynaklanan ekolojik etkileri açıklama ihtiyacı hissetmiş ve ekonomik faaliyetlerinden kaynaklanan ekolojik etkilerin belirtildiği, çevresel raporlar yayınlamaya başlamışlardır (Herzig ve Schaltegger, 2011).

Finansal olmayan raporlama faaliyetleri 1990'lı ortaya çıkmaya başlamış ve 2000'li yıllarda daha da yaygınlaşmıştır (Das vd., 2008). Sürdürülebilirlik raporları, 2000'li yıllardan günümüze dek farklı içeriklerle ortaya konmuştur. Sürdürülebilirlik raporları “*Üçlü Sorumluluk Raporu*” adı altında ekonomik, sosyal ve çevresel raporlamayı içeren raporlama modelinin bir parçası olarak paydaşlara sunulmuştur (Herzig ve Schaltegger, 2011).



Şekil 2.1. Sürdürülebilir Kalkınma ve Sürdürülebilirlik Raporlaması Gelişimi.

Kaynak: Herzig C, Schaltegger S (2011) Corporate sustainability reporting. *Sustainability communication: Interdisciplinary perspectives and theoretical foundation*, 151-169.)

Sürdürülebilirlik raporlamalarının gelişimi (Şekil 2.1.) dikkate alındığında üç temel aşama dikkat çekmektedir. İlk aşama; 1970'li yıllarda sosyal etkinlik ve verimlilik üzerine çalışmalar gerçekleştirilmiştir. İkinci aşama; 1980'lerde başlayıp 1990'lara kadar olan süreyi kapsamaktadır. Bu sürede çevresel etkinlik ön plana çıkarılmıştır. Ayrıca işletmelerin çevre üzerindeki negatif etkilerin azaltılması faaliyetlerinin yoğunlaştığı dönem olarak bilinmektedir. Üçüncü ve son aşama ise 1990'lı yıllarda başlayan ve günümüze kadar süregelen dönemdir. Bu dönem içerisinde ekonomik verimliliğin ön planda olduğu dönemdir (Herzig ve Schaltegger, 2011). Ayrıca, "Üçlü Sorumluluk Raporlaması" çerçevesi gibi çok sayıda raporlamanın ortaya çıktığı dönemdir (Sridhar, 2011). Bu üç dönem sonrası bütün dünyada birçok işletme finansal olmayan raporlarını yayınlamaya başlamıştır (Gao, 2011).

Hem dünyada hem de Türkiye'de sürdürülebilirliğin uygulanması için kurulan bazı önemli kuruluşlar Tablo 2.1'de belirtilmiştir.

Tablo 2.1. Sürdürülebilirlik ve Sürdürülebilirlik Raporlaması ile İlgili Kuruluşlar

YIL	KURULUŞ	AÇIKLAMA
1992	Dünya Sürdürülebilir Kalkınma İş Konseyi	Uluslararası 209 şirketin koalisyonundan oluşmasıyla, ekonomik büyüme, çevre dengesi ve sosyal gelişim konuları gibi 3 ana faktör yoluyla sürdürülebilir kalkınma üzerine ortak taahhütleri ortaya koyulmuştur. İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Demeği (Skd Türkiye) 2004 yılında kurulmuş olup Dünya Sürdürülebilir Kalkınma İş Konseyi (WBCSD) 'nin Türkiye 'deki tek iş ortağı ve temsilcisidir.
1995	Avrupa Kurumsal Sosyal Sorumluluk Birliği	Kurumsal sosyal sorumluluk kavramının uluslararası standartlarda yaygınlaşmasını ve sosyal sorumluluk bilincini uluslararası alanda tanıtmayı amaçlayan dernek, bu kapsamda sürdürülebilir kalkınma, kurumsal yönetim ve kamu-özel sektör-sivil toplum ortaklıklarını temel alan bir yaklaşım ile gönüllülük esasını faaliyetlerini sürdürmektedir. 2005 yılında Türkiye Kurumsal Sosyal Sorumluluk Demeği kurulmuştur. 2008 yılından beri de CSR Europe' nin üyesidir.
2000	Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi	Sürekli rekabet içindeki iş dünyasına ortak bir kalkınma kültürü oluşturmak üzere evrensel ilkeler öneren yenilikçi bir kurumsal sorumluluk yaklaşımıdır. Vizyonu, "sürdürülebilir ve kapsamlı küresel ekonomi" olan Global Compact'e taraf olmak tamamen gönüllülük esasına dayanmaktadır. Farklı millet, dil, kültür bağlamlarında benimsenen amacına hizmet eden ulusal ağlar, aynı zamanda şirketlerin bir araya gelerek sürdürülebilirlik konularında harekete geçmeleri için önemli bir platform oluşturmaktadır. 2002 yılında Global Compact Türkiye kurmuştur.
2008	Karbon Saydamlık Projesi	İklim değişikliğinin etkilerini azaltmak için ve doğal kaynakları korumak amacıyla iş dünyasının işleyiş şeklini değiştirmek üzere çalışır. 2010 yılında Carbon Disclosure Project (CDP) Türkiye kurulmuştur.
2010	Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi	Düzenleyici kurumlar, yatırımcılar, şirketler, standart belirleme otoriteleri, muhasebe uzmanları ve STK' lar tarafından kurulmuş küresel bir koalisyondür. Bu koalisyon, kurumsal raporlama sürecinin gelişiminde bir sonraki adımın değer yaratma hakkında iletişim kurmak olduğu görüşüne sahiptir.
2011	Sürdürülebilirlik Muhasebe Standartları Kurulu	Borsaya kayıtlı Amerikan şirketleri tarafından önemli sürdürülebilirlik hususlarının yatırımcılar ve kamu yararına açıklamasında kullanılmak üzere sürdürülebilirlik muhasebesi standartları oluşturan ve kâr amacı gütmeyen bağımsız bir kuruluştür.

Kaynak: Önce S, Onay A, Yeşilçelebi G (2015) Kurumsal sürdürülebilirlik raporlaması ve Türkiye'deki durum. *Journal of Economics Finance And Accounting*. 2(2): 230- 252.

2.1.2. Sürdürülebilirlik Raporlaması Amaçları ve Faydaları

Finansal raporlama ile sürdürülebilirlik raporlamaları karşılaştırıldığında bilgi ihtiyacının temin edilmesinde bir benzerlik söz konusudur. Sadece bilgi ihtiyacının giderilmesi değil aynı zamanda finansal ve finansal olmayan bilgilerin ilişkisi

hakkında da bilgi vermektedir. Sürdürülebilirlik raporlamaları işletmelerin gelecekteki plan ve hedeflerinin belirlenmesine, işletmenin negatif ve pozitif yönlerinin belirlenmesine yardımcı olmaktadır. Bununla birlikte sürdürülebilirlik raporlamanın yapılmasıyla işletmelerin kurumsal yönetim ve imajının artmasına, işletme ile müşteri arasındaki iletişim ve ilişkinin sağlamlaşmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla işletmeler arasındaki mevcut rekabet ortamının pozitif yönde ilerlemesi sağlıklı sürdürülebilirlik raporlarının oluşturulmasına bağlıdır (BIST, 2014).

Sürdürülebilirlik raporlarının işletme açısından pek çok olumlu yönü mevcuttur. Bunları şu şekilde özetlemek mümkündür (Herzig ve Schalttegger, 2011);

- ✓ İşletmelerin sadece finansal nitelikli faaliyetlerinin değil aynı zamanda sosyal ve çevresel değer yaratacak mamul ve hizmet faaliyetlerinin tespit edilmesi,
- ✓ İşletmelerin rakipleri karşısında rekabet üstünlüğü ve kıyaslama fırsatı olanağı,
- ✓ İşletmelerin marka değeri ve itibarının artırımı,
- ✓ Kurumsal hesap verilebilirliğin artırılması,
- ✓ Çalışanların verimliliği, etkinliğinin ve işletme içi kontrol imkanını artırmasıdır.

Yukarıda belirtilmiş olan faydalar dikkate alınarak işletmelerin sürdürülebilirlik raporlarına yöneldiği görülmektedir. Özellikle lider işletme konumunda olan General Motors, Procter & Gamble, Nestle, SBN Bank ve Shell gibi birçok firma çevresel, ekonomik ve sosyal konulara yönelik performans raporlarını sunmaya başlamıştır (Gao ve Zhang, 2006). Sürdürülebilirlik raporlamalarının yapılmasının birçok nedeni bulunmaktadır. Bu nedenlerden ilki, paydaş baskıların bir kısmının düzenleyici kurumlar tarafından ortaya çıktığı görülmektedir (Idowu ve Pappasolomou, 2007: Gao, 2011).

Sürdürülebilirlik raporlamalarının ikinci nedeni topluma sağlanan sosyal ve çevresel faydaları bünyesinde bulunduran raporların artık işletmelerin yönetimine de katkı sağlayabileceğini işletme yönetimi tarafından fark edilmesidir. Yapılan bir çalışma sonucuna göre Amerika'daki birçok firmanın üst yöneticilerine yapılan araştırmada

%81'inin sürdürülebilirlik faaliyetlerinin işletmenin stratejik planlarının şekillenmesine yardımcı olduğunu belirtmiştir (Sisaye, 2011).

İşletmelerin sürdürülebilirlik raporlaması yapma veya yapmama sebepleri konusunda yapılan çalışmalara göre; itibara ilişkin faydaların elde edilmesi, maliyet avantajının sağlanması, etkin çalışmanın artırılması, işletmenin büyüme fırsatlarını ve çalışan kesimin işletmeye olan tutum ve davranışlarının geliştirilmesi, belirlenmiş spesifik hedefler doğrultusunda ilerlemelerin takibinin sağlanması, çevresel stratejilerle ilgili uygulamaların kolaylaştırılması, sosyal ve çevresel konulara ilişkin organizasyon genelinde ve üst yönetimde farkındalığın sağlanması, işletmenin tüm paydaşlarının sürdürülebilirlik raporları ile üretilen bilgiye ihtiyaç duyması, kredibilitenin daha şeffaf ve geniş kapsamlı olarak sağlanması gibi sebepler işletmelerin raporlama yapma sebepleri arasında sayılmaktadır (Kolk, 2004; Berthelot vd., 2012).

Sürdürülebilirlik raporlamasının işletmeye fayda sağlamayacağı şüphesinin olması, rakiplerinde raporlama yapmaması, toplumun ve müşterilerin sürdürülebilirlik raporlarına önem vermemesi, raporlamanın olumlu etkilerinin satışlara yansımaması, raporların işletmenin itibarını olumsuz yönde etkileme ihtimali nedeniyle yasal yaptırımlara maruz kalınması ve çevreci kuruluşlar tarafından dikkat çekmekten kaçınılması gibi sebepler ise işletmelerin raporlama yapmama sebepleri arasında sayılmaktadır. (Kolk, 2004).

Sürdürülebilirlik raporlamaları, çalışanların ve yöneticilerin de sürece dahil edilerek sürdürülebilirlik hedeflerinin belirlenip, verilerin toplanarak sürdürülebilirliğin uygulanması ve bu bilgilerin aktarılması örgütsel davranışı yönlendiren önemli bir araç olarak kendisini gösterir (Schaltegger vd., 2006). Bu açıdan ele alındığında sürdürülebilirlik raporlamasının işletmeler açısından içsel (direkt) ve dışsal (endirekt) yararları bulunmaktadır. Bu faydalara Tablo 2.2'de yer verilmiştir.

Tablo 2.2. Sürdürülebilirlik Raporlamasının İşletmeler Açısından Faydaları

DİREKT (İÇSEL FAYDALAR)	ENDİREKT (DIŞSAL) FAYDALAR
Paydaşlar için şeffaflık	Sürdürülebilirlik raporlamaları, paydaşlara ilgili verilerin iletilmesi ile şeffaflığın artmasını sağlar.
İtibarın artırılması	Sürdürülebilirlik raporlamaları, Pazar payının, marka değerinin ve müşteri sadakatinin artırılmasına uzun dönemde katkıda bulunur.
Sürekli gelişim	Sürdürülebilirlik raporlamaları, bir sonraki yıl raporunda yer alacak ilave sonuçlar için yönetimi harekete geçirecek sürekli gelişmeyi ve öğrenmeyi destekler.
İnovasyonun desteklenmesi	Sürdürülebilirlik raporlamaları, şirketleri uzun dönemli düşünmeye ve performans sergilemeye teşvik ederek rekabet esnasında pozitif etki sağlar.
Risk bilinci	Sürdürülebilirlik raporlamaları, risk algısında azalma gibi sonuçların ortaya çıkmasında yardımcı olmaktadır.
Yönetim sistemlerinin iyileştirilmesi	Sürdürülebilirlik raporlamaları, doğru verilerin daha iyi bir şekilde toplanmasını sağlayarak, çevresel, sosyal ve ekonomik etkilerin üstesinden gelebilmek için daha dikkatli ve güçlü yönetim sistemleri destekleyip ve kolaylaştırır.
Çalışanların farkındalığının ve motivasyonunun artırılması ve çalışanların yönlendirilmesi yeteneklerin cezbedilmesi	Sürdürülebilirlik raporlamaları, gerek işletme içine gerekse işgücü piyasasına, işletmenin çevresel ve sosyal konulara ilişkin prensiplere uyarak nasıl ömrünü uzatabileceğini gösterebilmesine yardımcı olur.
Uzun vadeli fonları çekebilme ve uygun finansman koşulları	Sürdürülebilirlik raporlamaları, uzun dönemli yatırımcıların çekilmesine yardımcı olur, finansörler ve sigortacılar için düşük risk primine imkân sağlar.
Finansal değer yaratmak	Sürdürülebilirlik raporları, işletmenin maddi olmayan varlıklarının uzun dönemde hissedar değerini yeterliliğini ve istikrarlılığını artırma eğilimindedir.
Faaliyetleri devam ettirmek için gerekli ruhsatlara sahipliğin devam ettirilmesi	Sürdürülebilirlik raporları, paydaşlar ile iyi bir iletişim ve görüşme sağlayarak işletmenin faaliyetlerinin sürekliliğini sağlar ve güçlendirir

Kaynak: World Business Council for Sustainable Development, 2002.

(<https://docs.wbcsd.org/2002/12/SustainableDevReporting-StrikingTheBalance.pdf>, Erişim Tarihi: 03.03.2019)

Finansal ve sürdürülebilirlik raporlamalarının temel amacı yatırımcılar, analistler ve hissedarlar gibi işletme ilgilileri açısından işletmenin gelecekte beklenen değerini tespit etmeye yönelik bilgi sağlamaktır. İşletmenin geçmişte faaliyetlerinden sağladığı gelir, kâr ve piyasa payları işletmenin gelecekteki finansal performansı değerlendirilirken ele alınan maddi unsurlardır. Bununla beraber, işletmenin sahip olduğu marka değeri ve kurumsal itibar, müşteri sayısı ve kalitesi, entelektüel sermayesi gibi diğer unsurlar da işletmenin gelecekteki değerinin belirlenmesinde ele alınan maddi olmayan unsurlar olarak sayılmaktadır (Kristensen ve Westlund, 2003)

Sürdürülebilirlik raporları, işletmelerin sosyal, ekonomik ve çevresel yönetim uygulamalarıyla ilgili verileri kapsadıklarından işletmelerin sosyal sorumluluk

hedeflerine ulaşmalarında kolaylık sağlayabilir. Bu raporlar, içerdikleri bilgilerle ekonomik büyümeyi sosyal ve çevresel ihtiyaçlar, karar verme, planlama, uygulama süreçleri ve kontroller ile ilişkilendirdiğinden işletme yöneticileri için faydalı bir araç olabilir. Bu sebeple, sürdürülebilirlik raporlaması kurumsal sürdürülebilirlik bilgilerinin toplanmasında, analizinde ve iletişimde işletme yönetimi açısından oldukça önemli hale gelmiştir (Schaltegger vd., 2006).

2.1.3. Sürdürülebilirlik Raporlaması İlke ve Standartları

Günümüzde sürdürülebilirlik raporlamasında tercih edilecek olan gönüllü ya da zorunlu yaklaşımlar konusunda tartışmalar uzun süredir devam etmektedir. Sürdürülebilirlik raporlamasının hangi yaklaşıma göre yapılması gerekliliğinin nedenleri arasında işletmelerin her geçen gün daha fazla sürdürülebilirlik raporlaması yayınlaması, raporlamanın uygulanması ile elde edilecek faydalar, işletmelerin raporlama yapmayı tercih etme ve etmeme sebepleri yer almaktadır. Sürdürülebilirlik raporlarının hazırlanmasına ek olarak, bu yaklaşımlar ayrıca yıllık raporların, mali tabloların, denetim raporlarının veya şirket raporlarının hazırlanmasında da önemlidir.

Gönüllü Raporlama Yaklaşımı: Piyasa performansına dayalı bir raporlama yöntemi olan gönüllü raporlama yaklaşımı, başta mevcut ve potansiyel yatırımcılar olmak üzere kurumsal menfaat sahipleri tarafından finansal bilgilerin yanı sıra ekonomik, sosyal ve çevresel konularda bilgiye ihtiyaç duyduklarında uygulanmaktadır. Bu yaklaşımda işletmeler sürdürülebilirlik raporunu yayınlama ya da yayınlamama hakkına sahip olup yatırımcıları memnun edecek şekilde bilgileri aktardığı sürece, piyasalar tarafından bu işletmelere teşvikler sağlanmaktadır. Gönüllü olarak sürdürülebilirlik raporu yayınlayacak olan işletmelerin güvenilirliği sağlayan bir mekanizmaları olduğundan yanlış ve yanıltıcı bilgilerden sakınacağı kabul edilir (Romano, 1998).

Zorunlu Raporlama Yaklaşımı: Bu raporlama yöntemine göre firmalar ekonomik, sosyal ve çevresel konularda mevzuat ve raporlamadan sorumludur. Zorunlu raporlama yöntemi kapsamında firmalar, raporlarında yatırımcının kararını etkileyebilecek önemli bilgiler vermek zorundadır. Yatırımcılara sunulan bilginin

biçimi, miktarı ve zamanlaması konusunda firmaları sınırlayarak esnekliği yok eder. Bu raporlama yöntemi ile iş politikaları ve sektörel özellikler dikkate alınarak sorumlu raporlar düzenlenemez. Zorunlu raporlamanın amacı, yatırımcıya yatırım süresi boyunca kesintisiz ve kaliteli bilgi sağlamaktır (Lin, 2008).

Sürdürülebilirlik raporlamanın gönüllü ya da zorunlu olması konusunda tartışmalar devam etmektedir. İşletmeler gönüllü raporlama yaklaşımı ile sürdürülebilirlik performanslarının daha verimli olacağını savunurken, kamu kuruluşları ise zorunlu raporlama yaklaşımı ile şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin objektif olarak gerçekleşeceğini savunmaktadır.

Sürdürülebilirlik konusunda hem ulusal düzeyde hem de uluslararası düzeyde farklı sürdürülebilirlik standartları oluşturulmuştur. Pek çok farklı standart oluşturmanın nedeni globalleşme neticesinde kurum veya kuruluşların birbirinden farklı çerçeveler, kodlar, rehberler ve standartların yayınlanmasıdır. Yayınlanan standartların ve kılavuzların sayısındaki artış, sürdürülebilirliğe ilişkin raporlamanın birleşik bir yapıya sahip olması gerektiğini göstermiş ve uluslararası kuruluşlar birbirini destekleyen raporlama ilkeleri yayınlamıştır. Yayınlanan bu ilkeler; “Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi”, “Çok Uluslu İşletmeler için OECD Rehberi” ve “Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri” dir. Sürdürülebilirlik için ilke ve yönergeler, uluslararası kuruluşlar dışında, birçok çıkar grubuna sahip kâr amacı gütmeyen kuruluşlar tarafından da yayınlanmıştır. Bunlar arasında ise; “Küresel Raporlama Girişimi Rehberi”, “ISO 26000, Account Ability İlkeleri Standardı” ve “Account Ability Güvence Standardı” yer almaktadır. Yayınlanmış olan bu standart ve çerçeveler işletmelerin ekolojik, sosyal ve ekonomik anlamdaki negatif etkilerinin, işletme ve toplum üzerinde azaltma çalışmaları ve karşılaştırılabilir standartlar çerçevesinde bütün bilgi kullanıcılarına ulaşma kolaylığı sağlamaktadır (Schneider ve Meins, 2011).

2.1.3.1. Küresel Raporlama Girişimi (Global Reporting Initiative)

GRI Sürdürülebilirlik Raporlama Standartları, ilk ve en yaygın kabul gören küresel sürdürülebilirlik raporlama standartlarıdır. 1997'de Boston'da geliştirilmiş ve 2002'de bağımsız bir kuruluş haline gelmiştir. Küresel Raporlama Girişimi, kâr amacı

gütmeyen küresel ekonomiyi etkinleştirmek için sürdürülebilirlik raporlamasında firmalara liderlik eden uluslararası bir kuruluştur. Kamu ve özel sektörden pek çok üyeyi barındırarak çoklu paydaş yapısına sahiptir. Küresel Raporlama Girişimi çerçevesinde, işletmelerin ekolojik, sosyal ve ekonomik performanslarının belirlenmesi ve ölçülmesi ile bu performansların raporlanmasına imkân tanıyan göstergeler yer almaktadır. Küresel Raporlama Girişimi çerçevesi her geçen gün yenilenerek farklı sürümler oluşmuştur. İlk olarak 1997 yılında oluşturulan çerçeve 2000 yılında yayınlanmış olmakla birlikte 2013 yılında güncellenerek standartlar yayınlanmaya devam etmiştir. Son hali 2021 yılında yayınlanarak 1 Ocak 2023 itibariyle geçerli olacağı açıklanmıştır (www.globalreporting.org).

Küresel Raporlama Girişimi iki yılda bir dünyanın farklı yerlerinden (iş adamları, hükümet yetkilileri, bilim adamları vb.) kişilerin katıldığı ve üçlü raporlama (ekolojik, sosyal, ekonomik) çerçevesinde kalkınma konularını tartıştığı bir konferans düzenlemektedir. 2000 yılında yapılmış olan müzakerede G1 ismi ile ilk Küresel Raporlama Girişimi (GRI) rehberi yayınlanmıştır. 2002 yılında ise “*Sürdürülebilir Gelişme Konferans’ında*” G2 isminde ilk raporlama rehberinin genişletilmiş hali yayınlanmıştır. 2006 yılında yine G3 isminde 3000’ den fazla üye devlet yetkililerinin ortak kararıyla raporlama rehberinin güncellenmiş hali yayınlanmıştır. G3 ismi ile oluşturulan rehber çerçevesinde ekolojik, sosyal ve ekonomik performansların işletmelerin raporlarında yer alması gerektiği belirlenmiştir. 2011 yılında G3.1 ismi ile çerçeve daha da genişletilmiştir. Burada insan hakları, cinsiyet ve toplum konuları üzerine çerçeve daha da genişletilmiştir. Son olarak 2013 yılında en güncel ve genişletilmiş halini aldığı G4 rehberi yayınlanmış olup, 2015 yılı itibariyle bütün işletmelerin bu çerçeveyi uygulamaları istenmiştir. 2016 yılında ilk küresel raporlama standartları yayınlanmaya başlanmıştır. Raporlama standartları daha esnek bir yapıda, işletme gereksinimlerinin açık ve sade bir dille belirtildiği temel kavram ve açıklamalar yer almaktadır (www.globalreporting.org).

GRI RAPOR SAYISI 1999-2016



Şekil 2.2. GRI Rehberi'ne Uygun Biçimde Yayınlanmış Sürdürülebilirlik Raporu Artışı (GRI Reporting Statistics, 2012)

GRI raporlama sayısındaki yıllar arasındaki artış Şekil 2.2'de gösterilmektedir. Küresel Raporlama Girişimi (GRI) raporlama çerçevesi kapsamında oluşturulan sürdürülebilirlik raporlarının, işletmelerin raporlama dönemindeki işletme stratejileri, yönetim uygulamaları ve taahhütlerinin sonucunda ortaya konulmuş olan sonuçları kapsamaktadır. Sürdürülebilirlik raporları aşağıda belirtilmiş olan amaçları kapsamaktadır; (GRI G3 Global Reporting Initiative Turkish Guideline);

- ✓ Sürdürülebilirlik raporları, işletme performanslarının kural, yasa, diğer performans standartları, yönetmelikler ve gönüllü girişimler ile kıyaslanmakta ve değerlendirilmektedir.
- ✓ İşletmelerin sürdürülebilir kalkınma program ve beklentilerin hangi yönde etkilendiği ve hangi faktörler doğrultusunda etkilendiğini göstermektedir.
- ✓ İşletme performanslarının işletme içi ve rakip firmalarla kıyaslanma imkânı sağlamaktadır.

Küresel Sürdürülebilirlik Standartları Kurulu (GSSB) tarafından 2021 yılında yayınlanan GRI standartları 01.01.2023 tarihinden itibaren geçerlidir; Üç seri halinde oluşturulmuştur: GRI Evrensel Standartları, GRI Endüstri Standartları ve GRI Konu Standartları. Evrensel standartlar tüm kuruluşlar için geçerlidir ve GRI 1, GRI 2 ve GRI 3 standartlarından oluşur. Sektör ve konu standartları ise belirli sektörlerle ve kuruluşlar tarafından belirlenen öncelikli konulara göre uygulanabilir. GRI 1:

Sürdürülebilirlik raporlamasının kritik kavramlarını açıklar ve standartların nasıl kullanıldığını ve hangi kurallara uyulması gerektiğini açıklar. Aynı zamanda kaliteli raporlamanın temeli olan doğrulanabilirlik ve denge gibi ilkeleri belirtir. GRI 2: Bir kuruluşun yapı ve raporlama uygulamaları, faaliyetler, yönetim, paydaş katılımına ilişkin açıklamalar içerir. Kuruluşun etkilerini anlamak için profilin ve ölçeğin sağlanmasında hakkında fikir verir. GRI 3: Bir kuruluşun sürdürülebilirlik raporlaması ile ilgili öncelikli konularının belirlenmesindeki adımları açıklar (www.globalreporting.org).

2023 yılı dünya geneli dikkate alındığında yayınlanan raporların yaklaşık %73'ünün Küresel Raporlama Girişimi (GRI) raporu olduğu tespit edilmiştir. 100'den fazla ülkede dünya çapında önde gelen 10.000 şirket tarafından benimsenmiştir. Bunun nedeni, mevcut en kapsamlı kılavuzlardan biri olması, birden çok paydaş katılımını içermesi, dünya çapında iyi bilinmesi ve hazırlık kılavuzunun birçok farklı dile çevrilmiş olması ve diğer raporlara bakıldığında tercih edilecek gibi görünmesidir. Çünkü anlaşılması ve uygulanması kolaydır (Lozano ve Huisinğ 2011). Dünya çapında kabul görmüş GRI raporlama ilkelerini uygulayan işletmeler, kamu ve sermaye piyasalarında göz önüne çıkararak, kendilerine benimsenme açısından farklılık yaratmaktadırlar (UN Global Compact, 2009).

2.1.3.2. Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri

2005 yılında Birleşmiş Milletler Sekreterliği, Sorumlu Yatırım İlkelerini geliştirmek için 12 ülkeden 20 yatırım kuruluşunun temsilcilerini bir araya getirmiş ve bu süreç Birleşmiş Milletler Çevre Programı Finans Girişimi ve Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi tarafından yönetilmiştir. 2006 yılında belirlenen sorumlu yatırım ilkeleri dünya çapında hız kazanan sorumlu yatırımların kriterleri haline gelmiştir. Bu ilkeler, bir yatırımcının uzun vadeli yatırım portföyünün performansının çevresel, sosyal ve yönetim konularından etkilendiğini ve bu ilkelerin yatırım kararlarında önemli olduğunu göstermektedir.

2.1.3.3. Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi

Birleşmiş Milletler tarafından 2000 yılında oluşturulan Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi, firmaların sosyal, çevresel ve finansal performans raporlarını

toplumla aktif olarak paylaşımlarını beklemektedir. Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi (UNGC), rakipleriyle sürekli rekabet halinde olan firmalar için sürdürülebilirlik ve kurumsal sorumluluk ile ilgili politikalar geliştirmek ve uygulamak amacıyla kurulmuştur. Küresel İlkeler Sözleşmesi bünyesinde yer alan üyelere, tüm özel sektör işletmelerine ve kamu kuruluşlarına çalışma şartları, insan hakları, çevre ve yolsuzlukla mücadele kapsamında on maddelik sorumluluk bildirgesi oluşturulmuştur. Aşağıda, Birleşmiş Milletler Sekreterliği'nin işletmelerden beklentilerinin 10 maddesi ve bu beklentilerin dayanakları yer almaktadır (UN Global Compact, 2009).

- ✓ İş dünyası uluslararası arenada onay görmüş olan insan haklarını benimseyip, destekleyip saygı duymalıdır.
- ✓ İş dünyası insan hakları ihlallerine karışmamalı ve bu ihlallere dâhil olmamalıdır.
- ✓ İş dünyası, çalışanların örgütlenmesini desteklemelidir.
- ✓ Zorla çalıştırılmaya son verilmelidir.
- ✓ Çocuk işgücüne izin verilmemeli, bununla etkin bir şekilde mücadele edilmelidir.
- ✓ İş dünyası, işe alma ve görevlendirmeler esnasında cinsiyet ayrımcılığını önlemelidir.
- ✓ İş dünyası, çevresel konularda ihtiyatlı adımlar atmalıdır.
- ✓ İş dünyası, çevreye karşı sorumluluk düşüncesiyle davranmalı ve faaliyetleri teşvik etmelidir.
- ✓ Çevreye zarar vermeyecek çevre dostu teknolojiler geliştirilerek yaygınlaşması desteklenmelidir.
- ✓ İş dünyası, rüşvet, haraç, rant sağlama vb. her türlü yolsuzlukla mücadele etmelidir.

2.1.3.4. OECD Çokuluslu İşletmeler Rehberi

OECD Konseyi tarafından Çokuluslu İşletmeler Genel İlkeleri “sorumlu iş” başlığı çerçevesinde 2000 yılında oluşturulmuş olan bu rehber, OECD ülkelerinde faaliyetlerini sürdüren uluslararası işletmelerin buldukları devlet yasa ve yönetmeliklerine uyulması konusunda tavsiyeler belirtilmektedir. Bu tavsiyelerin

temelinde işletmelerin gönüllülük esası etrafında faaliyetleri kapsamaktadır. Ayrıca, işletme faaliyetlerinin devlet yasa ve politikaları ile uyumunun sağlanması, piyasa güvenin oluşturulması, yabancı yatırımlara açık ve güvenilir ortamların oluşturulması ve sürdürülebilir kalkınmayı desteklemek amacıyla faaliyet göstermektedir (Aktan ve Vural, 2007). Çokuluslu İşletmeler Rehberi çerçevesinde işletmelerin faaliyet prensipleri, insan, üretici ve tüketici hakları, endüstriyel ilişkiler, istihdam, hata ve hilelerle mücadele, bilim ve teknoloji ile rekabet ortamına ilişkin genel politika ve uygulamalar belirtilmiştir (Büchner, 2012).

2.1.3.5. ISO 26000 Sosyal Sorumluluk Rehberi Standardı

ISO 26000 standardı, 2010 yılında yayınlanan, dünyanın farklı yerlerinden firmalar, yetkililer, tüketiciler ve sivil toplum kuruluşlarından kişileri, çalışma gruplarını bir araya getiren ve uluslararası mutabakatı sağlayan bir standarttır. Bu standardın temel amacı sürdürülebilir kalkınmaya katkıda bulunmaktır. İşletmelerin rakiplerine karşı rekabet avantajı sağlaması, piyasada itibar kazanması, müşterilerin ilgisini çekebilmesi, yatırımcılarla iyi ilişkiler kurması bu standartları uygulaması sayesinde olacaktır. ISO 26000, kurumsal sorumluluk uygulamak isteyen tüm kuruluşlar için ayrımcılık yapılmamasından, paydaş katılımı ve raporlamaya kadar kurumsal sürdürülebilirlik yönetiminin tüm bölümleri için yol gösterici ilkeler sağlamaktadır (www.turcert.com).

2.1.3.6. Hesap Verebilirlik İlkeleri Standardı (AA1000AP) 2018

AA1000APS standardının amacı, kurumsal sürdürülebilirlik önceliklerini belirlemek ve sürdürülebilirliği yapı, yönetim, uygulanabilirlik ve raporlama açısından değerlendirmektir. Bu standartların temel amacı, uluslararası kabul görmüş hesap verebilirlik konularını firmalar için uygulanabilir ve yönetilebilir bir düzeye çıkarmak, sürdürülebilirliği stratejik ve kesin bir şekilde uygulamaktır (www.accountability.org).

2.1.3.7. Güvence Standardı (AA1000AS) 2008

Bir kuruluşun AA1000AS ilkelerine bağlılığını ve kapsamını değerlendirerek, uluslararası alanda kabul görmüş sürdürülebilirlik uzmanları tarafından sürdürülebilirlikle ilgili güvence sözleşmeleri için kullanılan lider bir metodolojidir.

Güvence standardının temelinde sürdürülebilirlik raporlaması yapan işletmelerin sürdürülebilirliği nasıl uyguladıklarını belirlemek ve bunun sonucunda ortaya çıkan performansı açıklayarak paydaşlarına güvence sağlamak bulunmaktadır. Güvence standardının 2008 yılında yayımlanan versiyonu 2019'da piyasaya sürülmek üzere revize edilmiştir (www.accountability.org).

2.1.3.8. AA1000 Paydaş Katılım Standardı (AA1000SES) 2015

AA1000 Paydaş Katılım Standardı (2015), paydaş katılımı için bütünleşik bir yaklaşımı değerlendirmek, tasarlamak, uygulamak ve iletmek için kuruluşları destekleyen en yaygın uygulanan küresel paydaş katılımı standardıdır. Kaliteli bir paydaş katılımı aşağıdaki ilkelerin uygulanmasını kapsamaktadır:

- ✓ AA1000APS ilkelerine bağlılığa dayalı olmak,
- ✓ Kapsamı açıkça tanımlamak,
- ✓ Ortaklaşa bir karar verme sürecine sahip olmak,
- ✓ Kurum ve paydaşlar açısından önemli konulara odaklanmak,
- ✓ Diyalog için fırsatlar yaratmak,
- ✓ Kurumsal yönetişimin ayrılmaz bir parçası olmak,
- ✓ Şeffaf olmak,
- ✓ İlgili paydaşlara uygun için süreci doğru kılmak,
- ✓ Uygun zaman, esnek ve duyarlı olmaktır.

Faaliyetlerin yukarıdaki ilkelere dayalı olarak yürütülmesi ve elde edilen faydaların belirlenmesi, yüksek kaliteli bir paydaş katılım modelinin oluşturulmasını ve uygulanmasını gerektirmektedir. Bunun temeli AA1000SES standardı ile sağlanmaktadır (www.accountability.org).

2.2. Sürdürülebilirlik Endeksleri

Sürdürülebilir finans kavramının artan popülaritesi ve yatırımcıların için sürdürülebilirlik yaklaşımının öneminin artması, sorumlu yatırımlara yönelen yatırımcı sayısının hızla yükselmesi gibi çeşitli faktörler menkul kıymet borsalarında sürdürülebilirlik endekslerinin oluşturulmasına yol açmıştır.

Endeksler genellikle, sermaye piyasalarının performansının iyileştirilmesi, piyasanın derinleştirilmesi ve genel ekonomik eğilimlerin ölçülmesi dahil olmak üzere, belirli bir piyasadaki hisse senedi fiyatlarının belirli bir süre içindeki davranışını açıklayan bir gösterge olarak kullanılmaktadır (Santis vd., 2016). Sürdürülebilirlik endeksleri, sürdürülebilir yatırımları desteklemek ve yatırımcıları bu alanda faaliyetlerde bulunan ve sürdürülebilirliğe önem veren firmalarla buluşturmak için oluşturulmuştur. Sürdürülebilirlik endeksine alınacak firmaların değerlendirilmesinde genellikle çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim kriterleri kullanılmaktadır. Bu değerlendirme kriterleri kapsamında firmaların çevresel ve sosyal çevre konularında nasıl davrandıkları ve ne tür faaliyetlerde ve yatırımlarda buldukları, kurumsal yönetim ilkelerine ne derecede bağlı oldukları konusunda bilgi paylaşması yatırımcıların ve kurumsal paydaşların ayırım yapmasını kolaylaştırmaktadır.

Sürdürülebilirlik endekslerinin arkasındaki fikir, sürdürülebilir uygulamaların hissedarlara fayda sağlayan uzun vadeli değer yaratmanın potansiyel bir bileşeni olduğudur (Ching, Gerab ve Henrique, 2017).

2.2.1. Dünya Geneline Sürdürülebilirlik Endeksleri

2023 yılı itibarıyla dünya genelinde 180 ülke sürdürülebilirlik göstergelerine sahiptir ve 40.000'den fazla şirket bu kapsamda değerlendirilmektedir. Sürdürülebilirlik endeksleri son yıllarda hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde artan bir ilgi görmektedir.

Tablo 2.3. gelişmekte olan ülke borsaları için sürdürülebilirlik endeksi örneklerini göstermektedir.

Tablo 2.3. Sürdürülebilirlik Endeksine Sahip Ülke ve Borsalar

ÜLKE	BORSA ADI	ENDEKS ADI	YIL
İngiltere	London Stock Exchange	FTSE4Good Index Series	2001
Brezilya	B3	Corporate Sustainability Index (ISE B3)	2005
Fransa	Euronext Paris	Low Carbon 100 Europe Indices	2006
İsrail	Tel-Aviv Stock Exchange	TA-MAALA index	2006
Peru	Grupo BVL	Good Corporate Index (IBGC)	2008
İspanya	Bolsas y Mercados Españoles (BME)	FTSE4Good IBEX Index	2008
Amerika	New York Stock Exchange	The NYSE administers, calculates or publishes nearly 40 ESG indices	2008
Çin	Shanghai Stock Exchange	SSE Green Bonds	2009
Çin	Shenzhen Stock Exchange	SZSE SME CSR Index	2009
Endonezya	Indonesia Stock Exchange	SRI-KEHATI	2009
Güney Kore	Korea Exchange	KRX Indices:	2009
Amerika	Nasdaq	OMX CRD Global Sustainability Index	2009
Hong Kong	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited	Hang Seng Corporate Sustainability Index	2010
Mısır	Egyptian Exchange	SP/EGX ESG Index	2010
Almanya	Deutsche Börse	STOXX Sustainability Index family	2012
Hindistan	National Stock Exchange of India	Nifty 100 ESG Index	2012
Meksika	Bolsa Mexicana de Valores (Mexican Stock Exchange)	S&P/BMV Total Mexico ESG Index	2012
Hindistan	Bombay Stock Exchange	Corporate Social Responsibility Index.	2013
Malezya	Bursa Malaysia	FTSE4Good Bursa Malaysia (F4GBM) Index	2014
Türkiye	Borsa İstanbul	BIST Sustainability Index	2014
Kanada	NEO Exchange	Fidelity Sustainable World ETF	2015
Şili	Bolsa de Santiago	Dow Jones Sustainability Chile Index.	2015
Danimarka	Nasdaq Copenhagen	Nasdaq offers 70 sustainability-related indexes	2015
Filandiya	Nasdaq Helsinki	Nasdaq offers 70 sustainability-related indexes	2015
Mauritus	Stock Exchange of Mauritius	The SEM Sustainability Index (SEMSI)	2015
Güney Afrika	Johannesburg Stock Exchange (JSE)	FTSE/JSE Responsible Investment Index	2015
İsviçre	SIX Swiss Exchange	SIX Switzerland Sustainability 25	2015
Japonya	Japan Exchange Group	JPX/S&P Capex&Human Capital Index	2016
Lüksemburg	Bourse de Luxembourg	Lux RI Fund Index	2016
İtalya	Borsa Italiana (Euronext)	MIB® ESG Index	2017
Singapur	Singapore Exchange	iEdge SG ESG Leaders Index	2017
Tayland	Stock Exchange of Thailand	SETTHSI endeksi	2017
Vietnam	Sustainability Index (VNSI)	Ho Chi Minh Stock Exchange	2017
Arjantin	Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)	BYMA Sustainability Index	2018
Avusturya	Wiener Börse	VÖNIX	2018
Kolombiya	Bolsa de Valores de Colombia	IR Recognition Index (COLIR)	2018
Meksika	Bolsa Institucional de Valores (BIVA)	FTSE4Good BIVA Index	2018
İsveç	Nasdaq Stockholm	OMX GES Sustainability Nordic and OMX GES Sustainability Sweden	2018
Polanya	Warsaw Stock Exchange	WIG-ESG Index	2019
Portekiz	Euronext Lisbon	Euronext ESG Bonds	2019
Rusya	Moscow Exchange	MOEX – RSPP Sustainability Vector Index.	2019
Birleşik Arap Emirlikleri	Dubai Financial Market	S&P/Hawkamah UAE ESG Index	2019
Belçika	Euronext Brussels	Euronext	2021
Kanada	TMX Group Inc.	S&P/TSX 60 ESG	2021
Yunanistan	Athens Exchange Group	ATHEX ESG Index	2021
İrlanda	Euronext Dublin	Euronext ESG Bonds	2021
Hollanda	Euronext Amsterdam	Euronext ESG Bonds	2021
Bir. Krallık	Euronext London	Euronext ESG Bonds	2021

Kaynak: <https://sseinitiative.org/exchanges-filter-search/>

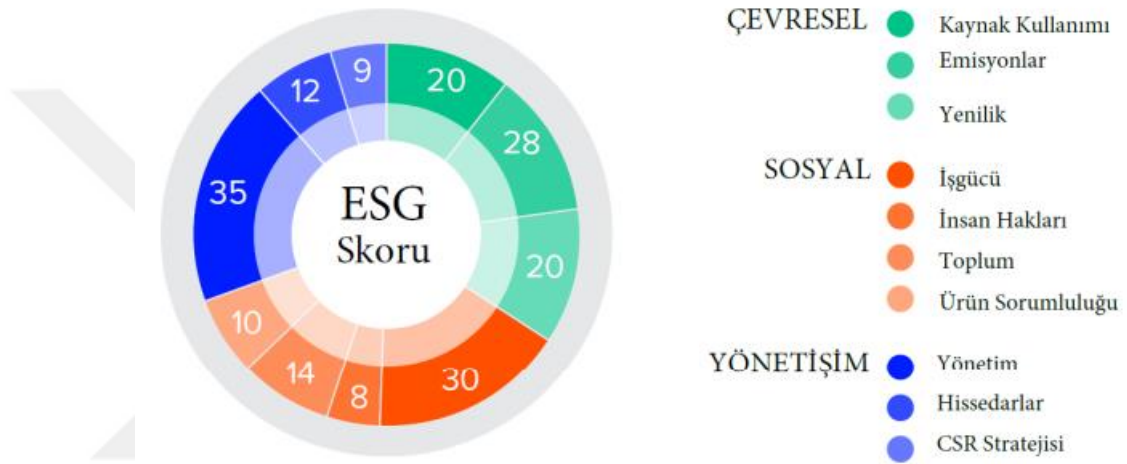
Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa'daki birçok ülkede, kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının paydaşlar tarafından değerlendirilmesine yönelik performans ölçütleri geliştirilmiş ve sürdürülebilir yatırım, sürdürülebilirlik endeksleri kapsamında finansal piyasalarda etkin bir yatırım seçeneği haline gelmiştir. İlk sürdürülebilirlik endeksi olan Domini Social Index, 1990 yılında Amerikan derecelendirme şirketi KLD Rating'in bir çalışanı olan Amy Domini tarafından geliştirilmiştir. Bunlardan Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi, Dow Jones liderliğinde 1999 yılında Amerika Birleşik Devletleri'nde geliştirilmiştir. İngiltere'nin ilk sürdürülebilirlik endeksi olan FTSE4 Good, 2001 yılında İngiliz FTSE şirketi tarafından yayınlanmıştır (Sun, Nagata ve Onoda, 2011).

Gelişmekte olan piyasalara bakıldığında, Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası (JSE-Güney Afrika), 2004 yılında gelişmekte olan bir ülkede sürdürülebilirlik endeksini ortaya koyan ilk borsa olarak kabul edilmektedir (Cunha ve Samanez, 2013). JSE, halka açık firmaların sosyal sorumluluk, kurumsal yönetim, çevre sorunları ve iklim değişikliği gibi sürdürülebilirlik konularıyla ilgili yönlerini değerlendirmektedir.

Brezilya, Güney Afrika'dan sonra gelişmekte olan pazarlar için sürdürülebilirlik endeksi üreten ikinci ülke olmuştur. Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi olan (ISE), menkul kıymetler ve türev piyasalarını yöneten ve aynı zamanda takas hizmetleri de sağlayan borsalardan biri olan BM ve FBOVESPA tarafından 2005 yılında Brezilya'da oluşturulmuştur. Ayrıca bu endeks Latin Amerika'da üretilen ilk endekstir (Orsato vd., 2015).

Yatırımcıların karar alma mekanizmalarında bir etken olarak firmalardan çevresel, sosyal ve yönetsel raporlar talep etmelerinin nedeni; bu raporların bir firmanın değeri ve geleceği üzerinde önemli bir etkisinin olmasıdır (Bianchi, Drew ve Walk 2010; Aras ve Sarioğlu 2015). Ayrıca son yıllarda firmaların sürdürülebilirlik faaliyetleri çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (Environmental, Social, Governance) kapsamında ESG skoru olarak hesaplanmaya ve yayınlanmaya başlamıştır. Firmaların ESG performansı yatırımcılar için çok önemlidir ve birçok veri tabanı şirketi tarafından ölçülür. Borsa İstanbul'un Refinitiv ile anlaşması olduğu

için Refinitiv tarafından geliştirilen ESG metrikleri ve skorları açıklanmaktadır. Uluslararası pazarın %80' ini kapsayan Refinitiv, ESG puanlarını hesaplamak için kullanılan 630'dan fazla ölçüm ve 186 karşılaştırılabilir kriter aracılığıyla kullanıcılara şeffaf ve objektif bir ölçüt sağlamaktadır. Şekil 2.3'te görüldüğü üzere, ESG puanı, üç temel ölçüm (E, S ve G) ve 10 kategoriden oluşmakta ve her bir bileşene ait skorlar ile üç temel bileşenden hareketle kombine ESG skoru hesaplanmakta ve ilan edilmektedir (Refinitiv, 2022).



Şekil 2.3. ESG Skoru ve Alt Kategorileri
(Refinitiv, 2022)

Refinitiv' in 10 kategori için puanları hesaplamak için kullandığı tanımlar aşağıda açıklanmıştır.

Tablo 2.4. Refinitiv ESG Kategori Skorları ve Tanımları

KATAGORİLER	TANIM
KAYNAK KULLANIM SKORU	Bir işletmenin malzeme, enerji ve su kullanım seviyesini azaltma ve tedarik zinciri yönetimini iyileştirebilmek adına geliştirdiği eko-verimli çözümler sunma konularındaki performansını ifade etmektedir.
EMİSYONLAR SKORU	İşletmenin üretim ve operasyon süreçlerini yürütürken, çevresel emisyonları azaltabilmek amacıyla verdiği taahhüt ve etkinliği yansıtmaktadır.
YENİLİK SKORU	İşletmenin çevresel maliyetleri azaltabilme kapasitesini yansıtan bu skor sayesinde; işletme geliştirmiş olduğu yeni çevre teknolojileri ve çevre tasarımlı ürünler vasıtasıyla, yeni pazarlara girebilmektedir.
İŞGÜCÜ SKORU	İş tatmini, sağlıklı ve güvenli bir işyeri, çeşitlilik ve fırsat eşitliğinin korunması ve işgücü konularındaki gelişim fırsatlarına dair işletmenin göstermiş olduğu etkinliği ölçmektedir.
İNSAN HAKLARI SKORU	İşletme tarafından, temel insan hakları sözleşmelerine gösterilen saygı konusundaki etkinliği ölçmektedir
TOPLUM SKORU	Halk sağlığını koruma, iyi bir vatandaş olma ve iş etiğine saygı gösterme konularında, işletmenin vermiş olduğu taahhüdü ölçmektedir.
ÜRÜN SORUMLULUĞU SKORU	İşletmenin veri güvenliği, müşterilerin sağlık ve güvenliğini sağlama ve dürüstlük faktörlerini dikkate alarak kaliteli mal ve hizmet üretme kapasitesi; bu skor ile yansıtılmaktadır.
YÖNETİM SKORU	İşletmenin en iyi kurumsal yönetim ilkelerini izleme doğrultusundaki taahhüdü ve etkinliği; bu skor ile ölçülmektedir.
HİSSEDARLAR SKORU	İşletmenin hissedarlarına göstermiş olduğu eşit muamele ve kullanmış olduğu devralınma önleyici araçlara ait etkinliğini ölçmektedir.
CSR STRATEJİSİ SKORU	İşletmenin günlük karar alma süreçlerine; ekonomik, çevresel ve sosyal boyutları entegre ettiğine dair uygulamaları yansıtmaktadır.

Kaynak: Refinitiv (2022)

ESG skoru, bir firmanın ESG performansını firmalar tarafından sağlanan bilgilere dayalı olarak şeffaf ve objektif bir şekilde ölçmeyi amaçlamaktadır. Hesaplanan ESG puanları, firmaların yalnızca ESG performanslarını belirlemelerine olanak sağlamakla kalmaz, aynı zamanda diğer firmalarla karşılaştırılabilecek objektif bir kıyaslama sağlar. Bu nedenle, son yıllarda ESG ve alt unsurları üzerindeki puanların firmaların performansı üzerindeki etkisini inceleyen birçok çalışma yapılmıştır (Çetenak, Ersoy ve Işık, 2022).

2.2.2. Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi

Borsa İstanbul ve Türk İş Dünyası ve Sürdürülebilir Kalkınma Derneği (SKD) öncülüğünde 2010 yılında “BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Projesi” başlatılmıştır. Firmanın sürdürülebilirlik performansı, çevre, biyoçeşitlilik, iklim değişikliği, insan

hakları, yönetim kurulu yapıları, rüşvetle mücadele, iş sağlığı ve güvenliği gibi konularda kamuya açık bilgilerin değerlendirilmesiyle belirlenmektedir. Ethical Investment Research Service (EIRIS) ile Borsa İstanbul arasında 2013 yılında yapılan bir anlaşma ile firmaların değerlendirilmesi EIRIS'e emanet edilmiş ve değerlendirmede uluslararası standartların uygulanması zorunluluğu getirilmiştir. EIRIS tarafından belirlenen endeks seçim kriterleri kullanılarak belirlenen eşikleri aşan firmalar endekse girme olanağı elde etmişlerdir. 2014 yılında BIST ve EIRIS tarafından yapılan ilk değerlendirme sürecinde, 30 BIST şirketi endeks seçim kriterlerine göre taranmış ve 15 şirketin endekse alınmaya değer olduğu tespit edilmiştir. 2015 yılı değerlendirme süreci, değerlendirme kapsamını 50 BIST firmasını kapsayacak şekilde genişletmiş ve 29 şirketi endekse dahil etmiştir (Özmen vd., 2020).

Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi, 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren getiri ve fiyat olarak hesaplanmakta ve yayınlanmaktadır. Borsa İstanbul'da işlem gören yüksek kurumsal sorumluluğa sahip firmaların paylarını içeren BIST Sürdürülebilirlik ve BIST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi, pazar payını artırmak amacıyla oluşturulmuştur. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi, borsanın, firmaların çevresel, sosyal ve yönetsel risklere ilişkin kararlarında yol gösteren ve firmaların sürdürülebilir kalkınma politikaları hakkında bilgi aktaran bir platform oluşturma gibi çok önemli bir görevi olduğu düşüncesinden hareketle hesaplanmaktadır. Borsa İstanbul ile EIRIS anlaşması 2021 yılında sona ermiş olup, sürdürülebilirlik değerlemeleri Refinitiv Bilişim Limited Şirketi (Refinitiv) tarafından yapılmaya başlanmıştır. Yapılan anlaşmaya göre, Refinitiv'in sürdürülebilirlik değerlendirmesi sonuçları, 2021 değerlendirmelerinde BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil olacak firmaların belirlenmesinde kullanılmaktadır. Değerlendirmede sadece "halka açık" veriler dikkate alınmakta ve endekste kullanılan Refinitiv verilerinin maliyetleri Borsa İstanbul tarafından karşılanmaktadır. Yıldız Pazar, Ana Pazar ve Alt Pazar'da işlem gören firmalardan gönüllü olanlar sürdürülebilirlik değerlendirmesine dahil edilmektedir (www.borsaistanbul.com). Firmaların sürdürülebilirlik endeksine alınması ve Refinitiv tarafından ESG skorlarının hesaplanması, Borsa İstanbul'da işlem gören firmaların sürdürülebilirlik yatırım ve faaliyetlerinin ulusal ve uluslararası düzeyde diğer firmalar ile karşılaştırma yapma olanağı sağlamaktadır.

BIST Sürdürülebilirlik Endeksine girebilmek için firmaların;

- Genel Sürdürülebilirlik derecelendirmesi 50 veya daha yüksek,
- Ana başlığın her notu en az 40,
- En az 8 kategorideki puanlar 26 veya daha yüksek olmalıdır.

21 Kasım 2022 tarihinde lansmanı yapılan BIST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi, sürdürülebilirlik performansı yüksek, büyük ve likit firmalardan oluşan bir endeks oluşturmayı hedeflemektedir. BIST Sürdürülebilirlik 25 Endeksinde yer alan hisse senetleri:

- Genel Sürdürülebilirlik derecelendirmesi 70 veya daha yüksek,
- Ana başlığın her notu en az 60,
- En az 8 kategori puanı 50 veya üzerinde olmalıdır.

İşlem hacmi ve piyasa değeri en yüksek olan firmaların hisse senetleri arasından işlem hacmi ve piyasa değeri en yüksek 25 hisse senedi seçilerek belirlenir. Borsanın sürdürülebilirlikte daha büyük bir rol oynadığı görülmüş ve giderek daha fazla değişim sosyal hayata ve çevreye duyarlı projeler geliştirilmiştir. WFE (World Federation of Exchanges) üye borsalarının sürdürülebilir kalkınma stratejilerinin üç genel kategoride toplandığı görülmektedir:

1. Halka açık firmalarda çevre, sosyal sorumluluk ve kurumsal yönetim bilincini artırılması
2. Yatırımcılar için sürdürülebilirlik endekslerin oluşturulması, bilgi hizmetlerinin ve ürünlerin geliştirilmesi
3. Çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) ilkelerine uygun olarak ihraç edilen yatırım araçlarının ticareti için özel pazarların oluşturulması.

Birinci kategori için Borsa İstanbul, 2014 yılında firmaları sürdürülebilirlik konusunda bilgilendirmek ve yönlendirmek amacıyla bir rehber hazırlamıştır. Aradan geçen gelişmeler ile bağlantılı olarak 2020 yılında kılavuzu güncelleyerek “Gelecekte var olmak” temasıyla kurumsal sürdürülebilirlik kılavuzunu hazırlamıştır.

İkinci kategori için Borsa İstanbul, BIST sürdürülebilirlik endeksini 2014 yılında hesaplamaya başlamıştır. 2021 yılında endeksin metodolojisinde değişikliğe gidilmiştir. BIST sürdürülebilirlik değerlendirmesi sonuçları, Borsa İstanbul ile küresel bilgi şirketi Refinitiv arasında imzalanan anlaşma kapsamında açıklanmaktadır. Değişikliğin amacı, sürdürülebilir finans alanındaki mevcut gelişmelere uyum sağlamak ve daha fazla firmanın endekse başvurmasını sağlamaktır. Sürdürülebilirlik Katılım Endeksi'nin hesaplanmasına 2021 yılında başlanmış olup, bu durum sürdürülebilirlik göstergelerinin sayısını ikiye çıkarmıştır.

Üçüncü kategori ile ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayınlanan Yeşil Borçlanma Aracı ve Yeşil Kiralama Sertifikası Kılavuzunun amacı, sermaye piyasasında sürdürülebilir borçlanma araçları ve kira sertifikaları ihracını artırmak, yatırımcıların şeffaflığa olan güvenini güçlendirmek ve dış değerlendirme yükümlülükleri ve sürdürülebilirliği teşvik eden projeler için finansman fırsatlarını çeşitlendirmektir. Yayınlanmadan önce Borsa İstanbul da dahil olmak üzere Türkiye sermaye piyasasının birçok paydaşı bu belge hakkında görüş bildirmiştir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNE ALINMA VE ÇIKARILMA OLAYININ ETKİLERİNİ AÇIKLAYAN HİPOTEZLER

Literatürde endekse alınma ve endeksten çıkarılmanın hisse senetleri fiyatları üzerindeki etkisine ilişkin çeşitli hipotezlerin geliştirildiği görülmektedir. Fiyat ve hacim değişimleri ile ilgili geçici ya da kalıcı etkilerin varlığı bu hipotezleri birbirinden ayıran temel unsurdur. Fiyat etkisini açıklamaya çalışan beş temel hipotez bulunmaktadır. Bu hipotezlerden ilki Shleifer (1986) tarafından geliştirilen aşağı doğru eğimli talep eğrisi hipotezi, ikinci Harris ve Gurel (1986), tarafından geliştirilen fiyat baskısı hipotezi, üçüncüsü Merton (1987) tarafından geliştirilen bilgi maliyeti hipotezi, dördüncüsü (Denis, McConnell, vd., 2003; Dhillon ve Johnson, 1991; Jain, 1987) tarafından geliştirilen işaret hipotezi ve beşincisi de Beneish ve Whaley (2002) ve Hegde ve McDermott, (2003) tarafından geliştirilen likidite hipotezidir (Cheung, 2011).

3.1. Aşağı Doğru Eğimli Talep Eğrisi Hipotezi

Shleifer (1986), hisse senetlerinin endekse dahil edilmenin açıklanmasının ardından, firmanın hisse senetlerinin önemli bir kısmının endeks fonları tarafından satın alındığını, bu tür bir satın almanın, firmanın hisse senetlerine yönelik talep eğrisinde dışa doğru bir kaymayı temsil ettiğini ve daha da önemlisi, ilgileri iyi bilgilerle harekete geçmeyen alıcıların talebinden kaynaklandığını ifade etmiştir. Talep eğrisinin yatay olması durumunda, bir hisse senedinin endekse dahil edilmesinin hisse fiyatlarında bir artışı beraberinde getirmeyeceğini, aksine, eğer talep eğrisi aşağıya doğru eğimliyse, endekse dahil edilmenin açıklandığı tarihte hisse senedi fiyatlarında bir artış gözlemleneceğini ileri sürmüştür. Aşağı doğru eğimli talep eğrisi hipotezinin önemli bir sonucu, duyuru tarihindeki hisse senedi fiyatı artışının talep eğrisinin kaymasıyla pozitif yönde ilişkili olması gerektiğidir.

Aşağı doğru eğilimli talep eğrisi hipotezi, bir endekse dâhil edilmenin hisse senedi getiri oranları üzerinde kalıcı bir etkide bulunacağını ileri süren bir hipotezdir. Aşağı doğru eğimli talep eğrisi hipotezine göre talepte meydana gelen artışın kalıcı olmasından dolayı hisse senedinde hem fiyat hem de hacim etkisinin kalıcı olduğu varsayılmaktadır (Cheung, 2011). Elliott ve Warr (2003) endekse dahil edilmeyi takiben kalıcı bir fiyat artışının, endeks fonu yöneticilerinin borsada işlem gören hisse senedi için mükemmel ikameler bulamadığının (yani aşağı doğru eğimli bir talep eğrisi) bir göstergesi olabileceğini iddia etmiştir.

Wurgler ve Zhuravskaya (2002), hisse senetlerinin talep eğrilerinin mükemmel ikameler arasındaki risksiz arbitraj yoluyla yatay tutulduğunu ancak gerçekte bireysel hisse senetlerinin mükemmel ikamelerinin olmadığını, mükemmel olmayan ikameler arasındaki arbitrajın doğasında olan riskin, riskten kaçınan arbitrajcıları talep eğrilerini yataylaştırmaktan caydırdığını ve yakın ikamesi olmayan hisse senetleri endekse dahil edildiğinde daha yüksek fiyat artışlarının yaşandığını belirtmiştir. Ayrıca yakın ikamesi olmayan hisse senetleri arasında arbitrajın daha zayıf olduğunu ve yanlış fiyatlamanın daha sık ve daha şiddetli olabileceğini ileri sürmüştür. Schleifer (1986) ve Lynch ve Mendenhall (1997) tarafından yapılan çalışmalarda, endekse dâhil olma sonrasında fiyat etkisinin devam ettiğine dair bulgulara ulaşarak aşağı doğru eğilimli talep eğrisi hipotezi lehine sonuçlar elde edilmiştir.

3.2. Fiyat Baskısı Hipotezi

Fiyat baskısı hipotezi, hisse senetlerinin endekse alınması halinde söz konusu hisse senedine olan talebin artması neticesinde artan talebin fiyatlar üzerinde yarattığı etki olarak ifade edilmektedir. Bu hipotez, endekse alınma olayının hisse senetlerinin fiyatında aşırı hareketlilik yaratacağını ifade etmekle birlikte başlangıçta meydana gelen fiyat artışının daha sonra tersine döneceğini ileri sürmektedir (Harris ve Gurel, 1986). Nitekim Harris ve Gurel (1986) yaptıkları çalışmada, hisse senetlerinin endekse alınacağına dair yapılan açıklamanın hemen ardında fiyatların yükseldiğini ancak fiyatlardaki artışın 2 hafta sonra neredeyse tersine döndüğünü tespit etmiştir.

Fiyat baskısı hipotezine göre, herhangi bir hisse senedi borsa endeksine dahil olduğunda, endeks fonların talebinden kaynaklı olarak bir fiyat baskısı ortaya çıkmaktadır. Bazı endeks yatırım fonları endekse alınacak hisse senetlerini izler ve yatırıma dair kuralları nedeniyle endekse alınma olayı yatırım fonlarından kaynaklı aşırı bir talep artışı yaratır. Dolayısıyla bu durum hisse senetlerinin fiyatlarında kısa dönemli yükselişlere neden olur. Ancak kısa dönemli geçici fiyat değişimleri, daha sonra ortaya çıkacak ters yönlü fiyat değişimleri nedeniyle uzun dönemde ortadan kalkacaktır. Başka bir ifadeyle kısa dönemde denge düzeyinde sapan fiyatlar, uzun dönemde tekrar denge seviyelerine gelecektir. Sonuç olarak hisse senetleri üzerindeki fiyat baskısının kalıcı bir etkisi olmayacaktır (Sui, 2003; Duque ve Madeira, 2005).

Fiyat baskısı hipotezi, yalnızca kısa vadede aşağı doğru eğimli bir talep eğrisi olduğunu varsayar. Uzun vadeli talep tamamen esnektir. Bu nedenle, fiyat baskısı hipotezine göre, endekse alınmadan kaynaklanan aşırı talep, yatırımcıları hisse senedini erken satmaya ikna etmek için yukarı yönlü bir fiyat baskısı yaratır ve anlık talep karşılandığında fiyat baskısı azalır (Chen, Noronha ve Singhal, 2004). Ayrıca bu hipoteze göre endekse dahil olma durumunda hisse senedi fiyatlarının yukarı doğru bir ivme göstermesi ile birçok yatırımcının kazançlarını realize etmek için daha sonra değil de şu anda satış yapmaları da oluşan fiyat baskısının azalmasına neden olabilecektir (Finucane, 2003).

Duque ve Madeira (2005), fiyat baskısı hipotezine göre (aşağı doğru eğimli kısa vadeli talep eğrileri nedeniyle), endeks kompozisyonundaki değişikliklerin talep ve işlem hacmi üzerinde sonuçları olduğunu, ancak bu etkinin rasyonel olarak geçici ve yönetilen portföylerin izleme hatasının en aza indirilmeye çalışırken endeks fonlarının eylemleriyle ilgili olabileceğini ve bu durumda uzun vadede söz konusu etkinin ortadan kalkmasının bekleneceğini iddia etmiştir.

3.3. Bilgi Maliyeti Hipotezi

Bilgi maliyeti hipotezine göre, hisse senetlerinin endekse eklenmesinin bir sonucu olarak hisse senedine olan ilginin artması halinde, analistler, medya ve diğer finansal araçlar tarafından hisse senedi hakkında üretilen bilgi miktarında da artış olması muhtemeldir. Daha fazla bilgi üretiminin bir sonucu olarak, belirsizlik ve bilgi asimetrisi azaltılabilir ve bu da daha küçük ters seçim maliyetleri nedeniyle hisse senetlerinin likiditenin artmasına neden olabilir. Likiditedeki iyileşme, endekse alınmanın duyurulması üzerine derhal aktifleştirilecek ve bu da olumlu bir fiyat tepkisi ile sonuçlanacaktır. Bir hisse senedinin endekse eklenmesiyle daha fazla yatırımcı bunun farkına varır ve o hisse senedini çeşitlendirme potansiyeli için elinde tutar. Sonuç olarak hisse senedinin gölge maliyeti (shadow cost) düşerek fiyatın yükselmesine neden olur (Chen, Noronha ve diğerleri, 2004). Bilgi maliyeti hipotezine göre, endekse alınma olayının hisse senetlerinin farkındalığını artırdığı ve yatırımcıların dikkatinin bu hisse senetlerine çekilmesinin fiyatlarda kalıcı bir artışa yol açtığı iddia edilmektedir (Aydiner ve Altay, 2020).

Hisse senetlerinin önemli bir endekse dahil edilmesinde bilgi etkisi söz konusu olabilir. Endekse alınma olayı, bir hisse senedinin “kalitesinin” veya “blue-chip” bir yapıya sahip olmasının dışarıdan doğrulanması olarak algılanabilir ve bu da fiyatlarda artışa yol açar (Chakrabarti, 2002).

CAPM, yatırımcıların portföylerindeki her bir hisse senedini, o hisse senedinin piyasa portföyündeki ağırlığı ile aynı oranda tutacaklarını ve bunu yaparak her türlü idiosyncratic riski tamamen çeşitlendireceklerini belirtmektedir. Merton’a (1987) göre, yatırımcılar tüm riskli varlıklar hakkında tam bilgiye sahip olamayabilecektir ve bu nedenle yalnızca farkında oldukları hisse senetlerine yatırım yaptıklarından, bazı hisse senetlerinin sadece yatırımcıların portföylerinin bir alt kümesinde tutulacağını ileri sürmüştür. Tam bir çeşitlendirme yapamadıkları için, bu hisse senetlerini elinde bulunduran yatırımcılar bu hisse senetlerine aşırı ağırlık vermekte ve dolayısıyla optimal olmayan portföylere sahip olmaktadır. Bu yatırımcılar, daha az bilinen hisse senetlerine yatırım için idiosyncratic riske katlanma karşılığında daha yüksek getiri talep ederler. Optimumun altındaki çeşitlendirmeden kaynaklanan

bu getiri ile CAPM tarafından öngörülen getiri arasındaki fark, eksik bilginin gölge maliyetidir (Elliot, Ness, Walker ve Warr, 2006).

Dhillon ve Johnson (1991) tarafından yapılan çalışmada bilgi maliyeti hipotezini destekleyen kanıtlara ulaşılmıştır. Jain (1987), hisse senetlerinin S&P 500 Endeksine alınma olayının bilgi içeriğine sahip olduğuna dair güçlü kanıtlar bulmuştur. S&P 500 Endeksine alınan hisse senetlerinin duyurudan sonraki ilk işlem gününde yüzde üç oranında aşırı getiri sağladığını tespit etmiştir.

3.4. İşaret Hipotezi

İşaret hipotezi, endekse alınma olayının yatırımcılar tarafından menkul kıymetin gelecekteki değerine ilişkin sinyaller olarak yorumlandığını, çünkü endekse alınan şirketin sahip olduğu özel bilgilerin bu olaylarla açığa çıkabileceğini savunmaktadır. Diğer koşullar eşit olduğunda, menkul kıymetin gelecekteki değerinde beklenen bir artış, menkul kıymet fiyatlarında artışa yol açmaktadır (Cheung ve Roca, 2013).

İşaret hipotezine göre, bir hisse senedinin temel bir endekse dahil edilmesi veya çıkarılması fiyat ve işlem hacminde hareketliliğe neden olan önemli bir gelişme olarak kabul edilmektedir. İşaret hipotezi endekse dahil olan, olacak olan veya çıkarılan hisse senetlerinin gelecekte yatırımcıların ilgisini çekeceği varsayımına dayanmaktadır. Bu durum endekse dahil olan şirketler hakkında doğru bilgi edinme fırsatı sağlar. Ayrıca tüm koşulların değişmediği bir ortamda gelecekte hisse senetlerinin değerinde beklenen artış da hisse fiyatının yükselmesine neden olmaktadır (Gündüz, 2018).

Yatırımcılara sinyal niteliğinde sayılabilecek yeni haber veya bilgiler onların alım satım kararlarını vermelerinde etkili olabilir. Bu süreçte çok yükselen veya çok değer kaybeden ve işlem hacminde olağandışı değişimler yaşayan hisse senetleri ile ilgili haberler önemli olabilir. Bu bağlamda negatif bir sinyal koşulu menkul kıymet satışında, pozitif bir sinyal koşulu ise alım kararının verilmesinde etkili olabilir.

Literatürde bu durum, haberlere bağlı olarak ya dikkat odaklı satış/alış davranışı ya da sinyal verme hipotezi olarak tanımlanmaktadır. Hipoteze göre, net satıcı konumunda olan ve yüksek işlem hacmine ulaşan bireysel yatırımcılar vardır. Bir firma ilgili önemli haberler, yatırımcı davranışını yönlendirir ve fiyat değişikliklerine veya aşırı fiyat hareketlerine neden olarak olumlu veya olumsuz getirilere yol açabilir (Barber ve Oden, 2006).

3.5. Likidite Hipotezi

Likidite hipotezine göre, bir hisse senetlerinin endekse alınması, o hisse senedinin piyasadaki likiditesini (alış-satış farkıyla ölçülen) artırmak suretiyle hisse senedi oynaklığını azaltır. Hisse senedindeki piyasa yapıcılar, bilgiye dayalı olarak yapılan işlemler ve hedgerlar ile arbitrajcıların daha fazla işlem yapmaları nedeniyle alış-satış farkını azaltır. Başka bir deyişle likidite hipotezi, önemli fiyat etkilerinin likidite riskindeki değişimin sonucu olarak iskonto oranındaki değişimden kaynaklandığını ileri sürmektedir (Cheung, 2010).

Beneish ve Whaley (2002) firmaların endekse dahil olması sonrası işlem hacminde sürekli bir yükselişin olduğunu tespit etmişlerdir. İşlem hacminin sürekli artan bir şekilde değişiklik göstermesi, azalan alış-satış fiyat aralığı likiditeyi geliştirmekte ve yükseltmektedir. Aynı zamanda yapılan çalışmalara göre, endeks fonlarının birçoğu ilan tarihinde endekse yeni dahil olan hisse senetlerini satın almayarak, uygulama tarihini beklemektedir.

Bu hipoteze göre, kurumsal yatırımcılardan kaynaklı, endeks değişim dönemlerinde hisse senedi işlem hacimlerinde ciddi ölçüde yükseliş gözlenmiştir. Buna göre, endeks kapsamına alınan hisse senedinin ticareti daha da kolaylaşacak, değişim maliyeti azalacak, bu nedenden dolayı fiyatı artacaktır (Chiou ve Larson, 2005). Likidite hipotezine göre, hisse senedinin likiditesi endekse dahil olduktan sonra yükselmektedir ve bu hisse senedine yatırım yapanlar prim ödeme konusunda eğilimlidir (Finucane, 2003).

Amihud ve Mendelson (1986) göre endekse dahil olma, hisse senedi likiditesinin yükselmesiyle firma değerini artırmakta, endeksten çıkarılma olayı ise negatif

likidite etkisiyle firma değerinin azalmasına neden olmaktadır. Bu durum hisse senetlerinin likiditesi ve piyasa değeri arasında doğrusal bir ilişkinin olduğu ile açıklanmaktadır. Endeks dahil olma ve endeksten çıkarılma durumları, özellikle kurumsal alış ve satış işlemleri sırasında hisse senedi üzerinde bariz bir baskı oluşturabilmekte ve aşırı kazançlar elde edilebilmektedir. Bu bağlamda endeks değişimi ile kazanç arasında olumlu yönde bir ilişki olduğu görölmektedir. Endekse dahil olma sonrasında endeks fonları ve hisse senedinin kurumsal sahipliğindeki değişiklikler de hisse senedinin likiditesini etkilemektedir (Pruitt ve Wei, 1989).

Harris ve Gurel (1986), likidite tedarikçilerinin hisse senetlerinin endekse dahil edildikleri sırada endeks fonlarından talep edilen geçici dalgalanma sırasında daha yüksek fiyatlar talep edebileceğini savunmaktadır. Endeks fonları istenen portföy pozisyonlarına ulaştığında ve anormal talep düştüğünde, fiyatlar normal seviyelere dönmelidir. Bu durum yeniden dengeleme dönemindeki pozitif getirilerin, yaklaşık olarak eşit büyüklükteki negatif getirilerle dengelenmesi gerektiği anlamına gelmektedir.

3.6. Literatür Taraması

Firmaların sürdürülebilirlik endeksine alınma veya çıkarılma olayının hisse senetleri üzerindeki etkisini araştıran çok sayıda araştırma bulunmaktadır. Curran ve Moran (2007) tarafından yapılan çalışmada, FTSE4Good UK 50 Sürdürülebilirlik Endeksi'ne alınma veya endeksten çıkarılma olayının firmaların piyasa değerleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Olay çalışması yönteminin kullanıldığı çalışmada, endekse dahil olma ve çıkarılma olaylarının hisse senedi fiyatlarında önemli bir değişikliğe yol açmadığı sonucuna varılmıştır.

Consolandi, Jaiswal, Poggiani ve Vercelli (2009), tarafından Avrupada firmaların Dow Jones Stoxx 600 Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil olma ve endeksten çıkarılma olaylarının etkisi araştırılmıştır. 2002-2006 yılları arasında Dow Jones Stoxx 600 Endeksi'ne dahil olan firmalarda anormal pozitif getiri, endekste yer almayan firmalarda ise anormal negatif getiri tespit edilmiştir.

Robinson, Kleffner ve Bertels (2011), 2003-2007 yılları arasında Kuzey Amerika ve Kanada'da yer alan 318 firmanın DJSI World'e dâhil edilmesinin ve çıkarılmasının etkilerini incelemiştir. DJSI World'e eklenen firmaların hisse senedi getirilerinde artış olduğunu belirlemişlerdir. Ayrıca, endeks kapsamından çıkarıldıktan sonra ilk on gün içinde hisse senedi getirilerinin geçici olarak düştüğü tespit edilmiştir.

Cheung (2011) tarafından, 2002-2008 döneminde Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'ne alınma ve çıkarılma olayının hisse senetleri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmada, duyuru olayının hisse senedi getirisi ve riski üzerinde önemli bir etkisinin olduğuna dair güçlü bir kanıt bulunamamıştır. Ancak değişim gününde endekse alınan (çıkarılan) hisse senetlerinin getirilerinde önemli fakat geçici bir artış (azalış) yaşandığı görülmüştür. Likiditenin ise duyuru gününden sonra azaldığı ve değişim gününe doğru önemli ölçüde toparlandığı görülmüştür.

Lourenco vd. (2012), 2007 ve 2010 yılları arasında Dow Jones Global Total Stock Market Endeksi'ne (DJGTSM) dahil olan en büyük 600 Kanada ve ABD firmasını araştırmıştır. Dört yıllık örneklem döneminde iki şirket grubu ele alınarak Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan firmalar ve endekste hiç yer almayan firmalar belirlenmiştir. Endekse dahil olma bir firmanın sürdürülebilirliğini temsil ederken, Tobin Q oranı da şirket değerinin bir göstergesi olarak kabul edilmiştir. Araştırmalar, sürdürülebilir şekilde hareket eden firmaların pazar tarafından daha yüksek seviyelerde ödüllendirildiğini göstermiştir

Cheung ve Roca (2013), Asya Pasifik piyasalarındaki hisse senetlerinin Dow Jones Sustainability World Index'ne alınma ve çıkarılma olayının hisse senetlerinin getiri, riski ve likiditesi üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışma 2002-2010 dönemini kapsamaktadır ve olay çalışması metodolojisi kullanılmıştır. Çalışmadan elde edilen sonuçlar, hem endekse alınma hem de endeksten çıkarılma olayının, getirilerde azalışa, işlem hacminde ve idiosyncratic riskinde artışa yol açtığını, sistematik riskte ise anlamlı bir değişime neden olmadığını göstermektedir.

Nakai, Yamaguchi ve Takeuchi (2013), 2003-2010 döneminde Morningstar SRI endekslerinde yer alan Japon firmalarının Sürdürülebilirlik Endeksine alınma ve

çıkarılmasının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmada, endekse alınmanın hisse senedi getirileri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu, endeksten çıkmanın ise hisse senedi getirileri üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı bulunmuştur. Ayrıca kümülatif aşırı getiriler başlangıçta negatif iken sonraki yıllarda pozitifeye dönmüştür.

Oberndorfer vd. (2013), 1999-2002 dönemi kapsamında Dow Jones Küresel Sürdürülebilirlik Endeksi'ne (DJSI World) ve Dow Jones STOXX Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil olan Alman firmalarını olay çalışması metodolojisi kullanarak analiz etmiştir. Sonuçlar, Dow Jones STOXX Sürdürülebilirlik Endeksine alınan firmalarda istatistiksel olarak anlamlı bir kümülatif anormal getiri elde edilemediğini, Dow Jones Küresel Sürdürülebilirlik Endeksi'ne (DJSI World) alınan firmalarda ise endekse alınmanın negatif ve güçlü etkilere yol açtığı tespit edilmiştir.

Daszyńska-Żygadlo vd. (2014), 2005-2010'da STOXX Avrupa Sürdürülebilirlik Endeksi'ne 107 firmanın dahil edildiğinin duyurulmasının olumsuz bir etki yarattığı, ancak 2009-2012'de RESPECTS Endeksi'ne 33 firmanın dahil edilmesinin olumsuz bir etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Bu nedenle, endekse dahil edilmenin bir etkisi olmayacağı sonucuna varılmıştır.

ıtak ve Ersoy (2016), BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan firmalara yatırımcı tepkisini hisse senedi getirileri ve piyasa/defter değerine göre araştırmışlardır. Çalışma, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan 15 şirket ile BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer almayan 15 şirketi kapsamaktadır ve parametrik ve parametrik olmayan ortalama testleri ve olay çalışması uygulanmıştır. Sürdürülebilirlik endeksinde yer alan firmaların ortalama getirileri ile sürdürülebilirlik endeksinde yer almayan firmaların ortalama getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark bulunamazken, endekste yer alan firmaların daha yüksek piyasa/defter değerine oranlarına sahip oldukları tespit edilmiştir. Olay çalışmasında, sürdürülebilirlik endeksine alınan firmaların duyuru tarihinden önceki ve sonraki 10 günü kapsayan olay penceresinin her günü için ortalama aşırı getirinin sıfırdan farklı çıkmamış ancak 0 +3 gün aralığında kümülatif aşırı getiri oranının istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmüştür.

Gündüz (2018), BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan firmaların hisse senedi fiyatlarının değişip değişmediğini araştırmıştır. 2014-2016 BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan 42 firmanın finansal verileri üzerinden panel veri analizi yapılmıştır. Yapılan inceleme sonucunda firmanın hisse senedi fiyatının sürdürülebilirlik endeksine dahil olması nedeniyle değişmediği tespit edilmiştir. Ayrıca, elde edilen bulgulara göre endeksten beklenen katkılar açısından firmaların sürdürülebilirlik endeksine dahil olmasının ekonomik karşılığını elde edemedikleri görülmüştür.

Parlakkaya, Kahraman ve Cihan (2019), BIST Sürdürülebilirlik Endeksine dahil olmanın hisse senedi getirisi üzerindeki etkisini incelemiştir. 2014, 2015 ve 2016 yıllarını kapsayan çalışma, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan 43 firmayı kapsamaktadır. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil olmanın hisse senedi getirilerine herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Duranay ve Yağcılar (2020), yatırımcıların, firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil olmasına veya çıkarılmasına yönelik tepkilerini araştırmışlardır. 2018 ve 2019 yıllarında ilk kez endekste değerlendirmeye alınan firmalar, endekse dahil olan ve olamayan firmalar olmak üzere iki gruba ayrılarak, iki grup üzerinden olumsuz ve olumlu tepkiler ölçülmüştür. Elde edilen sonuçlara göre, bir firmanın sürdürülebilirlik endeksine alınması, yatırımcılar tarafından kesin bir şekilde pozitif veya negatif bir tepkiyle karşılanmaktadır. Ancak endekse dahil olamamanın negatif bir tepkiyle karşılandığı görülmüştür.

Gök ve Gökşen (2020), bankaların Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'ne (XUSRD) dahil edilmesinin getiri üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışma Kasım 2014 ile Ekim 2019 arasında XUSRD'de listelenen sekiz bankayı kapsamaktadır. Ortalama anormal getirinin genel olarak duyurudan önce olumsuz, duyurudan sonra olumlu olduğu sonucuna varılmıştır. Kümülatif ortalama anormal getirinin (CAAR),

olaydan 10 gün öncesinden olay tarihine kadar negatif olarak arttığı, iyileşme ilk günden itibaren başladığı ve olaydan 10 gün sonra ilk kez pozitif değere ulaştığı tespit edilmiştir. Olaydan 10 gün sonraki CAAR değerleri ile olaydan 10 gün önceki CAAR değerleri arasındaki ortalama farkın pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu belirlenmiştir. Bu bulgular sonucu bankaların XUSRD'ye katılımının yatırımcılar üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu görülmüştür.

Bumin ve Demir (2021) Türk bankacılık sektöründe faaliyet gösteren halka açık bankaların kamuoyu ile paylaştıkları sürdürülebilirlik açıklamalarının bu bankaların hisse senedi getirilerine etkisini incelemiştir. Olay çalışması yönteminin kullanıldığı çalışmada, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan 27 bankanın sürdürülebilirlik açıklamalarının 2018-2021 döneminde hisse senedi getirilerine etkisi araştırılmıştır. Analize alınan her bir banka için piyasa modeli kullanılarak günlük getiriler üzerinden ortalama anormal getiri ve kümülatif ortalama anormal getiri hesaplanmış ve farklı olay pencereleri belirlenmiştir. Analiz sonuçlarına göre sadece olay tarihi ile 2. gün arasındaki dönemde elde edilen kümülatif ortalama anormal getiri oranının negatif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu bulunmuştur. Bu bağlamda, incelenen bankaların sürdürülebilirlik uygulamalarına ilişkin açıklamalarının bu bankaların hisse senedi getirilerini etkilemediği sonucuna ulaşılmıştır.

Chinkulkijniwat ve Siwasarit (2021), 2012-2020 döneminde hisse senetlerinin Dow Jones Sustainability World Index ve Dow Jones Sustainability Emerging Market Index'e alınmasının etkileri incelenmiştir. Hisse senetlerinin endekse dahil edilmesinin, Dow Jones Sustainability World Index'in performansında anlamlı bir artışa yol açtığı ancak Dow Jones Sustainability Emerging Market Index'in performansında istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Köten (2022), BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde işlem gören altı bankanın endekste yer almadıkları 2013 yılı ve endekste yer aldıkları 2020 yılı için performans değerlemelerinin anlamlı olup olmadığını Paired T-testi yardımı ile araştırmıştır. Bu amaçla yapılan analizlerde, hisse senedi fiyatının yanı sıra fiyat/kazanç oranı, piyasa değeri/defter değeri oranı, işlem hacmi ve nakit akışı değişkenlerinde anlamlı bir fark tespit edilmiştir. Endekse dahil edildikten sonra sadece bankaların işlem hacimlerinin

artmasının dikkat çektiği belirtilmiştir. Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi yeni bir endeks olduğu ve endeks derinleştikçe bankaların hisse senedi değerlerine ve diğer performans göstergelerine etkisinin olumlu olabileceği ifade edilmiştir.



DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNE ALINMA OLAYININ HİSSE SENETLERİNİN RİSK, GETİRİ VE LİKİDİTESİNE ETKİSİNİN ANALİZİ

4.1. Çalışmanın Amacı ve Önemi

Günümüzde sadece hissedarların servetini artırmaya yönelik her türlü faaliyeti doğru kabul eden anlayış, yerini çevresel ve sosyal içerikli beklentileri de kapsayan bir anlayışa, başka bir ifadeyle hissedar değerini artırmayı amaçlayan anlayış, yerini firmalar ile ilgili tüm çıkar gruplarının faydalarına odaklanan bir anlayışa bırakmaya başlamıştır. Bu anlayışın bir sonucu olarak hissedarlar, yöneticiler, yatırımcılar, tedarikçiler, devlet ve tüketiciler gibi firmalar ile ilgili tüm taraflar için artık sadece finansal veriler değil, firmaların çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim alanında yaptıkları yatırımlar ve yürüttükleri faaliyetler de her geçen gün önemli bir hale gelmeye başlamıştır. Örneğin bazı tüketiciler çevre dostu ürünler üreten firmaların ürünlerini tercih edebilmektedir. Bazı yatırımcılar yatırım kararlarında firmaların sürdürülebilirlik anlayışına sahip olup olmadığını karar vermede bir kriter olarak kullanabilmektedir.

Ayrıca firmaların performansları, uluslararası finans kuruluşları tarafından sadece finansal performansları ile değil, çevresel, sosyal ve kurumsal risklerini nasıl yönettikleriyle de değerlendirilmektedir. Örneğin bir firma emisyon salınımları yüzünden çeşitli boykotlarla karşı karşıya kalabilir ve ciddi bir itibar, müşteri ve pazar kaybına uğrayabilir. 2015 yılında Volkswagen firmasında yaşanan emisyon skandalı bu duruma örnek olarak gösterilebilir (Güvenç, 2010).

Firmalar, kısmen kendi kararları, kısmen yatırımcı ve kamuoyu baskısı, kısmen de yasal düzenlemelerin yönlendirmesiyle sürdürülebilirlik alanındaki faaliyetlerini kendi operasyonlarında, tedarik zincirleriyle ilişkilerinde ve yatırım kararlarında ön

plana çıkarmaya başlamışlardır. Tüketici davranışlarının ve diğer piyasa dinamiklerinin sürdürülebilirlik çerçevesinde şekillenmekte olması da firmaların bu alandaki yatırımlarının hızlanmasına neden olmuştur. Ayrıca firmalar sürdürülebilirlik alanındaki faaliyet ve yatırımlarını sürdürülebilirlik raporları olarak yayımlamaya başlamış ve gelişmiş ülke piyasalardaki gelişmelere paralel olarak¹ Borsa İstanbul bünyesinde 2014 yılında BIST Sürdürülebilirlik Endeksi oluşturulmuştur. Borsa İstanbul'da işlem gören ve kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst seviyede olan şirketlerin hisse senetleri bu endekste yer almaya başlamıştır.

Sürdürülebilirlik alanında yapılan yatırım ve faaliyetler; yatırımcı talebinin artması, Sosyal Sorumlu Yatırımlar (SRI) tarafından tercih edilme, kurumsal itibarın artması, rekabet avantajı sağlama, itibar artışı, müşteri sadakatinin artması, nitelikli işgücüne sahip olma, çalışan sadakatinin ve verimliliğinin artması, sermayeye erişim kolaylığı, düşük maliyetli kaynaklara erişim olanaklarının gelişmesi, enerji tasarrufu sağlama, maliyet azalışı, çevreye duyarlı ve sosyal sorumluluk faaliyetlerini önemseyen tüketiciler tarafından daha fazla tercih edilmenin sağlayacağı satış ve karlılık artışı gibi firmalara çeşitli avantajlar sağlayabilmektedir.

Nitekim yapılan bazı araştırmalar, sürdürülebilirlik uygulamalarını stratejilerine dahil eden firmaların yatırımcılar tarafından daha cazip görüldüğünü ve analistler tarafından daha olumlu değerlendirildiğini göstermektedir. 2012 yılı sonu itibarıyla ABD'de, profesyonel olarak yönetilen her 9 Doların 1 Dolarının sürdürülebilir ve sorumlu yatırım stratejilerine göre yatırıma yönlendirildiği dikkate alındığında, sürdürülebilirlik faaliyetlerine önem veren firmaların sorumlu yatırımcılar tarafından daha fazla tercih edileceği söylenebilir (BIST, 2014). Renneboog, Horst ve Zhang (2008), yatırımcıların "sürdürülebilir veya sosyal açıdan sorumlu" firmalara yatırım yapmalarının karşılığı olarak daha fazla ödüllendirileceklerini, çünkü bu firmaların iyi yönetilen firmaları temsil ettikleri için daha iyi finansal performansa sahip ve

¹ Dünya'daki ilk sürdürülebilirlik endeksi, 1990 yılında kurumsal yatırımcılara yönelik araştırmalar yapan ve endeksler üreten bir firma olan "KLD Research & Analytics" tarafından hesaplanmaya başlanan Domini 400 Sosyal Endeksi'dir. 1999'da Dow Jones ve 2001'de FTSE tarafından sürdürülebilirlik endekslerinin oluşturulması, finansal piyasalarda sürdürülebilirlik endekslerine olan ilginin artmasına neden olmuştur (İMKB, 2011).

daha az riskli kabul edilebileceklerini ileri sürmüştür. Dolayısıyla, bir firmanın sürdürülebilirlik endeksine girmesi halinde, o hisse senedine olan yatırımcı talebinin firmadan daha yüksek getiri sağlama beklentisi nedeniyle artabileceği söylenebilir.

Sürdürülebilirlik anlayışının gelişmesiyle birlikte, bir hisse senedinin sürdürülebilirlik endeksine dahil edilmesine yatırımcıların nasıl tepki verdikleri, başka bir ifadeyle sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının sermaye piyasaları tarafından fiyatlandırılıp fiyatlandırılmadığı cevaplanması gereken önemli bir soru haline gelmiş ve bu soruya cevap aramak üzere literatürde çok sayıda çalışma yapılmıştır. Literatür incelendiğinde, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının, yatırımcılara anormal bir getiri sağlayıp sağlamadığı ile ilgili çok sayıda çalışma yapıldığı görülmektedir. Ancak uluslararası literatürde sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının, hisse senetlerinin likiditesi üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığını araştıran sınırlı sayıda çalışma varken Türkiye özelinde bu konuda bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu nedenle, bu çalışmada BIST Sürdürülebilirlik Endeksine alınma olayının, hisse senetlerinin getiri ve likiditesi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olup olmadığını incelemek amaçlanmıştır. Çalışmada, BIST Sürdürülebilirlik Endeksine alınma olayının hisse senetlerinin sadece getirisi üzerindeki etkisinin değil aynı zamanda likiditesi üzerindeki etkisinin de incelenmesinin literatüre önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca yapılan analizlerde, hisse senetlerinin sadece endekse giriş tarihi veya endekse alınacağına dair yapılan duyuru tarihi esas alınmamıştır. Analizler, hisse senetlerinin hem söz konusu endekse giriş olayı hem de söz konusu endekse gireceğine dair yapılan duyuru olayı üzerinden gerçekleştirilmiştir.

4.2. Çalışmanın Kapsamı ve Veriler

Çalışma, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nin oluşturulduğu 2014 yılından 2021 yılına kadar endekse alınan 65 firmayı kapsamaktadır. Araştırma dönemi içerisinde 2 firma endekse 2 kere giriş çıkış yaptığı için çalışma 67 adet endekse alınma olayını kapsamaktadır. Firmaların sürdürülebilirlik endeksine alınacaklarına ilişkin duyuru tarihi ve endekse giriş tarihi ile bilgiler Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Borsa İstanbul resmi internet sitesinden temin edilmiştir. Firmaların fiyat ve işlem hacmi verileri İş Yatırım internet sitesinden alınmıştır. BIST 100 Endeksi verileri TCMB

Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden alınmıştır. Çalışma kapsamında yer alan firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne alınacaklarına ilişkin olarak yapılan duyuların tarihleri Tablo 4.1'de sunulmuştur.

Tablo 4.1. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'nde Yer Alan Firmaların Duyuru ve Endekse Giriş Tarihleri

SAYI	KOD	HİSSE ADI	DUYURU TARİHİ	GİRİŞ TARİHİ
1	ADEL	ADEL KALEMCİLİK	25.10.2016	01.11.2016
2	AEFES	ANADOLU EFES	23.10.2015	02.11.2015
3	AGHOL	ANADOLU GRUBU	26.11.2020	01.12.2020
4	AKBNK	AKBANK	04.11.2014	04.11.2014
5	AKENR	AK ENERJİ	27.10.2017	01.11.2017
6	AKSA	AKSA	26.10.2018	01.11.2018
7	AKSEN	AKSA ENERJİ	23.10.2015	02.11.2015
8	ALBRK	ALBARAKA TURK	25.10.2019	01.11.2019
9	ANACM	ANADOLU CAM	26.10.2018	01.11.2018
10	ANELE	ANEL ELEKTRİK	26.10.2018	01.11.2018
11	ANHYT	ANADOLU HAYAT	26.11.2020	01.12.2020
12	ANSGR	ANADOLU SIGORTA	16.09.2021	01.10.2021
13	ARCLK	ARCELİK	04.11.2014	04.11.2014
14	ASELS	ASELSAN	04.11.2014	04.11.2014
15	AYGAZ	AYGAZ	26.10.2018	01.11.2018
16	BIZIM	BIZIM MAGAZALARI	26.11.2020	01.12.2020
17	BRISA	BRISA	23.10.2015	02.11.2015
18	CCOLA	COCA COLA ICECEK	23.10.2015	02.11.2015
19	CIMSA	CIMSA	27.10.2017	01.11.2017
20	DOAS	DOGUS OTOMOTIV	23.10.2015	02.11.2015
21	DOHOL	DOGAN HOLDING	25.10.2016	01.11.2016
22	ENJSA	ENERJISA ENERJİ	25.10.2019	01.11.2019
23	ENKAI	ENKA INSAAT	25.10.2019	01.11.2019
24	EREGL	EREGLİ DEMİR ÇELİK	23.10.2015	02.11.2015
25	FROTO	FORD OTOSAN	23.10.2015	02.11.2015
26	GARAN	GARANTI BANKASI	04.11.2014	04.11.2014
27	GLYHO	GLOBAL YAT. HOLD.	25.10.2016	01.11.2016
28	GLYHO	GLOBAL YAT. HOLD.	26.10.2018	01.11.2018
29	HALKB	T. HALK BANKASI	25.10.2016	01.11.2016
30	ISCTR	IS BANKASI (C)	23.10.2015	02.11.2015
31	ISDMR	ISKENDERUN DEMİR	25.10.2019	01.11.2019
32	ISGYO	IS GMYO	25.10.2016	01.11.2016
33	KCHOL	KOC HOLDING	04.11.2014	04.11.2014
34	KERVT	KEREVİTAS GIDA	25.10.2019	01.11.2019
35	KORDS	KORDSA TEK. TEKSTİL	25.10.2016	01.11.2016
36	KRDMD	KARDEMİR (D)	26.11.2020	01.12.2020
37	LOGO	LOGO YAZILIM	27.10.2017	01.11.2017
38	MGROS	MIGROS TİCARET	04.11.2014	04.11.2014
39	NETAS	NETAS TELEKOM.	25.10.2016	01.11.2016
40	OTKAR	OTOKAR	23.10.2015	02.11.2015
41	PETKM	PETKİM	04.11.2014	04.11.2014
42	PGSUS	PEGASUS	25.10.2016	01.11.2016
43	PGSUS	PEGASUS	26.11.2020	01.12.2020
44	POLHO	POLİSAN HOLDING	27.10.2017	01.11.2017
45	SAFGY	SAF GMYO	23.10.2015	02.11.2015
46	SAHOL	SABANCI HOLDING	04.11.2014	04.11.2014

47	SISE	SISE CAM	25.10.2016	01.11.2016
48	SKBNK	SEKERBANK	26.10.2018	01.11.2018
49	SODA	SODA SANAYII	27.10.2017	01.11.2017
50	SOKM	SOK MARKET	25.10.2019	01.11.2019
51	TATGD	TAT GIDA	25.10.2016	01.11.2016
52	TAVHL	TAV HAVALIMANLARI	04.11.2014	04.11.2014
53	TCELL	TURKCELL	04.11.2014	04.11.2014
54	THYAO	TURK HAVA YOLLARI	23.10.2015	02.11.2015
55	TKFEN	TEKFEN HOLDING	25.10.2016	01.11.2016
56	TOASO	TOFAS OTO. FAB.	04.11.2014	04.11.2014
57	TRKCM	TRAKYA CAM	25.10.2019	01.11.2019
58	TSKB	T.S.K.B.	23.10.2015	02.11.2015
59	TTKOM	TURK TELEKOM	04.11.2014	04.11.2014
60	TTRAK	TURK TRAKTOR	25.10.2016	01.11.2016
61	TUPRS	TUPRAS	04.11.2014	04.11.2014
62	ULKER	ULKER BISKUVI	23.10.2015	02.11.2015
63	VAKBN	VAKIFLAR BANKASI	04.11.2014	04.11.2014
64	VESBE	VESTEL BEYAZ ESYA	25.10.2016	01.11.2016
65	VESTL	VESTEL	23.10.2015	02.11.2015
66	YKBNK	YAPI VE KREDI BANK.	04.11.2014	04.11.2014
67	ZOREN	ZORLU ENERJI	25.10.2016	01.11.2016

Kaynak: Tablo Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Borsa İstanbul resmi internet sitesinden temin edilerek oluşturulmuştur.

Tablo 4.2’de BIST Sürdürülebilirlik Endeksi’nde yer alan firmaların sektörel dağılımı görülmektedir.

Tablo 4.2. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi’nde Yer Alan Firmaların Sektörel Dağılımı

SEKTÖR	FİRMA SAYISI
Ana Metal Sanayi	3
Bankalar	9
Bilgi ve İletişim	2
Bilişim	2
Diğer İmalat Sanayii	1
Elektrik, Gaz ve Su Hizmetleri	4
Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı	2
Gıda, İçecek ve Tütün	5
Holdingle ve Yatırım Firmaları	12
İnşaat ve Bayındırlık İşleri	2
Metal Eşya Makine Elektrikli Cihazlar ve Ulaşım Araçları	7
Perakende Ticaret	3
Sigorta Firmaları	2
Teknoloji	1
Tekstil, Giyim Eşyası ve Deri	1
Toptan Ticaret	1
Ulaştırma ve Depolama	2
Kimya, İlaç, Petrol, Lastik ve Plastik Ürünleri	5
Taş ve Toprağa Dayalı Üretim	1

Kaynak: <https://www.kap.org.tr/tr/Sektorler>

Endekste yer alan firmaların sektörel dağılımı incelendiğinde, en fazla payın 12 firma ile holdingler ve yatırım firmalarına ait olduğu, ikinci sırada ise 9 firma ile bankacılık sektörünün olduğu dikkat çekmektedir. Bankacılık sektörünü 7 firma ile metal eşya makine elektrikli cihazlar ve ulaşım araçları sektörü, 5 firma ile gıda, içecek ve tütün sektörü ile kimya, ilaç, petrol, lastik ve plastik ürünler sektörü takip etmektedir. Söz konusu sektörlerdeki firmaların sayısı (38), sürdürülebilirlik endeksinde yer alan firmaların %59'unu oluşturmaktadır.

4.3. Çalışmanın Metodolojisi

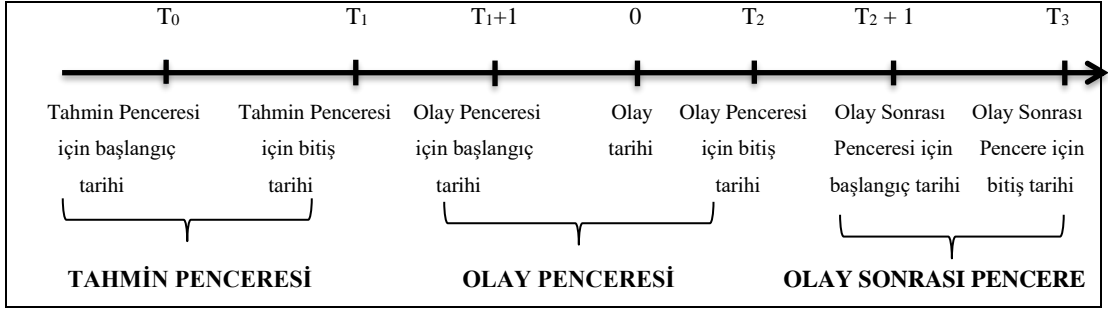
Çalışmada, firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne alınacağına dair yapılan duyuru olayı ile söz konusu endekse giriş olayının, hisse senetlerinin kümülatif anormal getirileri ve likiditeyi temsilen kullanılan kümülatif anormal işlem hacmi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olup olmadığı olay çalışması (event-study) yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. Yapılan olay çalışması, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine girmesine ilişkin olaylara (duyuru ve giriş), yatırımcıların nasıl bir tepki verdiği sorusuna cevap sağlayabilecektir. Olay çalışması kapsamında öncelikle kümülatif anormal getiriler ve kümülatif anormal işlem hacimleri hesaplanmıştır. Daha sonra Shapiro-Wilk Testi ile verilerin normal dağılım gösterip göstermediği araştırılmıştır. Ardından veriler normal dağılıma sahipse parametrik bir test olan Tek Örneklem t-Testi, veriler normal dağılıma sahip değilse parametrik olmayan bir test olan Tek Örneklem Wilcoxon İşaretili Sıra Testi kullanılarak endekse alınma olayının (duyuru ve giriş), hisse senetlerinin anormal getiri ve anormal işlem hacminde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yaratıp yaratmadığı analiz edilmiştir.

Olay çalışması; firmaya özgü kar duyurusu, hisse senedi bölünmesi, birleşme ve borçlanma gibi olaylarda yatırımcıların normal üstü bir getiri yani anormal getiri elde edip etmediklerinin, olaydan belli bir süre öncesini ve sonrasını kapsayan bir olay penceresi belirlenerek analiz edilmesi olarak tanımlanmaktadır. (Peterson, 1989). Anormal getiri, olay çalışmalarının çıkış noktasını oluşturmakta ve belirli bir olayın işletme değeri üzerindeki etkisine odaklanmaktadır (Can Mutan ve Topcu, 2009).

Anormal getiri, bir olay ile ilgili haberin piyasaya duyurulması durumunda elde edilecek normal getirilerden yüksek ya da düşük olan getiridir Anormal getiri, genel olarak olay tarihinde piyasa endeksinin getiri performansı ile ilişkilendirilir ve anormal getiri olarak isimlendirilir (Kaderli ve Demir, 2009).

Olay çalışmaları sıklıkla tüm işletme ve ekonomi disiplinlerinde yaygın olarak kullanılmaktadır. İlk olay çalışması, hisse senedi bölünmelerinin hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini araştıran Dolley (1933) tarafından yapılmıştır. Olay çalışmalarının modern metodolojisi Ball ve Brown (1968) ve Fama ve diğerleri (1969) tarafından geliştirilmiş ve metodoloji zaman içinde gelişmeye devam etmiştir (MacKinlay, 1997).

Birçok finansal olay çalışmasında birbirini izleyen dört adım bulunmaktadır. Bunlar, olayın tanımlanması, olay penceresinin tanımlanması (event window), olayın etkilerinin değerlendirilmesi, modelin kurulup test edilerek sonuçların değerlendirilmesi şeklinde sıralanabilir (Sakarya, 2011). Şekil 4.1’de gösterildiği gibi olay çalışmasında, tahmin penceresi, olay penceresi ve olay sonrası pencere olmak üzere 3 temel olay penceresi bulunur (Çağlak, Küçükşahin ve Kahraman; 2018).



Şekil 4.1. Olay Çalışması Zaman Çizelgesi

Kaynak: Çağlak E, Küçükşahin H, Kahraman, İ K (2018) Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi not kararlarının Türkiye finansal piyasalarına etkisi: Borsa İstanbul sektör endeksleri üzerine bir uygulama. *Ömer Halis Demir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 11(4): 41-63

(T₀-T₁) zaman dilimi olarak belirlenen tahmin penceresi, henüz olayın etkisinin görülmediği bir zaman dilimidir ve olay penceresinde kullanılacak parametrelerin tahmini bu dönemdeki veriler kullanılarak gerçekleştirilmektedir. Bu parametreler aracılığıyla, incelenecek her bir hisse senedi için normal getiri (yani beklenen) tahmini yapılmaktadır. Olay penceresi olarak adlandırılan (T₁-T₂) zaman diliminde olayın olduğu an olay zamanı “0”dır. Bu pencerede gerçekleşen getirilerden beklenen getiriler çıkarılarak anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplanmaktadır. Bazı çalışmalarda kontrol amaçlı olarak, (T₂-T₃) zaman dilimi şeklinde belirlenen olay sonrası pencere de kullanılmaktadır (Mazgit, 2013). Olay çalışmaları genellikle kümülatif anormal getiriler ile ilgili çalışmalara odaklanır. Kümülatif anormal getiriler, firma hakkında bir duyuru yoluyla alınan yeni bir bilgi sinyaline yanıt olarak piyasanın hisse senedi değerini ne ölçüde ayarladığını gösterir (Konchitchki ve O'Leary, 2011).

Yapılan olay çalışmasında, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine dahil olacağına dair duyurunun yapıldığı tarih (Duyuru Tarihi - DT) ve sürdürülebilirlik endeksine girdikleri tarih (Giriş Tarihi - GT) olmak üzere iki farklı olay günü kullanılmıştır. Bir hisse senedinin sürdürülebilirlik endeksine dahil olması olayının, o hisse senedinin getiri ve işlem hacmini etkileyebileceğini ileri süren Cheung ve Roca'nın (2013) çalışmasından hareketle, söz konusu iki olay (DT ve GT) etrafında hisse senedi davranışının farklı yönlerini değerlendirmek için altı adet olay penceresi belirlenmiştir. Ancak söz konusu çalışmadan farklı olarak, duyuru tarihinden 5, 4, 3, 2 ve 1 gün öncesinde sürdürülebilirlik endeksine alınmaya dair daha yakın tarihli bir

beklenti etkisinin varlığını görebilmek için ve duyuru tarihinde de bir etkinin olabileceği düşüncesinden hareketle, söz konusu zaman aralıkları için de olay pencereleri oluşturulmuş ve DT öncesi olay pencereleri kapsamında incelenmiştir. Benzer şekilde, sürdürülebilirlik endeksine giriş tarihinden önceki daha yakın tarihli olası etkileri görebilmek amacıyla, duyuru tarihinden sonraki 1, 2, 3 ve 4. gün ile giriş tarihi arasındaki zaman dilimleri için de olay pencereleri oluşturulmuş ve DT-GT olay pencereleri kapsamında araştırılmıştır.

1. *DT öncesi olay pencereleri:* DT'den önceki 10 gün ile DT arasındaki olay penceresi [(DT-10; DT), pre-announcement window]. Ayrıca (DT-5, DT), (DT-4, DT), (DT-3, DT), (DT-2, DT), (DT-1, DT), (DT, DT) olay pencereleri.
2. *DT olay pencereleri:* DT'den sonraki günden beşinci güne kadarki olay pencereleri.
3. *DT-GT olay penceresi:* DT'den sonraki günden GT'ye kadar uzanan olay pencereleri [(DT+1; GT), run-up window]. Ayrıca (DT+1, GT), (DT+2, GT), (DT+3, GT), (DT+4, GT), (DT+5, GT),
4. *GT olay pencereleri:* GT'den sonraki günden beşinci güne kadarki olay pencereleri ve (GT+1, GT+10) olay penceresi.
5. *GT sonrası (post-release) olay pencereleri:* (GT+6, GT+6) ve (GT+6, GT+10)
6. *Kısa vadeli fiyat etkisi pencereleri:* DT+1 ile GT+10 ve DT+1 ile GT+30 içindeki dönemleri kapsayan olay pencereleri.

DT öncesi olay penceresi (DT-10; DT), duyurudan önce bir beklenti etkisinin varlığını tespit etmeyi amaçlarken, DT-GT olay penceresi (DT+1; GT), duyuru ve giriş tarihleri arasındaki olası fiyat değişikliklerini test etmek için kullanılmıştır. GT olay pencereleri ile GT sonrası (post-release) olay pencereleri [(GT+6, GT+6) ve (GT+6, GT+10)] sürdürülebilirlik endeksine giriş olayının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini incelemek için kullanılmıştır. Kısa vade fiyat etkisi pencereleri [DT+1, GT+10) ve (DT+1, GT+30)] ise geçici fiyat değişikliklerini kalıcı olanlardan ayırt edebilmek amacıyla kullanılmıştır (Cheung ve Roca 2013).

Tahmin penceresi, olay tarihinden önceki 10. günden geriye doğru 250 günü kapsamaktadır. Beklenen getirileri hesaplamak için piyasa modelinden faydalanılmıştır. Tahmin penceresi, beklenen getirilerin hesaplanması için gerekli olan parametreleri hesaplamak için kullanılmıştır.

Hisse senetlerinin anormal getiri oranlarını hesaplamak için aşağıdaki formül kullanılmıştır.

Anormal Getiri = Fiili Getiri Oran - Beklenen Getiri Oran

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Formülde yer alan; AR_{it} i hisse senedinin t günündeki anormal getirisini, R_{it} i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini, $E(R_{it})$ i hissesinin t günündeki beklenen getirisini temsil etmektedir.

Anormal getiri oranı formülünde yer alan fiili getiri oranını (R_{it}) hesaplamak için aşağıdaki formül kullanılmıştır.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Formülde yer alan P_{it} , i hisse senedinin t günündeki kapanış fiyatını, P_{it-1} ise i hisse senedinin t-1 günündeki kapanış fiyatını göstermektedir.

Anormal getiri oranı formülünde yer alan beklenen getiriyi [$E(R_{it})$] hesaplamak için piyasa modeli kullanılmıştır. Piyasa modeline göre bir hisse senedinin beklenen getirisi aşağıdaki regresyon denklemi aracılığı ile hesaplanmaktadır.

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i(R_{mt}) + \varepsilon_{it}$$

$$E(\varepsilon_{it}) = 0; \quad \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_i$$

$E(R_{it})$, i hisse senedinin t dönemindeki beklenen getirisini, α_i piyasa portföyünün getirisi sıfırken, i hisse senedinin getirisini, β_i i hisse senedinin beta katsayısını, (R_{mt}) piyasa portföyünün getirisini, ε_{it} ise ortalaması ve varyansı sıfır olan hata terimini göstermektedir (Levy, 1978). Çalışmada piyasa portföyünü temsilen BIST 100 Endeksi kullanılmıştır. Piyasa modelinin denkleminde yer alan α ve β

parametreleri, tahmin penceresi dönemindeki hisse senedi getirilerinin bağımlı değişken, BIST 100 Endeks getirilerinin ise bağımsız değişken olduğu regresyon modeli kullanılarak hesaplanmıştır.

Hisse senetlerinin filli getiri oranları ile beklenen getiri oranları arasındaki fark alınarak anormal getiriler hesaplandıktan sonra aşağıdaki formülden faydalanılarak ortalama anormal getiri oranları (AAR) hesaplanmıştır.

$$AAR_{it} = \sum_{i=1}^N \frac{1}{N} AR_{it}$$

Hesaplanan ortalama anormal getiriler (AAR), aşağıdaki formülde gösterildiği gibi sırasıyla birbiri ile toplanarak kümülatif anormal getiriler (CAR) hesaplanmıştır.

$$CAR_{it} = \sum_{t-1}^N AAR_{it}$$

Yatırımcıların, genel olarak olayın gelecekte pozitif veya negatif nakit akışlarıyla sonuçlanacağına dair bir beklentiye sahip olup olmamasına bağlı olarak kümülatif anormal getirilerin pozitif veya negatif olması beklenir (Konchitchki ve O'Leary, 2011).

Likiditeyi temsilen işlem hacmi kullanılmıştır. Piyasanın genelinde işlem hacminde bir artış olması, bireysel hisse senetlerinin işlem hacmini de etkileyebilecektir. Piyasa genelinde işlem hacminde meydana gelen değişimin etkisini ortadan kaldırmak için piyasa portföyünü temsilen BIST 100 Endeksinin işlem hacmi dikkate alınmış ve anormal işlem hacmi için aşağıdaki denklem kullanılarak hesaplanmıştır (Harris ve Eitan, 1986 ve Cheung ve Roca, 2013).

$$AV_{it} = \frac{V_{it}}{V_{mt}} \cdot \frac{V_m}{V_i} - 1$$

Formülde yer alan AV_{it} anormal işlem hacmi oranını, V_{it} i hisse senedinin t tarihindeki işlem hacmini, V_{mt} BIST 100 Endeksinin t tarihindeki işlem hacmini, V_m BIST 100 Endeksinin tahmin döneminden önceki 8 haftalık ortalama işlem hacmini, V_i ise i hisse senedinin tahmin döneminden önceki 8 haftalık ortalama işlem hacmini göstermektedir.

Piyasa portföyünü temsilen BIST 100 Endeksi kullanıldığı için anormal işlem hacmi oranı (AV_{it}), i hisse senedinin, piyasa genelinde işlem hacminde yaşanan değişime göre düzeltme yapılarak hesaplanan, standardize edilmiş bir işlem hacmi oranıdır. Bu oranın yorumlanması kolaydır. Çünkü t zamanındaki işlem hacminde, önceki sekiz haftaya göre bir değişiklik olmaması durumunda bu oranın sıfır olması beklenir. Oranın pozitif bir değer alması, piyasanın işlem hacmi dikkate alınarak hesaplanan işlem hacminin geçmiş 8 haftalık işlem hacmi ortalamasından daha yüksek olduğu anlamına gelir. (Cheung ve Roca, 2013).

Tüm olay pencereleri için hesaplanan kümülatif anormal getirilerin ve kümülatif anormal işlem hacmi oranlarının, parametrik veya parametrik olmayan yöntemler kullanılarak istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek için öncelikle normal dağılım testi yapılmıştır. Verilerin normal dağılıma sahip olup olmadığını araştırmak için Shapiro-Wilk normal dağılım testi kullanılmıştır. Shapiro-Wilk Testi verilerin normal dağılım gösterip göstermediğini belirlemeye yönelik temel testlerden biridir ve Kolmogorov-Smirnov testine göre daha doğru sonuçlar veren bir test olduğu ifade edilmektedir (Field, 2009). Shapiro-Wilk testi ile aşağıdaki hipotezler test edilmiştir:

H₀ : Olay penceresindeki zaman aralığı için hesaplanan veriler normal dağılım göstermektedir.

H₁ : Olay penceresindeki zaman aralığı için hesaplanan veriler normal dağılım göstermemektedir.

Verilerin normal dağılıma sahip olup olmadığı belirlendikten sonra, çalışma kapsamında belirlenen olay pencerelerinde sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının hisse senetlerinin kümülatif anormal getiri ve işlem hacmi oranlarında

istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yaratıp yaratmadığı araştırılmıştır. Bu amaçla, normal dağılıma sahip olay pencereleri için parametrik bir test olan Tek Örneklem t-Testi, normal dağılıma sahip olmayan olay pencereleri için ise parametrik olmayan bir test olan Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi kullanılmıştır.

Tek örneklem için t testi, tek bir değişkenin ortalamasının belirtilen bir sabitten farklı olup olmadığını incelemektedir (Chan, 2003). $H_0 : \mu = \mu_0$ hipotezi, $H_1 : \mu \neq \mu_0$ hipotezine karşı test edilmekte ve test istatistiği aşağıdaki formül ile hesaplanmaktadır (Ceylan, 2019);

$$t_{Hesap} = \frac{\bar{x} - \mu}{S / \sqrt{n}}$$

Formülde yer alan, \bar{x} örneklem ortalamasını, μ varsayılan kitle ortalamasını, S örneklem standart sapmasını ve n örneklem büyüklüğünü temsil etmektedir. Tek Örneklem t-Testinde, sıfır hipotezi ortalama ile referans değer arasında hiçbir fark olmadığını varsayarken, alternatif hipotez ortalama ile referans değer arasında bir fark olduğunu varsayar. Testin amacı, örneklem verilerine dayanarak sıfır hipotezinin reddedilip reddedilmeyeceğini belirlemektir. Çalışmada, hesaplanan sonuçların anlamlılığı 0,95 güven aralığında test edilmiştir.

Wilcoxon İşaretli Sıra Testinde gözlem değerleri ve medyan değerleri arasındaki farkların işaretlerinden ziyade farkların büyüklükleri de dikkate alınmaktadır. Bu testte; n hacimli örnek medyanının bilinmediği durumlarda kitleden rastgele seçildiği, gözlemlerin birbirinden bağımsız ve ilgilenilen değişkenin sürekli olduğu, kitle dağılımının simetrik olduğu ve ölçme düzeyinin en az eşit aralıklı olduğu varsayılmaktadır. Wilcoxon İşaretli Sıra Testinde, $H_0 : M = M_0$ hipotezi $H_1 : M \neq M_0$ hipotezine karşı test ediliyor ise

$$D_i = X_i - M_i \quad i=1,2,3,\dots,n$$
$$\delta_i = \begin{cases} 1, & D_i > 0 \\ 0, & D_i < 0 \end{cases}$$
$$r(|D_i|) = \sum_{j=1}^n s(|D_i| - |D_j|)$$

$$s(u) = \begin{cases} 1, & u \geq 0 \\ 0, & u < 0 \end{cases}$$

olarak tanımlanmaktadır ve test istatistiği,

$$T_h^+ = \sum r(|D_i|)\delta_i$$

eşitliğinde tanımlanan $r(|D_i|)$, $|D_i|$ için sayı sıralı istatistiktir.

T^+ istatistiği ise $0, 1, \dots, \frac{n(n+1)}{2}$ değerlerini alabilen bir değişken olup $T_h^+ \leq T_{\alpha/2}$ olduğu durumlarda H_0 reddedilmektedir (Ceylan, 2019).

Her bir olay penceresi için hesaplanan kümülatif anormal getiri oranları ile kümülatif anormal işlem hacmi oranlarının istatistiksel olarak sıfırdan farklı olup olmadığını belirlemek için aşağıdaki hipotezler kurulmuş ve hangi hipotezin geçerli olduğu Tek Örneklem t-Testi ve Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi ile sınanmıştır.

H₀ : Olay penceresi için hesaplanan kümülatif anormal getiri oranı sıfıra eşittir ($\mu = 0$).

H₁ : Olay penceresi için hesaplanan kümülatif anormal getiri oranı sıfıra eşit değildir ($\mu \neq 0$).

H₀ : Olay penceresi için hesaplanan kümülatif anormal işlem hacmi oranı sıfıra eşittir ($\mu = 0$).

H₁ : Olay penceresi için hesaplanan kümülatif anormal işlem hacmi oranı sıfıra eşit değildir ($\mu \neq 0$).

Boş hipotezler, BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil olmanın, hisse senetlerinin kümülatif anormal getiri oranları / kümülatif anormal işlem hacmi oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yaratmadığını ifade etmektedir. Alternatif hipotezler ise BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil olmanın, hisse senetlerinin kümülatif anormal getiri oranları / kümülatif anormal işlem hacmi oranları üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yarattığını ifade etmektedir.

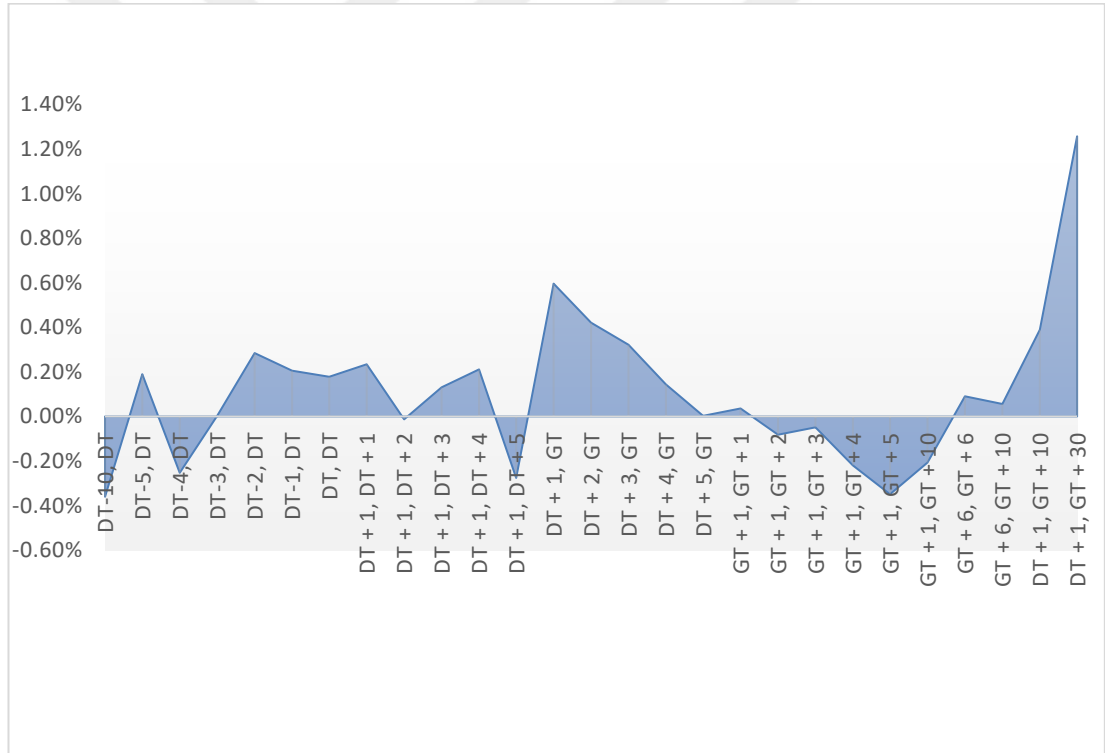
4.4. Çalışmadan Elde Edilen Bulgular

Çalışmada hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine dahil olma olayının, hisse senetlerinin getiri ve likiditesi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık yaratıp yaratmadığı araştırılmıştır. Bu bölümde, öncelikle getiriler için

yapılan analizlerin sonuçları, daha sonra da likidite için yapılan analizlerin sonuçları sunulmuştur.

4.4.1. Sürdürülebilirlik Endeksine Alınmanın Getiri Üzerine Etkisinin Analizi

Şekil 4.2’de BIST Sürdürülebilirlik Endeksi’ne dahil olan hisse senetleri için her bir olay penceresine ait kümülatif anormal getirilerin grafiksel gösterimi yer almaktadır. Grafik incelendiğinde, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine dahil olacağına dair duyuru tarihlerinden ve söz konusu endekse giriş tarihlerinden önceki ve sonraki olay pencerelerinde kümülatif anormal getirilerin çoğunlukla pozitif olduğu görülmektedir. Ancak grafikte görülen pozitif ve negatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını test etmek gerekmektedir.



Şekil 4.2. Kümülatif Anormal Getiri (CAR) Değerleri

Olay pencerelerine ait kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını belirleyebilmek için öncelikle kümülatif anormal getiri oranlarının normal dağılıma sahip olup olmadıkları araştırılmıştır. Bunun için Shapiro-Wilk testi kullanılmıştır. Shapiro-Wilk Testinde olasılık değerinin (p) 0,05 'den büyük çıkması halinde H_0 hipotezi kabul edilir ve dolayısıyla verilerin normal dağılıma sahip olduğu

kabul edilir. Olasılık değerinin (p) 0,05'den küçük çıkması halinde ise H_0 hipotezi reddedilirken H_1 hipotezi kabul edilir ve verilerin normal dağılıma sahip olmadığı ifade edilir.

Kümülatif anormal getiri oranlarının normal dağılım gösterip göstermediğini belirlemek için gerçekleştirilen Shapiro-Wilk Testi sonuçları Tablo 4.3'te yer almaktadır.

Tablo 4.3. Kümülatif Anormal Getiri Oranları (CAR) için Shapiro-Wilk Testi Sunuları

Olay Pencereleeri	p-değerleeri
DT-10, DT	0,000
DT-5, DT	0,000*
DT-4, DT	0,000
DT-3, DT	0,000
DT-2, DT	0,000
DT-1, DT	0,002
DT, DT	0,008
DT+1, DT+1	0,041
DT+1, DT+2	0,000
DT+1, DT+3	0,001
DT+1, DT+4	0,000
DT+1, DT+5	0,000
DT+1, GT	0,070 *
DT+2, GT	0,001
DT+3, GT	0,000
DT+4, GT	0,000
DT+5, GT	0,000
GT+1, GT+1	0,007
GT+1, GT+2	0,316 *
GT+1, GT+3	0,075 *
GT+1, GT+4	0,099 *
GT+1, GT+5	0,068 *
GT+1, GT+10	0,433 *
GT+6, GT+6	0,000
GT+6, GT+10	0,093 *
DT+1, GT+10	0,306 *
DT+1, GT+30	0,619 *

* simgesi, % 5 anlam dzeyinde normal dağılıma sahip olduğunu göstermektedir.

(DT-10, DT), (DT-5, DT), (DT-4, DT), (DT-3, DT), (DT-2, DT), (DT-1, DT), (DT, DT), (DT+1, DT+1), (DT+1, DT+2), (DT+1, DT+3), (DT+1, DT+4), (DT+1, DT+5), (DT+2, GT), (DT+3, GT), (DT+4, GT), (DT+5, GT), (GT+1, GT+1), (GT+6, GT+6) olay pencerelerine ait olasılık değerlerinin %5'ten küçük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla H_0 hipotezi reddedilmiş ve verilerin normal dağılmadığını ifade eden H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Bu nedenle, söz konusu olay pencerelerinde, kümülatif

anormal getirilerde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığını belirlemek için Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi yapılmıştır.

(DT+1, GT), (GT+1, GT+2), (GT+1, GT+3), (GT+1, GT+4), (GT+1, GT+5), (GT+1, GT+10), (GT+6, GT+10), (DT+1, GT+10), (DT+1, GT+30) olay pencerelerine ait olasılık değerlerinin %5'ten büyük olduğu görülmektedir. Dolayısıyla verilerin normal dağıldığını ifade eden H_0 hipotezi kabul edilmiş, H_1 hipotezi ise reddedilmiştir. Bu nedenle, söz konusu olay pencerelerinde, kümülatif anormal getirilerde istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığı Tek Örneklem t-Testi araştırılmıştır.

Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi sonuçları Tablo 4.4'te sunulmuştur. Tablo 4.4'te yer alan anlam düzeyleri (p-değerleri) incelendiğinde, (DT+1, DT+1) olay penceresi hariç diğer tüm olay pencerelerinde anlam düzeyinin % 5'ten büyük olduğu görülmektedir. Bu bulgulara göre (DT+1, DT+1) olay penceresi hariç diğer tüm olay pencerelerinde kümülatif anormal getiri oranlarının sıfıra eşit olduğunu ifade eden H_0 hipotezi kabul edilirken, alternatif hipotez reddedilmiştir.

Tablo 4.4. Kümülatif Anormal Getiri Oranları (CAR) için Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıralar Testi Sonuçları

Olay Pencereleri	p-değerleri
DT-10, DT	0,587
DT-5, DT	0,181
DT-4, DT	0,950
DT-3, DT	0,258
DT-2, DT	0,058
DT-1, DT	0,137
DT, DT	0,142
DT+1, DT+1	0,046 *
DT+1, DT+2	0,480
DT+1, DT+3	0,653
DT+1, DT+4	0,180
DT+1, DT+5	0,098
DT+2, GT	0,135
DT+3, GT	0,251
DT+4, GT	0,265
DT+5, GT	0,317
GT+1, GT+1	0,508
GT+6, GT+6	0,272

* simgesi, % 5 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Kümülatif anormal getiri oranlarının normal dağılım gösterdiği olay pencereler için yapılan Tek Örneklem t-Testi sonuçları Tablo 4.5'te gösterilmiştir. Elde edilen sonuçlar, (DT+1, GT) olay penceresi hariç tüm olay pencerelerinde hiçbir anlam düzeyinin % 5'ten küçük olmadığı görülmektedir. Başka bir ifadeyle, (DT+1, GT) olay penceresi hariç diğer tüm olay pencerelerine ait kümülatif anormal getiriler %5 anlam düzeyinde istatistiksel olarak sıfırdan farklı değildir. Dolayısıyla, (DT+1, GT) olay penceresi hariç diğer tüm olay pencereleri için H_0 hipotezi kabul edilirken, alternatif hipotez reddedilmiştir.

Tablo 4.5. Kümülatif Anormal Getiri Oranları (CAR) İçin Tek Örneklem t-Testi Sonuçları

Olay Pencereleri	p - değerleri
DT+1, GT	0,040 *
GT+1, GT+2	0,762
GT+1, GT+3	0,883
GT+1, GT+4	0,586
GT+1, GT+5	0,413
GT+1, GT+10	0,725
GT+6, GT+10	0,895
DT+1, GT+10	0,552
DT+1, GT+30	0,313

* simgesi, % 5 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Gerçekleştirilen Tek Örneklem t-Testi ve Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi'nden elde edilen sonuçlar tek bir tablo haline getirilerek Tablo 4.6 'da sunulmuştur.

Tablo 4.6. Kümülatif Anormal Getiri Oranları İçin Tek Örneklem t-Testi ve Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi Sonuçları

Olay Penceresi	Olay Günleri	CAR	Percent>0	p-değerleri
DT Öncesi Olay Penceresi	DT-10, DT	-0,36%	49,25%	0,587 (Wilcoxon)
	DT-5, DT	0,19%	61,19%	0,181 (Wilcoxon)
	DT-4, DT	-0,25%	46,27%	0,950 (Wilcoxon)
	DT-3, DT	0,00%	61,19%	0,258 (Wilcoxon)
	DT-2, DT	0,28%	61,19%	0,058 (Wilcoxon)
	DT-1, DT	0,21%	56,72%	0,137 (Wilcoxon)
	DT-DT	0,18%	61,19%	0,142 (Wilcoxon)
DT Olay Penceresi	DT+1, DT+1	0,23%	61,19%	0,046 * (Wilcoxon)
	DT+1, DT+2	-0,01%	47,76%	0,480 (Wilcoxon)
	DT+1, DT+3	0,13%	49,02%	0,653 (Wilcoxon)
	DT+1, DT+4	0,21%	52,27%	0,180 (Wilcoxon)
	DT+1, DT+5	-0,28%	31,25%	0,098 (Wilcoxon)
DT-GT Olay Penceresi	DT+1, GT	0,60%	61,54%	0,040 * (Tek Örn. t-Testi)
	DT+2, GT	0,42%	59,62%	0,135 (Wilcoxon)
	DT+3, GT	0,32%	61,11%	0,251 (Wilcoxon)
	DT+4, GT	0,14%	62,07%	0,265 (Wilcoxon)
	DT+5, GT	0,00%	100,00%	0,317 (Wilcoxon)
GT Olay Penceresi	GT+1, GT+1	0,04%	53,73%	0,508 (Wilcoxon)
	GT+1, GT+2	-0,08%	46,27%	0,762 (Tek Örn. t-Testi)
	GT+1, GT+3	-0,05%	43,28%	0,883 (Tek Örn. t-Testi)
	GT+1, GT+4	-0,22%	46,27%	0,586 (Tek Örn. t-Testi)
	GT+1, GT+5	-0,35%	40,30%	0,413 (Tek Örn. t-Testi)
	GT+1, GT+10	-0,21%	44,78%	0,725 (Tek Örn. t-Testi)
GT Sonrası Olay Penceresi	GT+6, GT+6	0,09%	52,24%	0,272 (Wilcoxon)
	GT+6, GT+10	0,06%	49,25%	0,895 (Tek Örn. t-Testi)
Kısa Dönem Fiyat Etkisi Olay Penceresi	DT+1, GT+10	0,39%	55,22%	0,552 (Tek Örn. t-Testi)
	DT+1, GT+30	1,26%	56,72%	0,313 (Tek Örn. t-Testi)

* simgesi, % 5 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir. DT: Duyuru Tarihi, GT: Giriş tarihi. Üçüncü sütun, 67 adet endekse dahil olma olayında hisse senetlerinin her bir olay penceresindeki ortalama kümülatif anormal getirisini (CAR) göstermektedir. Dördüncü sütun her bir olay penceresinde hisse senetlerinin pozitif CAR yüzdesini göstermektedir.

Tablo 4.6 incelendiğinde; DT öncesi olay pencerelerinden, (DT-10, DT) ve (DT-4, DT) olay pencerelerinde negatif kümülatif anormal getiriler söz konusudur. (DT-5, DT), (DT-3, DT), (DT-2, DT), (DT-1, DT), (DT-DT) olay pencerelerinde ise pozitif kümülatif anormal getiriler oluşmuştur. Duyuru tarihi ile bu tarihten önceki üç güne kadar pozitif kümülatif anormal getirinin olması dikkat çekmektedir. Ancak DT öncesi olay pencerelerinde ortaya çıkan getirilerin hiçbiri istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu sonuç, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınacağına dair yapılan duyurudan önce bir beklenti etkisinin söz konusu olmadığını göstermektedir. Başka bir ifadeyle, yatırımcılar tarafından bir hisse senedinin sürdürülebilirlik endeksine alınacağına dair bir beklenti oluşmuş veya önceden bir bilgi edinilmiş olsa bile, yatırımcıların bu bilgiyi kullanarak yatırım kararı vermedikleri söylenebilir.

DT olay pencereleri incelendiğinde, beş olay penceresinden ikisinde negatif, üçünde ise pozitif kümülatif anormal getiri ortaya çıkmıştır. Ancak (DT+1, DT+1) olay penceresi hariç tüm olay pencereleri için kümülatif anormal getirilerin sıfırdan farklı olmadığı görülmektedir. (DT+1, DT+1) olay penceresi için istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif kümülatif anormal getiri söz konusudur. Bu bulgu, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine dahil olacağına dair duyuru yapıldıktan bir gün sonra, yatırımcıların bu bilgiyi olumlu bir şekilde değerlendirerek, söz konusu hisse senetlerine talep oluşturduğuna işaret etmektedir. Pozitif getirinin bir gün sonra ortaya çıkması, sürdürülebilirlik endeksine alınacak hisse senetlerine ilişkin duyurunun genellikle seans bittikten sonra yapılmış olmasından da kaynaklanabilir. Elde edilen bu bulgu, sürdürülebilirlik endeksine alınacağı duyurulan bir hisse senedine, duyurudan sonraki gün yatırım yapmaları halinde yatırımcıların piyasa getirisinden daha yüksek bir getiri yani anormal bir getiri elde edebileceklerini önermektedir.

DT-GT olay pencereleri incelendiğinde, tüm olay pencerelerinde pozitif kümülatif anormal getirilerin olduğu görülmektedir. Ancak sadece (DT+1, GT) olay penceresine ait kümülatif anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu durum, sürdürülebilirlik endeksine alınacağı ilan edilen hisse senetlerini, duyuru tarihinden bir gün sonra satın alıp, sürdürülebilirlik endeksine girdiği tarihe kadar elinde tutan yatırımcıların piyasanın üzerinde bir getiri sağlayabileceğine işaret etmektedir. Başka bir ifadeyle, duyuru tarihinden sonraki gün satın al ve giriş tarihine kadar elde tut şeklinde ifade edilebilecek basit bir satın al elde tut stratejisinin, yatırımcılara piyasanın üzerinde bir getiri olanağı sunduğu söylenebilir. Ayrıca, GT olay pencerelerinde, birinci günden sonraki günleri kapsayan olay pencerelerinin tamamında kümülatif anormal getiriler negatiftir. Bu bulgu da duyuru tarihi ile birlikte yatırımcılarda olumlu beklenti oluşarak satın alma davranışı yarattığı ve giriş tarihinden sonra da kazançlarını realize ettiklerine işaret etmektedir ve söz konusu satın al elde tut stratejisini desteklemektedir.

Sürdürülebilirlik endeksine alınma olayına ilişkin duyuru olayının pozitif kümülatif anormal getiriler sağlayabileceğine dair bu çalışmadan elde edilen bulguların,

Consolandi, Jaiswal, Poggiani ve Vercelli (2009), Robinson, Kleffner ve Bertels (2011) ve Nakai, Yamaguchi ve Takeuchi'nin (2013) çalışmalarından elde edilen bulgularla uyumlu olduğu söylenebilir. Söz konusu çalışmalarda, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine girmesinin getirilerde pozitif bir etki yarattığına dair bulgulara ulaşılmıştır.

(DT+1, GT) olay penceresinde kümülatif anormal getiri oranı %0,60'tır ve bu olay penceresi ortalama 4 günlük bir zaman dilimini kapsamaktadır. Ortalama 4 günlük %0,60 oranındaki kazanç, 22 iş günü üzerinden yıllığa çevrildiğinde yaklaşık ortalama %40 oranında yıllık getiriye tekabül etmektedir $[(0,60/4) \times 22] \times 12$. Bu da, söz konusu stratejinin yıllık yaklaşık ortalama %40 oranında bir getiri sağlayabileceğini göstermektedir.

DT öncesi olay pencereleri ile çalışmanın ilerleyen kısımlarında görüleceği üzere GT, GT sonrası ve kısa dönem fiyat etkisi olay pencerelerine ait kümülatif anormal getirilerin hiçbiri istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Bu durum, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınmasına ilişkin yatırımcılar nezdinde oluşan olumlu tepkinin sadece duyuru tarihinden sonraki gün ile giriş tarihi arasındaki zaman diliminde ortaya çıktığını göstermektedir. Dolayısıyla, duyuru tarihinden önceki 10 günlük zaman diliminde ve giriş tarihinden sonraki 30 günlük zaman diliminde, yatırımcıların sürdürülebilirlik endeksine alınma olayına ilişkin bir yatırım stratejisi oluşturmalarının bir fayda sağlamayacağı söylenebilir. Hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınma olayına ilişkin, yatırımcıların endekse giriş olayına değil, endekse alınmaya ilişkin duyuru olayına pozitif tepki verdiği söylenebilir.

GT olay pencereleri incelendiğinde, (GT+1, GT+1) olay penceresi dışındaki tüm olay pencerelerinde kümülatif anormal getiriler negatif fakat istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu bulgu, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine girmesine dair bilginin, giriş tarihini takip eden 1, 2, 3, 4, 5 ve 10 günlük dönemde hisse senetlerinin fiyatında istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmadığını ortaya koymaktadır.

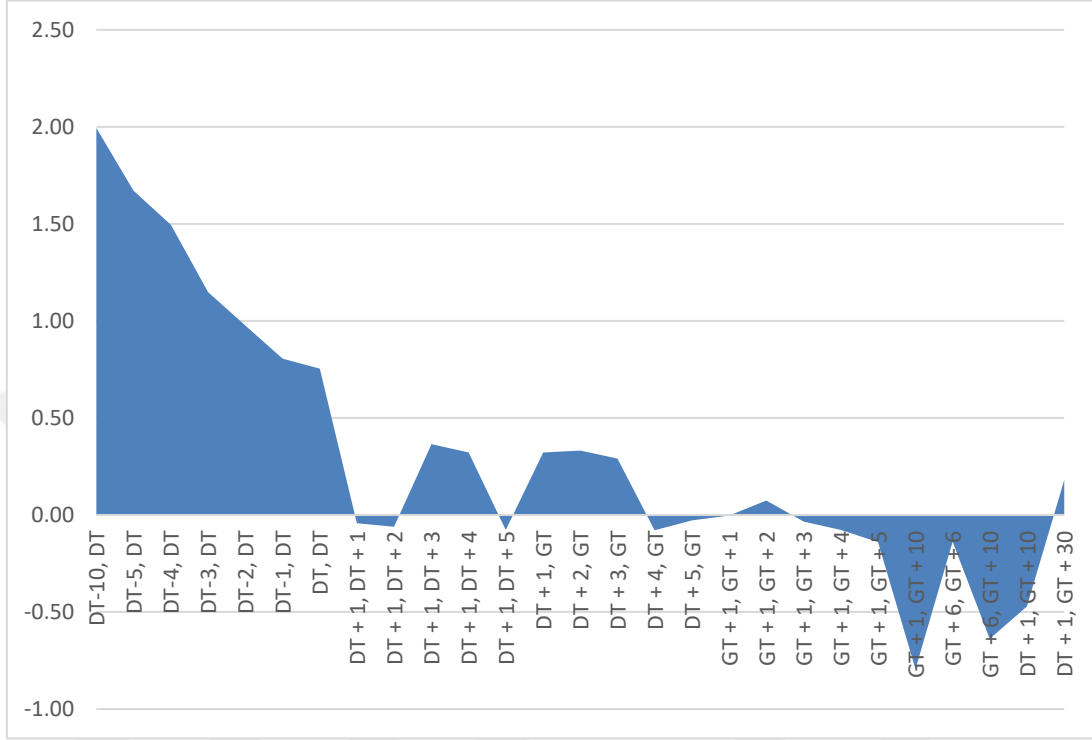
GT sonrası olay pencereleri de, sürdürülebilirlik endeksine giriş olayının hisse senetlerinin fiyatı üzerindeki etkisini incelemek için oluşturulan olay pencerelerindedir. Hem (GT+6, GT+6) hem de (GT+6, GT+10) olay penceresinde pozitif kümülatif anormal getiri söz konusudur ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alındığına dair bilgi, giriş tarihinden sonraki 6 günlük ve 6. gün ile 10. gün arasındaki zaman diliminde, yatırımcılar için istatistiksel olarak anlamlı bir getiri sağlamamıştır.

Geçici fiyat değişikliklerini (örneğin 5 günlük) daha kalıcı fiyat değişikliklerinden (örneğin 30 günlük) ayırt edebilmek amacıyla kullanılan kısa dönem fiyat etkisi olay pencerelerine bakıldığında, belirlenen her iki olay penceresinde de [(DT+1, GT+10) ve (DT+1, GT+30)] kümülatif anormal getiriler pozitif olmakla birlikte istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu bulgu, yatırımcıların hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınacağına dair bilgiyi kullanarak, duyuruyu takip eden günden giriş tarihi sonrası 10. ve 30. güne kadarki dönemde piyasanın üzerinde bir getiri sağlayamadığını göstermektedir. Başka bir ifadeyle, sürdürülebilirlik endeksine alınmaya ilişkin yapılan duyuru olayının, 10 ve 30 günü kapsayan kısa dönemlerde hisse senetlerinin fiyatı üzerinde bir etkiye sahip olmadığı söylenebilir.

4.4.2. Sürdürülebilirlik Endeksine Alınmanın İşlem Hacmi Üzerine Etkisinin Analizi

Şekil 4.3'te BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dahil olan hisse senetleri için her bir olay penceresine ait kümülatif anormal işlem hacminin (CAV) grafiksel gösterimi görülmektedir. Grafik incelendiğinde, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine dahil olacağına dair yapılan duyuru tarihinden önceki ve giriş tarihine kadar olan olay pencerelerinde piyasa işlem hacmine göre düzeltilmiş kümülatif anormal işlem hacmi oranının çoğunlukla pozitif olduğu görülmektedir. DT öncesi olay pencerelerinde, hisse senetlerinin piyasa işlem hacmine göre düzeltme yapıldıktan sonraki işlem hacimleri, geçmiş 8 haftalık işlem hacminden daha yüksek olmuş ancak azalış yaşanmıştır. DT olay pencereleri ile DT-GT olay pencerelerinde söz konusu oran genellikle pozitif bir değer almıştır. GT olay pencereleri ile GT sonrası olay pencerelerinde ise kümülatif anormal işlem hacmi oranı genellikle negatif değerler almıştır. Başka bir ifadeyle, hisse senetlerinin piyasa işlem hacmine göre

düzeltilme yapıldıktan sonraki işlem hacimleri geçmiş 8 haftalık işlem hacminden daha düşük olmuştur.



Şekil 4.3. Kümülatif Anormal İşlem Hacmi (CAV) Değerleri

Olay pencerelerine ait kümülatif anormal işlem hacmi oranlarında, sürdürülebilirlik endeksine alınma olayına bağlı olarak istatistiksel olarak anlamlı bir farklılık olup olmadığını belirleyebilmek için öncelikle verilen normal dağılıma sahip olup olmadığı incelenmiştir. Bu amaçla Shapiro-Wilk Testi kullanılmış ve sonuçlar Tablo 4.7’de raporlanmıştır.

Tablo 4.7. Kümülatif Anormal İşlem Hacmi Oranları (CAV) için Shapiro-Wilk Testi Sonuçları

Olay Pencerelemi	p - değerleri
DT-10, DT	0,000
DT-5, DT	0,000
DT-4, DT	0,000
DT-3, DT	0,000
DT-2, DT	0,000
DT-1, DT	0,000
DT, DT	0,000
DT+1, DT+1	0,000
DT+1, DT+2	0,000
DT+1, DT+3	0,000
DT+1, DT+4	0,000
DT+1, DT+5	0,000
DT+1, GT	0,000
DT+2, GT	0,000
DT+3, GT	0,000
DT+4, GT	0,000
DT+5, GT	0,000
GT+1, GT+1	0,000
GT+1, GT+2	0,000
GT+1, GT+3	0,000
GT+1, GT+4	0,000
GT+1, GT+5	0,000
GT+1, GT+10	0,000
GT+6, GT+6	0,000
GT+6, GT+10	0,000
DT+1, GT+10	0,000
DT+1, GT+30	0,000

* simgesi, % 5 anlam düzeyinde normal dağılıma sahip olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.7’de yer alan normal dağılım testi sonuçları, tüm olay pencerelerine ait p-değerlerinin 0,05’ten küçük olduğunu göstermektedir. Bu nedenle tüm olay pencerelerinde verilerin normal dağılım gösterdiğini ifade eden H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Veriler normal dağılım göstermediği için tüm olay pencereleri için Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi kullanılmıştır.

Olay pencereleri için hesaplanan kümülatif anormal işlem hacmi oranlarının, istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde sıfırdan farklı olup olmadığını analiz etmek için yapılan Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi sonuçları Tablo 4.8’de raporlanmıştır.

Tablo 4.8. Kümülatif Anormal Hacim Oranları İçin Tek Örneklem Wilcoxon İşaretili Sıra Testi Sonuçları

Olay Pencerelemi	Olay Günleri	CAV	Percent>0	p-değerleri
DT Öncesi Olay Pencerelemi	DT-10, DT	1,99	43,28%	0,657
	DT-5, DT	1,67	49,25%	0,261
	DT-4, DT	1,50	47,76%	0,365
	DT-3, DT	1,15	41,79%	0,866
	DT-2, DT	0,98	40,30%	0,940
	DT-1, DT	0,81	38,81%	0,925
	DT-DT	0,75	32,84%	0,604
DT Olay Pencerelemi	DT+1, DT+1	-0,04	32,84%	0,003 *
	DT+1, DT+2	-0,06	32,84%	0,022 *
	DT+1, DT+3	0,36	43,14%	0,779
	DT+1, DT+4	0,32	45,45%	0,834
	DT+1, DT+5	-0,08	31,25%	0,679
DT-GT Olay Pencerelemi	DT+1, GT	0,32	44,23%	0,891
	DT+2, GT	0,33	46,15%	0,548
	DT+3, GT	0,29	52,78%	0,285
	DT+4, GT	-0,08	31,03%	0,064
	DT+5, GT	-0,03	0,00%	0,317
GT Olay Pencerelemi	GT+1, GT+1	-0,03	26,87%	0,001 *
	GT+1, GT+2	0,07	31,34%	0,005 *
	GT+1, GT+3	-0,03	25,37%	0,002 *
	GT+1, GT+4	-0,08	31,34%	0,018 *
	GT+1, GT+5	-0,14	28,36%	0,027 *
	GT+1, GT+10	-0,79	29,85%	0,011 *
GT Sonrası Olay Pencerelemi	GT+6, GT+6	-0,14	23,88%	0,001 *
	GT+6, GT+10	-0,64	28,36%	0,002 *
Kısa Dönem Fiyat Etkisi Olay Pencerelemi	DT+1, GT+10	-0,47	34,33%	0,042 *
	DT+1, GT+30	0,18	34,33%	0,164

* simgesi, % 5 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir. DT: Duyuru Tarihi, GT: Giriş tarihi. CAV: Kümülatif anormal işlem hacmi oranı.

DT öncesi olay pencerelemi incelendiğinde, tüm olay pencereleminde kümülatif anormal işlem hacmi oranları pozitif değerler almıştır ancak olasılık değerleri 0,05'ten büyüktür. Bu nedenle kümülatif anormal işlem hacmi oranlarının sıfırdan farklı olduğunu ifade eden H_1 hipotezi reddedilirken, H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Sonuç olarak, DT öncesi olay pencereleminde hisse senetlerinin piyasanın işlem hacmine göre düzeltilmiş işlem hacimleri, geçmiş sekiz haftalık işlem hacmine kıyasla daha yüksek olmuştur ancak istatistiksel olarak anlamlı değildir. Söz konusu olay pencereleminde, sürdürülebilirlik endeksine alınmaya ilişkin duyuru olayının, kümülatif anormal işlem hacmi oranı üzerinde bir etkisi olmamıştır. Ayrıca duyuru tarihinden önce kümülatif anormal işlem hacmi oranını artıracak bir beklenti etkisinin oluşmadığı da söylenebilir.

DT olay pencereleminde, (DT+1, DT+1) ve (DT+1, DT+2) olay pencerelemi için olasılık değerleri 0,05'ten küçük, diğer olay pencereleminde ise 0,05'ten büyüktür.

Dolayısıyla $(DT+1, DT+1)$ ve $(DT+1, DT+2)$ olay pencereleri için H_0 hipotezi reddedilirken, H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Diğer üç olay penceresi için ise tam tersi geçerlidir. $(DT+1, DT+1)$ ve $(DT+1, DT+2)$ olay pencereleri için alternatif hipotezin kabul edilmesi ve oranların negatif değerler alması, söz konusu olay pencerelerinde kümülatif anormal işlem hacmi oranının istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde geçmiş sekiz haftaya kıyasla daha düşük olduğunu göstermektedir. Başka bir ifadeyle, sürdürülebilirlik endeksine alınan hisse senetlerinin duyuru tarihinden bir gün ve iki gün sonraki, piyasanın işlem hacmine göre düzeltilmiş işlem hacimleri, geçmiş sekiz haftalık işlem hacmine göre daha düşük olmuştur yani hisse senetlerinin likiditesinde azalış yaşanmıştır.

DT-GT olay pencerelerine ilişki sonuçlara bakıldığında, kümülatif anormal işlem hacmi oranlarının, $(DT+1, GT)$, $(DT+2, GT)$ ve $(DT+3, GT)$ olay pencerelerinde pozitif, $(DT+4, GT)$ ve $(DT+5, GT)$ olay pencerelerinde ise negatif olduğu ancak istatistiksel olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Söz konusu olay pencerelerinde H_1 hipotezi reddedilirken, H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Bu bulgudan hareketle, duyuru tarihinden sonraki 1, 2, 3, 4 ve 5. günden giriş tarihine kadar olan zaman dilimlerinde, sürdürülebilirlik endeksine alınmaya ilişkin duyuru olayının kümülatif anormal işlem hacmi oranı üzerinde bir etkiye sahip olmadığı söylenebilir. Duyuru tarihi ile giriş tarihi arasındaki zaman diliminde, hisse senetlerinin likiditesinde istatistiksel olarak anlamlı bir değişim olmadığı ifade edilebilir.

GT olay pencereleri, GT sonrası olay pencereleri ve kısa dönem fiyat etkisi olay pencerelerinde $((DT+1, GT+30)$ olay penceresi hariç) olasılık değerleri 0,05'ten küçük çıkmıştır. Bu nedenle, söz konusu olay pencereleri için H_0 hipotezi reddedilirken, hesaplanan kümülatif anormal işlem hacmi oranlarının sıfıra eşit olmadığını ifade eden H_1 hipotezi ise kabul edilmiştir. Bu bulgu, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine girmesine ilişkin duyuru olayının, kümülatif anormal işlem hacmi oranı üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkiye sahip olduğuna işaret etmektedir. Ayrıca kümülatif anormal işlem hacmi oranlarının işaretlerine bakıldığında, $(GT+1, GT+2)$ olay pencerelerinde pozitif, diğer olay pencerelerinde negatif olduğu görülmektedir. $(GT+1, GT+1)$ olay penceresinde kümülatif anormal işlem hacmi oranı negatif bir değer (-0,03) olsa da bu değerın sıfıra oldukça yakın

olması, işlem hacminde oldukça önemsiz bir değişiklik olmuştur hatta işlem hacminde geçmiş sekiz haftaya göre bir değişiklik olamamıştır şeklinde de yorumlanabilir.

GT olay pencerelerinden, (GT+1, GT+2) olay penceresindeki istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif kümülatif anormal işlem hacmi oranı, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine girmesi olayının, giriş tarihinden sonraki iki günlük işlem hacmini pozitif yönde etkileyerek likiditeyi artırdığını göstermektedir. Diğer bir deyişle, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine girmesi, piyasanın işlem hacmine göre düzeltilmiş anormal bir işlem hacmi artışına ve likiditenin geçmiş sekiz haftadan daha yüksek olmasına yol açmıştır.

GT olay pencereleri kapsamındaki diğer olay pencereleri ile GT sonrası olay pencereleri için ise tam tersine negatif ve istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal işlem hacmi oranları söz konusudur. Bu durum, sürdürülebilirlik endeksine girme olayını takip eden üçüncü günden onuncu güne kadar, hisse senetlerinin piyasa işlem hacmine göre düzeltilmiş likiditesinde azalış yaşandığına dair güçlü kanıtlar sunmaktadır.

DT öncesi olay pencerelerine, DT olay pencerelerine [(DT+1, DT+1) ve (DT+1, DT+2) hariç] ve DT-GT olay pencerelerine ait kümülatif anormal işlem hacmi oranlarında istatistiksel olarak anlamlı bir değişim yok iken GT olay pencereleri ve GT sonrası olay pencerelerinde istatistiksel olarak anlamlı değişimlerin olması, sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının likidite üzerindeki etkisinin daha çok giriş tarihinden sonra ortaya çıktığına işaret etmektedir.

Kısa dönem fiyat etkisi olay pencerelerinden, (DT+1, GT+10) olay penceresi için kümülatif anormal işlem hacmi oranı negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Bu bulgu, duyuru tarihinden sonraki birinci günden giriş tarihini takip eden onuncu güne kadarki zaman diliminde, hisse senetlerinin piyasanın işlem hacmine göre düzeltilmiş işlem hacimlerinin, geçmiş sekiz haftanın ortalama işlem hacminden daha az olduğunu dolayısıyla likiditede azalış yaşandığını göstermektedir. Ancak (DT+1, GT+30) olay penceresinde istatistiksel olarak anlamlı bir kümülatif

anormal işlem hacminin ortaya çıkmaması, işlem hacmindeki azalışın daha uzun vadede önemini kaybettiğine işaret etmekte ve kalıcı bir etkinin oluşmayabileceğine dair deliller sunmaktadır.



SONUÇ

Sürdürülebilirlik anlayışının gelişmesiyle birlikte hissedarların servetini artırmaya odaklanan yönetim anlayışı, yerini firma ile ilgili tüm çıkar gruplarının çıkarlarına odaklanan bir yönetim anlayışına bırakmaya başlamış ve firma performansının değerlendirilmesinde sadece finansal veriler değil finansal olmayan veriler de dikkate alınmaya başlanmıştır. Bu gelişmeler, firmaların sürdürülebilirlik kapsamında çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim alanında yürüttükleri faaliyetlerin ve yatırımların sürekli artmasına ve sürdürülebilirlik endekslerinin geliştirilmesine yol açmış ve sürdürülebilirlik alanındaki yatırım ve faaliyetlerin firmaların performansını nasıl etkilediği, sermaye piyasalarında fiyatlandırılıp fiyatlandırılmadığı, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınmasına yatırımcıların nasıl bir tepki verdiği finans literatürde tartışılan en güncel konulardan biri haline gelmiştir.

Literatür incelendiğinde, Türkiye özelinde hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının, yatırımcılara anormal bir getiri sağlayıp sağlamadığı konusunda çok sayıda çalışma yapıldığı görülmektedir. Ancak sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının, hisse senetlerinin likiditesi (işlem hacmi) üzerinde bir etkiye sahip olup olmadığını araştıran bir çalışmaya rastlanılmamıştır. Bu konuda, uluslararası literatürde de sınırlı sayıda çalışma vardır. Bu nedenle, çalışmada hisse senetlerinin BIST Sürdürülebilirlik Endeksine alınma olayının (duyuru ve giriş olayları), hisse senetlerinin getiri ve likiditesi üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkisinin olup olmadığını incelemek amaçlanmıştır. BIST Sürdürülebilirlik Endeksine alınma olayının hisse senetlerinin sadece getirisi üzerindeki etkisinin değil aynı zamanda likidite üzerindeki etkisinin de incelenmesinin literatüre önemli bir katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Ayrıca BIST Sürdürülebilirlik Endeksi üzerine yapılan çalışmalarda hisse senetlerinin sadece endekse giriş olayı veya sadece duyuru olayı üzerinden araştırmalar yapılmıştır. Bu çalışmada ise hisse senetlerinin hem endekse giriş tarihleri hem de duyuru tarihleri dikkate alınarak analizler gerçekleştirilmiştir. Böylece, endekse alınmaya ilişkin yapılan duyuru olayı ile endekse fiilen giriş olayında farklı etkilerin ortaya çıkıp çıkmadığı, ayrıca duyuru ve giriş tarihleri arasındaki dönemde spesifik bir etkinin varlığı da araştırılmıştır.

2014-2021 yıllarını kapsayan çalışmada, olay çalışması metodolojisi kullanılmış ve 67 adet sürdürülebilirlik endeksine alınma olayı incelenmiştir. Çalışmada, DT öncesi, DT-GT, GT, GT sonrası (post-release) ve kısa vade fiyat etkisi pencereleri olmak üzere altı farklı olay penceresi grubu belirlenmiş, her grup için de farklı olay pencereleri oluşturularak analizler yapılmıştır. Böylece, duyurudan önce bir beklenti etkisinin varlığını, duyuru tarihi ile giriş tarihi arasındaki olası fiyat değişikliklerini ve endekse giriş olayının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini görmek ve geçici fiyat değişikliklerini kalıcı olanlardan ayırt edebilmek amaçlanmıştır. Çalışma bu yönüyle de Türkiye özelinde yapılan çalışmalardan farklılaşmaktadır.

Hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınacağına dair yapılan duyuru tarihlerinden ve söz konusu endekse giriş tarihlerinden önceki ve sonraki olay pencerelerinde, kümülatif anormal getirilerin çoğunlukla pozitif olduğu tespit edilmiştir. Ancak olay pencereleri için hesaplanan kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığını belirlemek için yapılan testlerden elde edilen sonuçlar, sadece duyuru tarihinden bir gün sonraki olay penceresi (DT+1, DT+1) ile duyuru tarihinden sonraki günden giriş tarihine kadar olan zaman dilimini kapsayan olay penceresi (DT+1, GT) için hesaplanan kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif olduğunu göstermiştir. Dolayısıyla bulgular, sürdürülebilirlik endeksine alınacağı duyurulan bir hisse senedine ertesi gün yatırım yapılması halinde, yatırımcıların o gün piyasa getirisinin üzerinde bir getiri elde edebileceklerini göstermektedir. Ayrıca yatırımcılara, duyuru tarihinden sonraki gün satın al ve giriş tarihine kadar elde tut şeklinde basit bir satın al elde tut stratejisi izlemeleri halinde, piyasanın üzerinde bir getiri sağlayabilecekleri önerilmektedir.

İncelenen olay pencerelerinden sadece (DT+1, DT+1) ile (DT+1, GT) olay pencerelerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etkinin bulunması, diğer olay pencerelerinde ise istatistiksel olarak anlamlı bir etkinin söz konusu olmaması nedeniyle bulguların genel olarak aşağı doğru eğimli talep hipotezi, bilgi maliyeti hipotezi ve işaret hipotezi ile uyumlu olmadığı söylenebilir. Çünkü aşağı doğru eğimli talep hipotezi hisse senedi fiyatlarındaki değişimin kalıcı olması gerektiğini, bilgi maliyeti hipotezi sadece fiyatlarda kalıcı bir değişimin değil, aynı zamanda likiditede de kalıcı bir değişimin olması gerektiğini ileri sürmektedir (Cheung, 2011).

Sadece söz konusu iki olay penceresinde istatistiksel olarak pozitif ve anlamlı bir etkinin olması, elde edilen bulguların fiyatlarda geçici bir değişim olması noktasında fiyat baskısı hipoteziyle tutarlı olduğu söylenebilir.

Tüm olay pencerelerinden sadece (DT+1, DT+1) ve (DT+1, GT) için hesaplanan kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olması, sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının yaratacağı anlamlı fiyat değişimlerinin, başka bir ifadeyle olumlu yatırımcı tepkisinin endekse giriş tarihi ve sonrasında değil duyuru tarihi sonrasında ortaya çıktığı anlamına gelmektedir. Kümülatif anormal getirilerin; DT öncesi olay pencerelerinde istatistiksel olarak anlamlı olmaması, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınacağına dair yapılan duyurudan önce bir beklenti etkisinden bahsedilemeyeceğini göstermektedir. GT olay pencereleri ile GT sonrası (post-release) olay pencerelerinde istatistiksel olarak anlamlı anormal getirilerin olmaması, sürdürülebilirlik endeksine giriş olayının hisse senedi fiyatlarında anormal getiri yaratacak değişikliklere neden olmadığını ortaya koymaktadır. Kısa vade fiyat etkisi pencerelerinde istatistiksel olarak anlamlı kümülatif anormal getirilerin ortaya çıkmaması da duyuru tarihinden sonraki günden giriş tarihine kadarki dönemde ortaya çıkan pozitif getirilerin, daha uzun vadeli bir yatırım ufkunda [DT+1, GT+10] ve (DT+1, GT+30)] ortadan kaybolduğuna işaret etmektedir.

Sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının hisse senetlerinin likiditesinde anlamlı bir etkiye sahip olup olmadığına ilişkin yapılan analizlerden elde edilen sonuçlara göre, duyuru tarihi öncesinden giriş tarihine kadarki olay pencerelerinde ağırlıklı olarak pozitif kümülatif anormal işlem hacmi oranı söz konusu olsa da istatistiksel olarak anlamsızdır. Bu sonuç, duyuru olayının, duyuru tarihi öncesinde kümülatif anormal işlem hacmi oranını artıracak bir beklenti etkisi yaratmadığına, benzer şekilde duyuru tarihinden sonra da likiditede artış yaratacak bir etkiye sahip olmadığına dair kanıtlar sunmaktadır.

Giriş tarihi ve sonrası olay pencereleri (GT+1, GT+2 hariç) ile kısa dönem fiyat etkisi olay pencerelerinin (DT+1, GT+30 hariç) tamamında ise kümülatif anormal işlem hacmi oranı negatif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Yani hisse senetlerinin piyasanın işlem hacmine göre düzeltilmiş işlem hacmi, geçmiş sekiz haftalık işlem

hacmi ortalamasından daha düşük olmuştur. Dolayısıyla, sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının likidite üzerindeki etkisinin daha çok sürdürülebilirlik endeksine girme olayından sonra ortaya çıktığı ve etkinin ağırlıklı olarak negatif olduğu ve hisse senetlerinin likiditesinde bir azalış yaşandığı söylenebilir. Ancak giriş tarihinden bir gün sonra kümülatif anormal işlem hacminde (-0,003) neredeyse hiç değişiklik olmamakla birlikte, giriş tarihinden sonraki ilk iki günde söz konusu oranın yükselmesinin, (DT+1, GT) olay penceresindeki pozitif kümülatif anormal getiriden hareketle önerilen satın al elde tut stratejisini desteklediği söylenebilir. Çünkü giriş tarihinde elde tut döneminin sona ermesi, takip eden günlerde gelen kar realizasyonu nedeniyle işlem hacminde bir artış yaratabilecektir. Ayrıca, hisse senetlerinin piyasaya göre düzeltilmiş işlem hacminin geçmiş sekiz haftalık ortalama işlem hacminden daha az olmaya başlaması, bir satış sinyali etkisi olarak ifade edilebilir.

Elde edilen sonuçlar, hisse senetlerinin sürdürülebilirlik endeksine alınacağına ilişkin duyuru olayına yatırımcıların pozitif tepkiler verdiği ve dolayısıyla sürdürülebilirlik endeksine alınma olayının bir yatırım strateji olarak kullanılabilmesine dair kanıtlar sunmaktadır. Bu nedenle, yatırımcılara, sürdürülebilirlik endeksinin güncellendiği dönemleri takip ederek, duyuru tarihini takiben söz konusu endekse alınacak firmaların hisse senetlerine günlük yatırım yaparak veya bu hisse senetlerinden kısa süreli portföyler oluşturarak piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağlayabilecekleri önerilmektedir.

Sürdürülebilirlik anlayışının hissedarlar, yöneticiler ve müşteriler gibi tüm çıkar gruplarında her geçen gün daha da benimsenmesi ve bu konudaki duyarlılığın artması, sürdürülebilirlik alanında gerekli yatırım ve faaliyetleri yapan firmaların maliyet ve rekabet avantajı gibi çeşitli faydalar sağlayabilmesi, sosyal sorumlu yatırımların sürdürülebilirliğe önem veren firmaları tercih etmesi ve global olarak çok hızlı büyümesi, sürdürülebilirlik faaliyetlerine gereken önemi veren firmalara yatırım yapmayı tercih eden yatırımcı sayısının artması gibi çeşitli faktörler, firmalar için sürdürülebilirlik endeksine girmeyi daha değerli kılacak ve bu endekste yer alan hisse senetlerinin daha iyi performans göstermesine önemli katkılar sunabilecektir. Bu nedenle firmaların sürdürülebilirlik kapsamında çevresel, sosyal ve kurumsal

yönetim alanındaki faaliyet ve yatırımlara gereksiz bir maliyet olarak bakmamaları, gelecekte daha iyi performans ve daha fazla hissedar değeri yaratacağı bilinciyle hareket etmeleri gerekmektedir. Buradan hareketle firmalara, sürdürülebilirlik anlayışını tüm iş süreçlerine entegre etmeleri ve politika yapıcıların firmalara daha fazla teşvik sağlayıcı politikalar geliştirmeleri önerilmektedir. Ayrıca hem firmaların hem de politika yapıcıların, sürdürülebilirlik konusunda toplumsal duyarlılığı artıracak reklam ve kamu spotu gibi faaliyetlere daha fazla yer vermesi, örneğin çevreye duyarlı tüketicilerin çevreye duyarlı ürünleri üreten firmaları daha fazla tercih etmesine, bahsedilen konuda duyarlı yatırımcıların sürdürülebilirliğe önem veren firmaların hisse senetlerini daha fazla tercih etmesine neden olabilecektir. Dolayısıyla firmaların sürdürülebilirlik alanındaki yatırımlarının karşılığını daha hızlı almalarına ve olumlu bir performans artışına katkı sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

- Aksoy Ç (2013) Sürdürülebilirlik performansının değerlendirilmesine yönelik ölçek önerisi ve Türkiye'deki işletmelerde uygulaması. Doktora Tezi, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Ana Bilim Dalı, İstanbul.
- Aktan CC, Vural İY (2007) Kurumsal sosyal sorumluluk: Uluslararası kuruluşlar ve hükümet-dışı organizasyonlar tarafından sürdürülen başlıca girişimler. *Çimento İşveren Dergisi* 21(3); 4-21.
- Amihud Y, Mendelson H (1986) Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics* 17: 223-249.
- Aras G, Sarioğlu GU (2015) Kurumsal raporlamada yeni dönem: entegre raporlama, *TÜSİAD*, Yayın No: T/2015, 10-567.
- Aras G, Crowther D (2009) Corporate sustainability reporting: A study in disingenuity? *Journal of Business Ethics*, 87: 565-576.
- Barber B M, Oden T (2006) All That Glitters: The Effect of Attention and News on The Buying Behavior of Individual and Institutional Investors, EFA 2005 Moscow Meetings Paper, ss:4-7
- Bakoğlu R (2010) *Çağdaş Stratejik Yönetim* (Beta Yayınları, İstanbul).
- Ball R, Brown B (1968) An empirical evaluation of accounting numbers. *J Acc Res* 6(2):159-78
- Bayraktar A (2012) Endeks etkisi: İMKB uygulaması. *Aksaray Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 4(2): 89-110.
- Beneish MD, Whaley RE (2002) S&P 500 index replacements. *The Journal of Portfolio Management* 29(1): 51-60.
- Berthelot S, Coulmont M, Serret V (2012) Do investors value sustainability reports? A Canadian study. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 19(6): 355-363.
- Besler S (2009) *Yönetim Yaklaşımlarıyla Kurumsal Sürdürülebilirlik* (Beta Basım Yayım, İstanbul).
- Bıçakçı AB (2012) Sürdürülebilirlik yönetiminde halkla ilişkilerin rolü. *Sosyal ve Beşerî Bilimler Dergisi* 4(1): 47-56.

- Bianchi RJ, Drew ME, Walk AN (2010) On the responsible investment disclosure practices of the world's largest pension funds. *Accounting Research Journal* 23(3): 302-318.
- Bibri M (2008) Corporate sustainability / CSR communications & Value creation: A marketing approach, Master of Business Administration (MBA) Thesis, School of Management Blekinge Institute of Technology, Blekinge Institute of Technology Karlskrona, Sweden, Spring.
- Bowen HR (1953) *Social Responsibilities of the Businessman* (Harper & Row, New York).
- Brander JA (2007) sustainability: Malthus revisited? *Canadian Journal of Economics/Revue Canadienne D'économique* 40(1): 1-38.
- Bumin M, Demir Y (2021) *Sürdürülebilirlik Açıklamalarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi: Türk Bankacılık Sektörü Üzerine Bir İnceleme*. 24. Finans Sempozyumu, Sakarya
- Büchner LM (2012) Corporate social responsibility and sustainability from a global, european and corporate perspective. *Corporate Social Responsibility and Sustainable G. Eurolimes* (13): 41-55.
- Can Mutan O, Topçu A (2009). Türkiye Hisse Senedi Piyasasının 1990-2009 Tarihleri Arasında Yaşanan Beklenmedik Olaylara Tepkisi. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Araştırma Dairesi: 22.06.2009 OCM 2009/01.
- Carroll AB (1999) Corporate social responsibility. *Business and Society* 38(3): 268-295.
- Ceylan N Ö (2019) Parametrik ve parametrik olmayan testler için güç karşılaştırmaları. Selçuk Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü İstatistik Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi.
- Chan Y (2003) Biostatistics 102: Quantitative data–parametric & non-parametric tests, *blood pressure*, 44(8):391-396
- Chakrabarti R (2002) Market reaction to addition of Indian stocks to the MSCI index. *Money and Finance* 2(11): 1-24.
- Chapin III FS, Torn MS, Tateno M (1996) Principles of ecosystem sustainability. *The American Naturalist* 148(6): 1016-1037.
- Cheung AWK (2011) Do Stock Investors Value Corporate Sustainability? Evidence from an Event Study. *Journal of Business Ethics* 99(2): 145-165.

- Cheung AWK, Roca E (2013) The effect on price, liquidity and risk when stocks are added to and deleted from a sustainability index: Evidence from the Asia Pacific context. *Journal of Asian Economics* 24: 51-65.
- Chen H, G Noronha, V Singhal (2004) The price response to S&P 500 additions and deletions: Evidence of asymmetry and a new explanation, *Journal of Finance*, 59 (4), 1901-1929
- Ching H, Gerab F, Henrique T (2017) *The Quality of Sustainability Reports and Corporate Financial Performance: Evidence From Brazilian Listed Companies* (SAGE Open).
- Chinkulkijniwat N, Siwasarit W (2021) *The Dow Jones sustainability world index inclusion: Is this a good news for the listed companies in the Stock Exchange of Thailand?* (No. 274343). Thammasat University.
- Chiou I, Larson SJ (2005) The effects of a stock index: Evidence from the annual rebalancing of the MSCI USA index. *Journal of the Academy of Business and Economics* 5(2): 1-8.
- Clarke T, Clegg S (2000) Management paradigms for the new millennium. *International Journal of Management Reviews* 2(1): 45-64.
- Consolandi C, Jaiswal-Dale A, Poggiani E, Vercelli A (2009) Global standards and ethical stock indexes: The case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of Business Ethics* 87: 185-197.
- Cunha FA, Samanez CP (2013) Performance analysis of sustainable investments in the Brazilian stock market: a study about the corporate sustainability index (ISE). *Journal of Business Ethics* 117: 19-36
- Curran M, Moran D (2007) Impact of the FTSE4 good on firm price: An event study. *Journal of Environmental Management* 82(4): 529–537.
- Çağlak E, Küçükşahin H, Kahraman, İ K (2018) Uluslararası kredi derecelendirme kuruluşlarının kredi not kararlarının Türkiye finansal piyasalarına etkisi: Borsa İstanbul sektör endeksleri üzerine bir uygulama. *Ömer Halis Demir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 11(4): 41-63
- Çakar U (2006) Çevreci şirket ve çevre muhasebesi. *Mali Çözüm* (83): 81-92.
- Çalışkan ÖA (2012) İşletmelerde sürdürülebilirlik ve muhasebe mesleği ilişkisi. *Mali Çözüm* 22(112): 133-160.

- Çamlıca Z, Akar GS (2014) Lojistik sektöründe sürdürülebilirlik uygulamaları. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi* 5(11): 100-119.
- Çıtak L, 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.
- Çetenak EH, Ersoy E, Işık Ö (2022) ESG (çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim) skorunun firma performansına etkisi: Türk bankacılık sektörü örneği. *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 63 (75-82)
- Das N, Sen M, Pattanayak JK (2008) Assessment of students' perception towards developing a course in environmental accounting. *International Journal of Accounting & Information Management* 16(2): 122- 139.
- Daszyńska-Żygadło K, Ryszawska B, Słoński T, Zawadzki BM (2014) Investors' reactions for sustainability index inclusion–is CSR a good news? *Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica* 2(300)
- Denis DJ, McConnell A, Ovtchinnikov, Yu Y (2003) S&P 500 Index Inclusions and Earnings Expectations *Journal of Finance* 58: 1821–1840.
- Dhillon U, Johnson H (1991) Changes in the standard and poor's 500 list. *The Journal of Business* 64(1): 75-85.
- Doane D, MacGillivray A (2001) Economic sustainability: The business of staying in business. *New Economics Foundation* 1: 1-52.
- Dolley J C (1933) Characteristics and procedure of common stock split-ups. *Harv Bus Rev* 11:316–26 April.
- Duranay S, GG Yağcılar (2020) Borsa İstanbul'da Sosyal Sorumlu Fiyatlama: Sürdürülebilirlik Endeksi Üzerine Bir Olay Çalışması. *Ahi Evran Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 6(3):903-917.
- Duque J, Madeira G (2005) *Effects Associated with Index Composition* (Evidence from the Euronext Lisbon Stock Exchange, ISEG, Changes).
- Dyllick T, Hockerts K (2002) Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment* 11(2): 130-141.

- Ebner D, Baumgartner RJ (2006) The relationship between sustainable development and corporate social responsibility. *Corporate Responsibility Research Conference*, Dublin, 4th-5th September.
- Elkington J (1997) *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business* (Capstone Publishing, Oxford).
- Elliott WB, Warr RS (2003) Price pressure on the NYSE and Nasdaq: Evidence from S&P 500 index changes. *Financial Management*, 32(3): 85-99.
- Epstein MJ (2009) *Making Sustainability Work: Best Practices in Managing and Measuring Corporate Social, Environmental, and Economic Impacts* (Berrett-Koehler Publishers).
- Fama E, Fisher L, Jensen M, Roll R (1969) The adjustment of stock prices to new information. *Int Econ Rev* 10(1):1-21
- Field A (2009) *Discovering Statistics Using SPSS, Third Edition*, London: SAGE Publications.
- Finucane S (2003) Distilling the information in S&P 500 delistings. *University of British Columbia Faculty of Commerce and Business Administration Finance Division* 3:1-34
- Freeman E (1984) *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (Pitman Publishing, Boston).
- Gao SS, Zhang JJ (2006) Stakeholder engagement, social auditing and corporate sustainability. *Business Process Management Journal* 12(6): 722-740.
- Gao Y (2011) CSR in an emerging country: A content analysis of CSR reports of listed companies. *Baltic Journal of Management* 6(2): 263-291.
- Garvare R, Johansson P (2010) Management for sustainability—a stakeholder theory. *Total Quality Management* 21(7): 737-744.
- Gladwin TN, Kennelly JJ, Krause TS (1995) Shifting paradigms for sustainable development: Implications for management theory and research. *Academy of management Review* 20(4): 874-907.
- Gök İY, Gökşen H (2020) Bankaların Sürdürülebilirlik Endeksine dahil edilmelerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi. *Süleyman Demirel Üniversitesi Vizyoner Dergisi* 11(26):89-106.

- Gündüz Ç (2018) Sürdürülebilirlik endeksi kapsamına alınmanın hisse senedi değerine etkisi: BIST uygulaması. *Bankacılar Dergisi* 2018(106): 37-58.
- Güvenç E (2010) İMKB sürdürülebilirlik Endeksi Kapıda. *EKOIQ Yeşil İş Dergisi*, Engin Güvenç ile Yapılan Söyleşi. 22 Aralık 2020 <http://ekoIQ.com/imkb-surdurulebilirlik-endeksi-kapida>
- Harris JM (2000) Basic principles of sustainable development. *Dimensions of Sustainable Development* 1: 21-41.
- Harris L, Gurel E (1986) Price and volume effects associated with changes in the S&P 500 list: New evidence for the existence of price pressures. *The Journal of Finance* 41(4): 815-829.
- Hart SL, Milstein MB (2003) Creating sustainable value. *Academy of Management Perspectives* 17(2): 56-67.
- Hegde S, McDermott J (2003) The liquidity effects of revisions to the S&P 500 index: An empirical analysis. *Journal of Financial Markets* 6: 413-459.
- Herzig C, Schaltegger S (2011) Corporate sustainability reporting. *Sustainability communication: Interdisciplinary perspectives and theoretical foundation*, 151-169.
- Hitchcock DE, Willard ML (2009) *The Business Guide to Sustainability: Practical Strategies and Tools for Organizations*, Second Edition, (Earthscan, UK).
- Idowu SO, Papasolomou I (2007) Are the corporate social responsibility matters based on good intentions or false pretences? An empirical study of the motivations behind the issuing of CSR reports by UK companies. *Corporate Governance* 7(2): 136-147.
- İMKB (2011) Sürdürülebilirlikle İlgili Özet Bilgiler. *İMKB İstatistik Müdürlüğü*, Mayıs 1-10
- İzci N A (2016) Kurumsal Sürdürülebilirliğin Firma Performansı Üzerine Etkisi: Bist Yıldız Pazarında İmalat Şirketleri Üzerine Bir Araştırma, Yayınlanmış Yüksek Lisans Tezi, Çağ Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mersin.

- Jain P (1987) The effect on stock price from inclusion in or exclusion from S&P 500. *Financial Analysts Journal* 43(1): 58–65.
- Kaderli Y, Demir S (2009) Yatırım kararı duyurularının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin ölçülmesi: Olay etüdü yöntemi. *Mali çözüm Dergisi* 91: 45-66.
- Karğın S, Aracı H, Aktaş H (2013) Entegre raporlama: Yeni bir raporlama perspektifi. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*, 6(1): 27-46.
- Kaypak Ş (2011) Küreselleşme sürecinde sürdürülebilir bir kalkınma için sürdürülebilir bir çevre. *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi* 13(20): 19-33.
- Keeble JJ, Topiol S, Berkeley S (2003) Using indicators to measure sustainability performance at a corporate and project level. *Journal of Business Ethics* 44: 149-158.
- King AA, Lenox MJ (2001) Does it really pay to be green? An empirical study of firm environmental and financial performance: An empirical study of firm environmental and financial performance. *Journal of Industrial Ecology*, 5(1): 105-116.
- King MT (2010) *Lessindreska Dünya'nın Geçici Bekçileri: Dünyada'daki Yaşam Sürdürülebilir Kılmak için* (Caretta Kitaplar, İstanbul).
- Koç F (2015) Sigortacılık sektöründe kurumsal itibar ve tüketici güveni. *Yönetim Bilimleri Dergisi* 13(26): 63-84.
- Koçaslan G (2010) Sürdürülebilir kalkınma hedefi çerçevesinde Türkiye'nin rüzgar enerjisi potansiyelinin yeri ve önemi. *İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 4(1): 53-61.
- Kolk A (2004) A decade of sustainability reporting: developments and significance. *International Journal of Environment and Sustainable Development* 3(1): 51-64.
- Konchitchki Y, O'Leary DE (2011) Event study methodologies in information systems research. *International Journal of Accounting Information Systems* 12:99-115.
- Köten AB (2022) Statistical evaluation of exchange performance of banks traded in the sustainability index. *R&S -Research Studies Anatolia Journal* 5(1): 148-163.

- Kristensen K, Westlund A (2003) Valid and reliable measurements for sustainable non-financial reporting. *Total Quality Management and Business Excellence*, 14(2): 161-170.
- Levy H (1978) Equilibrium in an imperfect market: A constraint on the number of securities in the portfolio. *The American Economic Review* 68(4): 643-658.
- Lin LW (2008) Corporate social and environmental disclosure in emerging securities markets: China as a case study. PhD Thesis, Urbana – Illionis, University of Illionis at Urbana Champaign.
- Linnenluecke MK, Russell SV, Griffiths A (2009) Subcultures and sustainability practices: The impact on understanding corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment* 18(7): 432-452.
- Liu S (2000) Changes in the Nikkei 500: New evidence for downward sloping demand curves for stocks, *International Review of Finance* 1(4): 245–267.
- Liverman DM, Hanson ME, Brown BJ, Merideth RW (1988) Global sustainability: toward measurement. *Environmental Management*, 12: 133-143.
- Lo SF, Sheu HJ (2007) Is corporate sustainability a value-increasing strategy for business? *Corporate Governance: An International Review* 15(2): 345-358.
- Lourenco IC, Branco MC, Curto JD, Eugenio T (2012) How does the market value corporate sustainability performance? *Journal of Business Ethics* 108(4): 417-428.
- Lozano R, Huisingh D (2011) Inter-Linking issues and dimensions in sustainability reporting, *Journal of Cleaner Production* 19:99-107.
- Málovics G, Csigene NN, Kraus S (2008) The role of corporate social responsibility in strong sustainability. *The Journal of Socio-Economics*, 37(3): 907-918.
- MacKinlay C (1997) Event studies in economics and finance. *J Econ Lit* 35(1):13–39.
- Mazgit İ (2013) Endeks kapsamında olmanın hisse senedi getirilerine etkisi:BIST Temettü 25 Endeksi üzerine bir uygulama. *Sosyo ekonomi* 20(20):231
- Mckenzie S (2004) *Social Sustainability: Towards Some Definitions* (Hawke Research Institute).
- Meera AK, Tripathy N, Redfearn MR (2000) Wealth and liquidity effects of stock delistings: empirical evidence from the stock exchanges of Singapore and

- Malaysia. *Applied Financial Economics* 10(2):199-206.
- Merton RC (1987) A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *The Journal of Finance* 42(3): 483-510.
- Mirze SK (2010) *İşletme* (Literatür Basım Yayın Dağıtım, İstanbul).
- Mitchell M, Pulvino T, Stafford E (2004) Price pressure around mergers. *The Journal Of Finance* LIX (1): 31-63.
- Mohr LA, Webb DJ (2005) The effects of corporate social responsibility and price on consumer responses. *Journal of Consumer Affairs* 39(1): 121-147.
- Montiel I (2008) Corporate social responsibility and corporate sustainability separate pasts. *Common Futures Organization & Environment* 21(3): 245-269.
- Muscoe M (1995) A sustainable community profile. *Places* 9(3):4
- Musteen M, Datta DK, Kemmerer, B (2010) Corporate Reputation: Do Board Characteristics Matter?, *British Journal of Management*. 21: 498-510
- Nakai M, Yamaguchi K, Takeuchi K (2013) Sustainability membership and stock price: an empirical study using the morningstar-SRI index. *Applied Financial Economics* 23(1): 71-77.
- Nemli E (2004) *Sürdürülebilir Kalkınma: Şirketlerin Çevresel ve Sosyal Yaklaşımları*, Birinci Baskı, (Filiz Kitabevi, Ankara).
- Oberndorfer U, Schmidt P, Wagner M, Ziegler A (2013) Does the stock market value the inclusion in a sustainability stock index? An event study analysis for german firms. *Journal of Environmental Economics and Management* 66: 497-509.
- Orsato RJ, Garcia A, Da-Silva, WM, Simonetti, R. Monzoni, M (2015) Sustainability indexes: why join in? A study of the Corporate Sustainability Index (ISE in Brazil. *Journal of Cleaner Production* 96: 161-170.
- Önce S, Onay A, Yeşilçelebi G (2015) Kurumsal sürdürülebilirlik raporlaması ve Türkiye'deki durum. *Journal of Economics Finance And Accounting*. 2(2): 230- 252.
- Özçelik F (2013) Sürdürülebilirlik performans karnesi. *Journal of Yasar University*, 8(30): 49-87.
- Özgüç E (2009) *Kurumsal Sosyal Sorumluluk Uygulamaları Kapsamında İMKB–30 Endeksi Şirketleri*. *Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu* (Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara).

- Özmen A, Karakoç M, Yeşildağ E (2020) Sürdürülebilirlik raporlaması: Sürdürülebilirlik Endeksinde yer alan şirketler üzerine bir uygulama. 153 – 174.
- Parlakkaya R, Kahraman ÜM, Cihan Y (2019) BİST Sürdürülebilirlik Endeksinde alınmanın etkileri: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Maliye Finans Yazıları* 111:33-50
- Paula GO, Cavalcanti RN (2000) Ethics: essence for sustainability. *Journal of Cleaner Production* 8(2): 109-117.
- Pelozza J, Loock M, Cerruti J, Muyot M (2012) Sustainability: How stakeholder perceptions differ from corporate reality. *California Management Review* 55(1): 74-97.
- Peterson P P (1989). Event Studies: A Review of Issues and Methodology, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 28(3):36-66.
- Pirnea IC, Olaru M, Moisa C (2011) Relationship between corporate social responsibility and social sustainability. *Economy Transdisciplinarity Cognition*, 14(1): 36-43.
- Pruitt SW, Wei KCJ (1989) Institutional ownership and changes in the S&P 500. *The Journal of Finance* 44(2): 509.
- Polonchek J, Krehbiel T (1994) Price and Volume Effects Associated with Changes in the Dow Jones Averages. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 34(4):305.
- Rees WE (1992) Ecological footprints and appropriated carrying capacity: What urban economics leaves out. *Environment and Urbanization* 4(2): 121-130.
- Renneboog L, Horst J, Zhang C (2008) Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behaviour. *Journal of Banking and Finance*, 32: 1723–1742.
- Robbins SP, Coulter M (2002) *Management* (Prentice Hall New Jersey).
- Robinson M, Kleffner A, Bertels S (2011) Signaling sustainability leadership: Empirical evidence of the value of DJSI membership. *Journal of Business Ethics* 101(3): 493-505.
- Roca LC, Searcy C. (2012) An analysis of indicators disclosed in corporate sustainability reports. *Journal of Cleaner Production* 20(1): 103-118.

- Romano R (1998) Empowering investors: a market approach to securities regulation. *The Yale Law Journal* 107(8): 2364 – 2366.
- Ruckelshaus WD (1989) Toward a sustainable world. *Scientific American* 261(3): 166-175.
- Saban M, Küçüker H, Küçüker M (2017) Kurumsal sürdürülebilirlik ile ilgili raporlama çerçeveleri ve sürdürülebilirlik raporlamasında muhasebenin rolü. *İşletme Bilimi Dergisi*, 5(1): 101-115.
- Sakarya Ş (2011) İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kapsamındaki Şirketlerin Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu ve Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Olay Çalışması (Event Study) Yöntemi ile Analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13):153-154
- Sancar GA (2013) Kurumsal sürdürülebilirlik bağlamında kurumsal yönetim: kavramın doğuşu, gelişimi ve değerlendirilmesi. *Selçuk İletişim* 8(1): 71-84.
- Santis P, Albuquerque A, Lizarelli F (2016) Do Sustainable Companies have a better financial performance? A study on Brazilian public companies. *Journal of Cleaner Production* 133: 735-745.
- Sarıkaya M, Erdoğan M, Kara FZ (2010) İnternet ekonomisi ve kurumsal sürdürülebilirlik. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 5(2): 31-50.
- Sarıkaya M, Kara ZF (2007) Sürdürülebilir kalkınmada işletmenin rolü: Kurumsal vatandaşlık. *Celal Bayar üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi* 14(2): 221-233.
- Schaltegger S, Burritt RL (2006) Corporate sustainability accounting: a nightmare or a dream coming true? *Business Strategy and the Environment* 15(5): 293-295.
- Schaltegger S, Bennett M, Burritt R, (2006) Sustainability accounting and reporting: development, linkages and reflection. An introduction. In *Sustainability accounting and reporting*: 1-33
- Schneider A, Meins E (2011) Two dimensions of corporate sustainability assessment: Towards a comprehensive framework. *Business Strategy and the Environment* 21(4): 211-222.
- Scholes MS (1972) The market for securities: substitution versus price pressure and the effects of information on share prices. *The Journal of Business* 45(2): 179-211.

- Senal S, Ateş BA (2012) Kurumsal sürdürülebilirlik için muhasebe ve raporlama. *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi* (36): 83-98.
- Shleifer A (1986) Do demand curves for stocks slope down? *The Journal of Finance*,41(3): 579-590.
- Shrivastava P (1995) Ecocentric management for a risk society. *Academy of Management Review* 20(1): 118-137.
- Siew RY, Balatbat MC, Carmichael DG (2013) The relationship between sustainability practices and financial performance of construction companies. *Smart and Sustainable Built Environment* 2(1): 6-27.
- Signitzer B, Prexl A (2008) Corporate sustainability communications: Aspects of theory and professionalization. *Journal of Public Relations Research* 20(1): 1-19.
- Simone LD, Popoff F (2000) *Eco efficiency: The Business Link to Sustainable Development* (MIT Press, Massachusetts).
- Sisaye S (2011) Ecological systems approaches to sustainability and organizational development: Emerging trends in environmental and social accounting reporting systems. *Leadership & Organization Development Journal* 32(4): 379-398.
- Sridhar K (2011) Is the triple bottom line a restrictive framework for non-financial reporting? *Asian Journal of Business Ethics*, 1: 89-121.
- Steuere R, Langer ME, Konrad A, Martinuzzi A (2005) Corporations, stakeholders and sustainable development I: A theoretical exploration of business–society relations. *Journal of Business Ethics* 61: 263-281.
- Sui L (2003) The addition and deletion effects of the Standard & Poor's 500 index and its dynamic evolution from 1990 to 2002: demand curves, market efficiency, information, volume and return. *Market Efficiency, Information, Volume and Return* (March 27, 2003)
- Sun M, Nagata K, Onoda H (2011) The investigation of the current status of socially responsible investment indices. *Journal of Economics and International Finance*, 3(13): 676.
- Şimşek MŞ (2009) *İşletme Bilimlerine Giriş* (Adım Matbaacılık, Konya).

- Tokgöz N, Önce S (2009) Şirket sürdürülebilirliği: Geleneksel yönetim anlayışına alternatif. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 11(1): 249-275.
- Tuzcu MA (2003) Halka açık şirketlerde kurumsal yönetim anlayışı İMKB-100 örneği. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, Ankara.
- Türkay O (1986) *Mikro İktisat Teorisi*, Cilt 1, (Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Yayınları, Ankara).
- Marrewijk VM (2003) Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of Business Ethics* 44(2-3): 95-105.
- Willard B (2005) Next Sustainability Wave: Building Boardroom Buy-In, New Society Publishers, <http://site.ebrary.com/id/10085541?ppg=50>.
- Wilson M (2003) Corporate sustainability: What is it and where does it come from. *Ivey Business Journal* 67(6): 1-5.
- Wood RA, McInish, TH (1992) An analysis of intraday patterns in bid/ask spreads for NYSE Stocks. *The Journal of Finance* 47(2):753-764.
- Wurgler J, Zhuravskaya E (2002) Does arbitrage flatten demand curves for stocks? *The Journal of Business* 75(4): 583-608.
- Yelkikalan N, Aydın E (2010) Aile işletmelerinin yaşamlarını sürdürebilmesinde sonraki kuşakların duygusal sahiplik algılamasının rolü ve önemi: Türkiye'deki kıdemli işletmeler üzerinde bir araştırma. *Yönetim Bilimleri Dergisi*, 8(2): 81-120.

İnternet Kaynakları

- AA1000 (2015). *Stakeholder Engagement Standard*. www.accountability.org. (06 Mayıs 2022).
- AccountAbility (2015). <https://www.accountability.org/standards/> (18 Mart 2019).
- Aktan CC, Börü D (2007) *Kurumsal sosyal sorumluluk*. <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-sosyalsorum/kurumsalsos-anasayfa.htm>. (13 Mart 2020).
- Borsa İstanbul (2014). *Şirketler İçin Sürdürülebilirlik Rehberi*. <http://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/surdurulebilirlik-rehberi.pdf>. (01 Aralık 2018).

- Borsa İstanbul. *Bist Sürdürülebilirlik Endeksleri*.
<https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/165/bist-surdurulebilirlik-endeksleri>. (05 Eylül 2020)
- Borsa İstanbul. *Bist Pay Endeksleri/Sürdürülebilirlik Endeksi*.
<https://www.borsaistanbul.com/endeksler/BİST-pay-endeksleri/surdurulebilirlik-endeksi> (24 Mart 2019).
- Refinitiv (2022). *Environmental, Social and Governance Scores From*
https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf. (14 Mart 2023).
- GRI Global Reporting Initiative Guideline. *Turkish G3Reporting Guidelines*.
<https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Turkish-G3ReportingGuidelines.pdf> (10 Mart 2019).
- İSO 26000 (2010). *İSO 26000 Sosyal Sorumluluk Yönetim Sistemi Nedir?*
<https://www.turcert.com/belgelendirme/sistem-belgelendirme/iso-26000-sosyal-sorumluluk-yonetim-sistemi/iso-26000-sosyal-sorumluluk-yonetim-sistemi-nedir> (18 Mart 2019).
- UN Global Compact (2009). *Reporting Guidance on the Tenth Principle Against Corruption*, www.unpri.org (14 Mart 2019).
- WBCSD (World Business Council for Sustainable Development) (2002). *Sustainable development reporting – Striking a balance, WBCSD Report*, Switzerland, Atar Roro
Presse.<https://docs.wbcsd.org/2002/12/SustainableDevReportingStrikingTheBalance.pdf> (03 Mart 2019).