

ARAŞTIRMA MAKALESİ / RESEARCH ARTICLE

BANKALARIN SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK ENDEKSİNE DAHİL EDİLMELERİNİN HİSSE SENEDİ GETİRİLERİ ÜZERİNDEKİ ETKİSİ*

THE IMPACT OF THE BANKS' INCLUSION IN THE SUSTAINABILITY INDEX ON EQUITY RETURNS

Dr. Öğr. Üyesi İbrahim Yaşar GÖK¹

Handan GÖKŞEN²

ÖZ

Bu çalışmada, Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksinde (XUSRD) işlem gören bankaların endekse dâhil edilme duyurularının, getiri üzerindeki etkilerinin olay çalışması yöntemiyle araştırılması amaçlanmıştır. Çalışma, XUSRD'de Kasım 2014 – Ekim 2019 arasında yer alan sekiz bankayı kapsamaktadır. Ortalama anormal getirilerin genel olarak duyuru öncesi negatif ve duyuru sonrasında ise pozitif olduğu belirlenmiştir. Kümülatif ortalama anormal getiriler (CAAR), olaydan 10 gün öncesinden olay gününe kadar negatif olarak giderek artmakta, olaydan gününden itibaren ise toparlanma başlamakta ve olaydan 10 gün sonrasında ilk kez pozitif değere ulaşmaktadır. Olaydan 10 gün sonrası ve 10 gün öncesindeki CAAR değerleri arasındaki ortalama fark pozitif ve istatistiksel olarak anlamlıdır. (0, +1), (0, +2) olay penceresi aralığındaki CAAR değerleri pozitif olmasına rağmen sıfırdan anlamlı bir şekilde farklılaşmazken, (0, +3) periyodundan (0, +10)'a kadar olan CAAR değerleri pozitif ve sıfırdan anlamlı bir şekilde farklıdır. Bu bulgular, bankaların XUSRD'ye dâhil olmalarının, yatırımcılar nezdinde pozitif bir etki oluşturduğuna işaret etmektedir.


Anahtar Kelimeler: Kurumsal Sürdürülebilirlik, Sürdürülebilirlik Endeksi, Bankacılık, Olay Çalışması Analizi.


JEL Sınıflandırma Kodları: G14, G21, M14.

ABSTRACT

In the study, it is aimed to investigate the effects of banks' inclusion announcements in the Borsa Istanbul Sustainability Index (XUSRD) on the return by using event study analysis. The study covers eight banks which are included in the XUSRD between November 2014 and October 2019. It is determined that, in general, the average abnormal returns are generally negative before the announcements and positive after the announcements. Although the cumulative average abnormal returns (CAAR) are increasing negatively from the 10th day before the event to the event day, they start to recover following the events and reach a positive value first time in the 10th day after the event. The mean difference for the CAAR values between 10 days after the event and 10 days before the event is positive and statistically significant. While the CAAR values for the periods of (0, +1) and (0, +2) are positive but indifferent from zero, the CAAR values from the period of (0, +3) to (0, +10) are positive and

* Bu çalışma, Handan GÖKŞEN'in "Bankaların Sürdürülebilirlik Endeksine Dahil Edilmelerinin Getiri Üzerindeki Etkisinin Araştırılması" başlıklı yüksek lisans tezinden hazırlanmıştır. Çalışma, ayrıca IV. Uluslararası Stratejik ve Sosyal Araştırmalar Sempozyumunda sunulmuş ve özet metin olarak basılmıştır.

¹  Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Bankacılık ve Finans Bölümü, ibrahimgok@sdu.edu.tr

²  Süleyman Demirel Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Bankacılık ve Finans Anabilim Dalı, Doktora Öğrencisi, goksenhandan@gmail.com

significantly different from zero. These findings indicate that the inclusion of banks into XUSRD creates a positive impact on the investors.

Keywords: Corporate Sustainability, Sustainability Index, Banking, Event Study Analysis.

JEL Classification Codes: G14, G21, M14.

1. GİRİŞ

Sürdürülebilirlik; daimi olma, yarına kalabilme ve varlığını devam ettirebilme yeteneği olarak tanımlanabilir (Çamlıca ve Akar, 2014: 102). Fakat kavram tek başına bir anlam ifade etmemekte olup çevrenin, ekonominin ve toplumun devamlılığı için bireylerin yaptıkları eylemlerle beraber kullanıldığında anlam kazanmaktadır (Akgül, 2010: 134-165). Sürdürülebilirliğin sağlanması için aynı kuşak ve kuşaklar arası insan gruplarının hak ve çıkarları dengelenmelidir ki bu dengeleme, yaşadığımız süre boyunca gelecek neslin çıkarlarını gözetmek ile mümkün olmaktadır (Soubotina, 2004: 9-10). Sürdürülebilirlik, yaşam kalitesini azaltmadan mevcut düşünce tarzında değişiklik gerektiren bir kavram olup, bu değişikliğin temelinde ise evrensel dayanışma, tüketim toplumu olmaktan vazgeçme ve çevresel, sosyal ve ekonomik sorunlara çözüm üretme fikri yatmaktadır (Ozmehmet, 2008: 3).

Kurumsal sosyal sorumluluk (CSR) bünyesinden çıkmış önemli kavramlardan birisi de ‘Sürdürülebilirlik’ olmuştur. Bu kavram 1990’lardan itibaren oldukça popülerlik kazanmış (Carroll, 2015: 92) ve CSR’a ilişkin literatürde sıklıkla kullanılmaktadır. Kavram kaynağını Birleşmiş Milletler Dünya Çevre ve Kalkınma Komisyonu tarafından 1987’de yayınlanan rapordan almaktadır. Rapor her ne kadar ‘Ortak Geleceğimiz’ başlığını taşımaktaysa da literatürde sıklıkla komisyon başkanının soy isminden esinlenilerek ‘Brundtland Raporu’ olarak bilinmektedir. Raporda, sürdürülebilir kalkınma için “günümüz ihtiyaçlarını karşılarken gelecek nesillerin kendi ihtiyaçlarını karşılayabilmesini riske atmamak” açıklaması getirilmiştir (Brundtland, Khalid, Agnelli ve Al-Athel, 1987). Kavram çerçevesinde, sürdürülebilirliğin ekonomik, çevresel ve sosyal olmak üzere üç saça ayağı bulunmaktadır (Elkington, 1998: 37). Herrman (2004: 205) CSR’ın potansiyel bir çözüm olarak sürdürülebilir kalkınmaya başarabilmeye öncülük edebileceğine işaret etmiştir.

Sürdürülebilirliğin bir kurumsal boyutu da bulunmaktadır ki bu da kurumsal sürdürülebilirlik (corporate sustainability, CS) olarak ifade edilmektedir. Wilson (2003: 1-2) CS’nin dört sütunu olduğunu ifade etmiştir. Bunlar; sürdürülebilir kalkınma, CSR, paydaş teorisi ve hesap verebilirliktir. Sürdürülebilir kalkınma ekseninde ekonomi, ekoloji ve sosyal adalet disiplinlerinin; CSR ekseninde ahlaki felsefenin; paydaş teorisi ekseninde stratejik yönetimin; ve kurumsal hesap verebilirlik teorisi ekseninde işletme hukukunun yer aldığını ifade etmiştir. Bu dört sütunun her birinin CS’ye katkılar sunduğunu belirtmiştir. Montiel (2008: 257) ise CS’nin bazı akademik çalışmalarda daha çok işletmenin çevresel sorumluluğu boyutunda ekolojik sürdürülebilirlik teması altında işlendiğini, bazı akademik çalışmalarda ise kavramın ekonomik sorumluluk, sosyal adalet ve çevresel bütünlük şeklinde üç boyutlu olarak kurgulandığını ifade etmiştir. Ancak bununla beraber CSR ve CS kavramları birbirini çok andırmakta olup, gerek şirket yöneticileri gerekse akademisyenler bu kavramların anlamı hususunda bir kargaşayı da yaşamaktadırlar ki işte Montiel (2008: 257)’de makalesinde bu iki kavramın anlamı ve kullanımı üzerine odaklanmıştır. Çalışmasında, CSR ve CS’nin her ne kadar farklı gelişim aşamalarına sahip olsalar da müşterek bir geleceğe doğru ilerlediklerini, her ikisinin de aynı vizyon çerçevesinde ekonomik sorumluluklarla çevresel ve sosyal sorumlulukları dengelemeyi arzuladıklarını ifade etmiştir. Van Marrewijk (2003: 102) ise CS ve CSR arasında küçük ancak önemli bir fark olduğunu, nitekim CSR’nin insanlar ve organizasyonların ortak görüşü boyutuyla, CS’nin ise kurum prensipleri ile ilişkilendirilmesi gerektiğini, bu doğrultuda CSR’nin şeffaflık, paydaş diyalogu, sürdürülebilirlik raporlaması gibi fenomenlerle bağlantılı olduğu, CS’nin ise değer yaratma, çevre yönetimi, çevre dostu üretim sistemleri, insan kaynakları yönetimi vb. konulara odaklandığını ifade etmiştir.

Kurumsal sürdürülebilirlik uygulamalarının önemli benimseyicilerinden birinin de bankalar olması beklenmektedir. Nitekim, kredi verme, varlık yönetimi, risk yönetimi ve ödeme sistemlerinin işleyişi gibi toplumu ve çevreyi etkileyen önemli faaliyetleri yerine getiren bankaların, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetleri de normal faaliyetlerinin bir parçası olarak göz önünde bulundurulmalı ve paydaşlarla ilişkiler geliştirilerek güven, performans ve itibar üzerinde pozitif etkiler oluşturulmalı ve bu sayede finansal skandallara aşınan kurum-piyasa ilişkisi restore edilmelidir (Birindelli, Ferretti, Intonti ve Iannuzzi, 2015: 304). Nitekim, müşterilerin banka değiştirme davranışlarının nedenlerinden birisi de ‘itibar’ olabilmektedir (Clemes, Gan ve Zhang, 2010). Bankalardan; kurumsal yönetimi geliştirme, kara para aklamayla mücadele, vergi kaçırılmasını önleme, finansal

gizliliği koruma, eşit istihdam sunma ve çevresel farkındalığı artırma gibi sosyal beklentiler bulunmaktadır (Douglas, Doris ve Johnson, 2004: 388). Bankalardan, bir takım tartışmalı alanlara (silahlar, alkollü içecekler, sigara, bahis vb.) ilişkin fonlama sağlamaması ve sundukları ürün ve hizmetlerin suçun finansmanı faaliyetinde kullanılmasının engellenmesi gibi politikaları benimsemesi de beklenmektedir (Birindelli vd., 2015: 329). Bankalar her ne kadar çevreyle dost bir sektörde yer alıyor görünse de büyüklükleri dolayısıyla talep ettikleri enerji ve doğal kaynaklar ile çevreyi doğrudan etkilemekte, ayrıca kredi verdikleri sektörlerin üretim süreçlerinde ortaya çıkan çevresel ve sosyal etkilerden dolayı olarak sorumlu olmaktadır (Tandoğan ve Özyurt, 2013: 52). Bu suretle, bankaların kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerini gerçekleştirmeleri oldukça önemlidir. Bankaların bu faaliyetlerini takip etmenin pratik bir yolu ise borsada işlem gören bankaların sürdürülebilirlik endeksine dahil olup olmadıklarını incelemektir.

Borsa İstanbul (BİST) Sürdürülebilirlik Endeksi, 4 Kasım 2014 tarihinden itibaren XUSRD koduyla, BİST’de işlem gören kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst seviyede olan şirketlerden oluşmuş ve borsada işlem gören şirketler arasında ve Türkiye’de sürdürülebilirlik uygulamalarının ve anlayışının artması amacıyla fiyat ve getiri olarak hesaplanıp, yayınlanmaya başlanmıştır (BİST, 2019a). Bu çalışmada, BİST’de işlem gören bankaların XUSRD’ye dâhil edilme duyurularının hisse senedi getirilerini ne yönde etkilediğinin olay çalışması yöntemi ile analiz edilmesi amaçlanmıştır. İlgili bankaların XUSRD’ye dâhil edilme duyurularının belirlenen olay penceresi kapsamında aşırı getiri sağlayıp sağlamadığı tespit edilmiştir. Çalışma, XUSRD’ye dahil olmanın etkisini bankalar özelinde ele alıp tartıştığı için önceki çalışmalardan farklılaşmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde sürdürülebilirliğin tarihsel gelişimi ele alınmış, üçüncü bölümünde kurumsal sürdürülebilirlik kavramı tartışılmış, dördüncü bölümde literatür araştırması sunulmuştur. Beşinci bölümde araştırma dizaynı çerçevesinde veri seti ve metodoloji tanıtılarak araştırma bulguları verilmiştir. Çalışma sonuç bölümü ile tamamlanmaktadır.

2. SÜRDÜRÜLEBİLİRLİĞİN TARİHSEL GELİŞİMİ

1972’de Stockholm Birleşmiş Milletler konferansında önemli adımlar atılarak, “Büyümenin Sınırları” adlı rapor yayınlanmış, çevre sorunlarına karşı ortak hareket edildiğini gösteren ve çevre sorunları ortaya çıkmadan tahmin edilip önlenmesi yaklaşımını benimseyen Birleşmiş Milletler Çevre Programı (UNEP) kurulmuş, kaynak kullanımında kuşaklar arası adaleti gözeten, sosyo-ekonomik gelişme ve çevrenin kalkınma ile ayrılmazlığını vurgulayan İnsani Çevre Bildirgesi kabul edilmiştir (Yıkmaç, 2011: 17).

Günümüzde genel kabul gören sürdürülebilirlik tanımı Brundtland raporunda tanımlanmıştır (Gladwin, Kennelly ve Krause, 1995: 877). Birleşmiş Milletler Genel Kuruluna sunulan Brundtland Raporu altı temel önceliği kapsamaktadır (Yıkmaç, 2011: 18):

- Doğal kaynakların korunması ve nüfus artış sorununun çözülmesi,
- Teknolojiye önem verilmesi,
- Yoksulluk ve istihdam sorununa çözüm bulunması,
- Büyümenin gözden geçirilmesi,
- Dünya barışının devamlılığı,
- Çevre ve ekonominin karar alma süreçlerinin beraber kullanılması.

Sürdürülebilirliğin gelişimi açısından bir diğer önemli adım ise 1992’de Brezilya’nın Rio kentinde düzenlenen çevre ve iklim değişikliği konularının konuşulduğu Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma konferansıdır (BİST, 2014: 13). Konferansta kabul gören ‘Gündem 21’ adlı belge, ekoloji, çevre ve kalkınma arasında bağlantıların hangi ilkeler üzerine kurulacağını açıklamakta ve artan yoksulluğa, cehalete, eşitsizliklere ve çevrenin tahribatına vurgu yapmakta, bu kapsamda sivil toplum kuruluşlarının, yerel yönetimlerin ve toplumdaki diğer aktörlerin topluma katkı için uluslararası topluluk ve merkezi yönetimlerle beraber ‘ortak’ bilinci ile çalışmalarını önerilmektedir (Akgül, 2010: 138-139). Konferanstan bir yıl sonra 1993 yılında, Rio’da kabul edilen ilkelerin gerçekleştirilmesi amacıyla, Sürdürülebilir Kalkınma Komisyonu kurulmuştur (Bozlağan, 2005: 1021).

1997 yılında Japonya’nın Kyoto kentinde iklim değişikliği çevre sözleşmesi imzalanmış, imza atan ülkeler tarafından sera gazı ve karbondioksit salınımını azaltma sözü verilmiş ve Türkiye de bu protokole 2009 yılında

imza atmıştır (BİST, 2014: 14). Aynı yıl ilk kez Küresel Raporlama Standartları oluşturulmuştur. Küresel Raporlama Girişimi'nin (Global Reporting Initiative, GRI) bu standartları, sürdürülebilirlik raporlamasının ilk ve en yaygın benimsenen standartları olup, dünyanın en büyük 250 şirketinin büyük çoğunluğu da bu standartlara uygun olarak raporlama yapmaktadır (GRI, 2019a).

2000 yılında Küresel İlkeler Sözleşmesi çerçevesinde insan hakları, emek, çevre ve yolsuzlukla mücadele başlıkları altında 10 ilkeye yer verilmiştir (United Nations Global Compact, 2019):

- İş dünyası ilan edilmiş olan insan haklarını desteklemeli ve bu haklara saygı duymalıdır.
- İşletmeler, insan hakları ihlallerinde suçlarının olmadığından emin olmalıdır.
- İşletmeler, işçilerin örgütlenme ve toplu pazarlık hakkının tanınmasını sağlamalı ve bu haklara saygı göstermelidir.
- İşletmeler, zorla çalıştırmaya son vermeli ve çalışanın istediği zaman işten ayrılabilme hakkını vermelidir.
- İşletmeler, çocuk işçiliğinin (18 yaş altı kadın veya erkek çalıştırılması) kaldırılmasını sağlamalıdır.
- İşletmeler, istihdam ve mesleki açıdan ayrımcılık yapmamalıdır.
- İşletmeler, çevresel bozulmalara karşı önlemler almalıdır.
- İşletmeler, çevresel sorumluluğu teşvik edici girişimlerde bulunmalıdır.
- İşletmeler, çevre dostu teknolojilerin gelişmesini ve yaygınlaşmasını desteklemelidir.
- İşletmeler, haraç ve rüşvet dâhil yolsuzlukla mücadele etmelidir.

2005 yılında oluşturulan Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım Prensipleri Girişimi, çevre, sosyal ve kurumsal yönetimle ilgili konuların yatırım ve karar verme aşamalarına dâhil edilmesini destekleyen bir platformdur (BİST, 2014: 13). Sürdürülebilirlik ile ilgili atılan adımlar sürdürülebilir kalkınmanın üç unsuru olan ekonomik, sosyal ve çevresel kalkınmanın birbirine entegre olmasını sağlamaktadır (United Nations, 2005: 12). Ekonomik kalkınma açısından sürdürülebilirliğin sağlanması, dünya kaynaklarının sınırlı olması sebebiyle kaynak kullanımında dikkatli olmakla; sosyal kalkınma açısından sürdürülebilirlik, bilinçli tüketim yapan ve çevreye duyarlı topluma; çevresel kalkınma açısından sürdürülebilirlik, çevrenin en doğal halinde kalması için çabalamak ve insan davranışları sonucunda zarar gören çevreyi tekrar kazanma faaliyetleriyle sağlanabilir (Yavuz, 2010: 65-66).

2012 yılında ekonomik büyümeyi yeniden düşünmek, çevrenin korunması sağlamak ve sosyal eşitliği geliştirmek için Rio+20 konferansında bir araya gelinmiştir. Rio+20 konferansının öncelikli alanları; iş, enerji, gıda güvenliği, sürdürülebilir tarım, sürdürülebilir kentler, afet hazırlığı, okyanus ve su kaynakları olup, konferansta sürdürülebilir gelişme için yeşil ekonominin nasıl kurulacağı, insanları yoksulluktan kurtarmak ve sürdürülebilir kalkınma için uluslararası işbirliği temaları üzerinde durulmuştur (Sustainable Development Goals Knowledge Platform, 2019). İklim değişikliği ile mücadele temalı Paris İklim Anlaşması ise 2016 yılında yürürlüğe girmiştir (Ulusoy ve Atay, 2018). Paris İklim Anlaşması yeşil ekonomiye geçmede önemli bir adım olarak değerlendirilmekte ve anlaşma kapsamında gelişmiş ülkelerden sera gazı emisyonlarının azaltılmasıyla diğer ülkelere öncülük etmeleri beklenmekte olup, gelişmekte olan ülkelerin ise azaltım faaliyetleri teşvik edilecek ve bunun için de 2020 sonrası yıllık 100 milyar dolarlık yeşil iklim fonu oluşturulacaktır (Pınarcıoğlu, 2018: 217-219).

3. KURUMSAL SÜRDÜRÜLEBİLİRLİK KAVRAMI

Sürdürülebilirlik, sadece ülkeler ve yöneticilerini ilgilendiren bir kavram değildir (Engin ve Akgöz, 2013: 88). Değişen teknoloji ve artan eğitim seviyesi, çevrenin değişen dengesi, hava kirliliği, küresel ısınma, sosyal eşitsizlik ve kaynakların tükenmesi gibi sorunların farkına varan toplum nedeniyle, işletmeleri de ilgilendiren bir kavram haline gelmiştir. Günümüzün değişen şartlarında işletmelerin sadece finansal kârlar için üretim ve satış yapmaları, hizmet vermeleri uzun vadede finansal başarıyı getirmede yeterli değildir. İşletmeler toplumun çevre sorunları, yoksulluk, ayrımcılık, insan hakları ve enerji tüketimi gibi finansal olmayan sorunlarına da cevap verebilmelidir. Pelozo vd.'ne göre, sürdürülebilirlik için çalışan işletmeler aynı oranda finansal performanslarını da arttırabilir, sürdürülebilirlik fikri doğrultusunda enerji tüketimini azaltarak maliyetlerini düşürebilir, atıklardan geri dönüşüm sağlayarak yeni gelirler yaratabilir ve organizasyonda inovasyon kültürü sağlayabilirler. Ayrıca işletmeler, rakiplerinden üstün gerçekleştirdikleri sürdürülebilirlik performansları sayesinde, sürdürülebilirliğin markalaşma avantajından yararlanabilirler. Bu doğrultuda kurumsal sürdürülebilirlik, işletmenin en önemli varlığı kabul edilen

itibarı sağlayan önemli unsurlardan biri olarak karşımıza çıkmaktadır (Peloza, Loock, Cerruti ve Muyot, 2012: 74).

Kurumsal sürdürülebilirlik, işletmenin iş süreci ilkelerine ve değer sistemine dayalı bir yaklaşım ile başlamaktadır. Bu yaklaşım, insan hakları, iş gücü, çevre ve yolsuzlukla mücadele gibi hususlara ilişkin sorumlulukların yerine getirilmesi anlamına gelmektedir (United Nations Global Compact, 2019). Signitzer ve Prexl'e göre, kurumsal sürdürülebilirlik işletmelerde hem iş stratejisi hem de kurumsal değer olarak görülmektedir. Kurumsal sürdürülebilirliği benimseyen işletmeler iş süreçlerini sürdürülebilir hale getirmek ve uzun vadede kâr elde etmek için, çevre bilgisi ve yönetim sistemleri gibi araçları kullanmaktadır (Signitzer ve Prexl, 2007: 3). BİST'in yayınladığı 'Şirketler İçin Sürdürülebilirlik Rehberi'ne göre kurumsal sürdürülebilirlik, ekonomik, sosyal ve çevresel faktörlerin kurumsal yönetim ilkelerine dâhil edilip işletme faaliyetlerinde ve karar süreçlerinde dikkate alınması ve ortaya çıkabilecek risklerin etkin şekilde yönetilmesidir (BİST, 2014: 5).

Bansal (2005)'a göre, kurumsal sürdürülebilirliğin sağlanması için üç önemli ilke bulunmaktadır:

- i. Kurumsal çevre yönetimi yoluyla çevre bütünlüğü: İşletmenin gerek üretim aşamasındaki atık ve emisyonları gerekse bina aydınlatması ile çevresine verdiği zararın kurumsal çevre yönetimi uygulamaları ile en aza indirileceğini ifade etmektedir.
- ii. Kurumsal sosyal sorumlulukla sosyal eşitlik: Şeffaf paydaş yönetimi sayesinde paydaşlarla güçlü ilişkiler kurarak, işletmeyle ilgili tüm paydaşlara kaynakların eşit olarak dağıtılması gerektiğini savunmaktadır.
- iii. Değer yaratma yoluyla ekonomik refah: Gerek mevcut ürünlerle gerekse tüketici istekleri doğrultusunda yeni ürünlerin geliştirilmesini ve girdi maliyetlerinin düşürülerek üretimde etkinlik ve değer artışının artırılmasını öne sürmektedir.

Van Marrewijk (2003) kurumsal sürdürülebilirliği, işletme faaliyetlerine ve paydaşlarla etkileşime, sosyal ve çevresel konuların dâhil edildiği bir süreç olarak tanımlayarak, kurumsal sürdürülebilirliği beş başlıkta incelemiş ve işletmelerin bu başlıkları kendilerine motivasyon olarak seçebileceklerini belirtmiştir:

- i. Uyum odaklı kurumsal sürdürülebilirlik: İşletme yasal düzenlemeler ve sınırlar dâhilinde sosyal sorumluluk ve yönetim sorunlarıyla ilgilenebilir. Bu noktada işletmeler kurumsal sürdürülebilirliği yükümlülük olarak görmektedirler.
- ii. Kâr amacı güden kurumsal sürdürülebilirlik: İşletmeler kâr sağlama arzusunu sosyal, etik ve çevresel yönetim süreçlerine entegre etmektedirler. Bu doğrultuda işletmeler kurumsal sürdürülebilirliği kârlılık olarak algılamaktadırlar.
- iii. Sürekli bakım odaklı kurumsal sürdürülebilirlik: Kurumsal sürdürülebilirlik kendi içinde önemli olan ekonomik, sosyal ve çevresel kaygılarının dengelenmesinden oluşur. Bu doğrultuda kurumsal sürdürülebilirlik yasal düzenlemelerin ve kârlılığın ötesinde bir anlam ifade etmektedir.
- iv. Sinerji odaklı kurumsal sürdürülebilirlik: İşletmeler ekonomik, sosyal ve çevresel konulara paydaşlarla birlikte sinerjik bir yaklaşımla işlevsel çözümler bulmakta ve bunu kurumsal sürdürülebilirliğin devamlılığı açısından kaçınılmaz bir yön olarak görmektedirler.
- v. Bütünsel kurumsal sürdürülebilirlik: Şimdi ve gelecekte her varlığın yaşam kalitesine ve sürekliliğine katkıda bulunmayı amaçlayan işletmeler, tüm varlıkları karşılıklı birbirine bağlı görmektedir. Bu nedenle işletmeler her kurumun ya da kişinin, diğer tüm varlıklar için evrensel bir sorumluluğa sahip olduğunu düşünmektedirler. (Van Marrewijk, 2003: 102).

Ekonomik sürdürülebilirlik, çevresel yararlar ve ekonomik maliyetlerin dengelenmesi ile sağlanır, bunun için işletmeler, faaliyetlerine devam ederken doğal dengeyi korumalı ve doğal kaynak kullanımına dikkat etmelidirler (Akgül, 2010: 156). Ekonomik sürdürülebilirlik, likiditeyi sağlamak için firmanın her an nakit akışını garanti ederken, hissedarlarına devamlı olarak ortalamasının üzerinde getiriye sağlamaktadır (Dyllick ve Hockerts, 2002: 133). Ekonomik sürdürülebilirliğin bir yolu da işletmenin sağlam bir finansal yapıya sahip olmasıdır (Gücenme Gençoğlu ve Aytaç, 2016: 52). Ekonomik sürdürülebilirliğin sağlanmasında ve devamlılığında, finansal sermayesinin yanında beşeri sermayesinin (işletme çalışanları) de çok büyük etkisi vardır (Kuşat, 2012: 235). Yolsuzlukla mücadele, haksız rekabet uygulamalarından kaçınma ve şirketler için vergi şeffaflığı, GRI'nın ekonomik standartları arasında yer almaktadır (GRI, 2019b). Çevresel sürdürülebilirlik, işletmenin faaliyetlerine devam ederken çevreye zarar vermemesi ve zararları minimize ederek çevreyi gelecek nesiller için korumasıyla sağlanabilir (Gücenme Gençoğlu ve Aytaç, 2016: 52). Toprağı, suyu ve havayı kirletmemek, biyoçeşitliliği

korumak, iklim değişikliği riski yönetim politikasını oluşturmak, yeşil tedarik zinciri yönetimi uygulamaları gibi sorumluluk ve faaliyetlerin yerine getirilmesi, çevresel sürdürülebilirlik çerçevesinde paydaşlar tarafından beklenmektedir. Sosyal sürdürülebilirlik, işçilerin çalışma saatleri, ücret, izinler gibi özlük haklarının yerine getirilmesi, işçi sağlığı ve işyeri güvenliği kurallarına uyulması, zorla çalıştırmanın mevcut bulunmaması, insan haklarına saygı duyulması, eşit istihdamın sağlanması, çalışanlar için eğitim faaliyetlerinde bulunulması gibi iç ve dış paydaşların beklentileri etrafında örgülenmiştir. İşletmenin karar verdiği faaliyetlerin nedenini paydaşlarına aktarabilmesi işletmeyi sosyal açıdan sürdürülebilir kılar ve işletme bir tesisinin kapandığını veya yapılan işten çıkarmaları paydaşlarına mantıklı şekilde açıklayıp etkili bir şekilde iletebilirse, sosyal açıdan sürdürülebilir kabul edilir ve sosyal sermayesini artırır (Dyllick ve Hockerts, 2002: 134).

4. LİTERATÜR ARAŞTIRMASI

Şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin kurumsal finansal performans üzerindeki etkisi kurumsal sürdürülebilirlik literatüründe yaygın bir şekilde tartışılmıştır (Gok, Ozdemir ve Unlu, 2019). Kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerine önem veren şirketler, çevresel ve sosyal konulara hassas yatırımcılar tarafından önemli bir tercih sebebi olabilecek ve böylece değer yaratıp paydaşlarına daha fazla getiri sağlayabileceklerdir (Çıtak ve Ersoy, 2016: 46). Şirketlerin sürdürülebilirlik endeksine (veya kurumsal yönetim endeksine) dâhil olmalarına yatırımcıların verdiği tepki birçok çalışmanın inceleme konusu olmuştur. Bu bölümde öncelikle sürdürülebilirlik endekslerine dahil olmanın getiri üzerindeki etkisine dair ulusal ve uluslararası araştırmalardan bazılarını yer verilmiş, sonrasında kurumsal yönetim endeksine dahil olmanın getiri üzerindeki etkisini irdeleyen bazı çalışmalar sunulmuştur.

4.1. Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksine Dâhil Edilme/Kurumsal Sürdürülebilirlik Faaliyetlerinde Bulunmanın Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkilerini İnceleyen Uluslararası Çalışmalar

Consolandi, Jaiswal-Dale, Poggiani ve Vercelli (2009) tarafından yapılan çalışmada, Dow Jones Sürdürülebilirlik Stoxx Endeksi'nden (DJSSI) çıkarılan ve dâhil edilen firmaların getirileri karşılaştırılmıştır. Örneklem 2002-2006 yılları arasında endekste yer alan 113 firma ve endeksten çıkarılan 95 firmayı kapsamaktadır. Buna göre, DJSSI'ye dâhil olan firmaların pozitif CAAR değerinin duyuru öncesi dönemde başlayarak dahil olma gününe kadar sürdüğü, dahil olma gününden sonra ise azalma eğilimine girdiği belirlenmiştir. Endeksten silinen şirketlerin CAAR değerlerinin ise duyuru tarihinden sonra azalmaya başladığı ve silinme günü öncesi negatif hale geldiği ve azalmanın silinme gününden sonra da devam ettiğini ortaya çıkarmışlardır. Silinme olayına verilen tepkinin dahil edilme olayına verilen tepkiden daha yüksek olduğu saptanmıştır.

Rossi (2009) tarafından, Brezilya'daki şirketlerin kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin firma değeri üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışma 2005-2007 yıllarını kapsamakta olup panel veri analizi ve havuzlanmış en küçük kareler yöntemi kullanılmıştır. Sosyal sorumlu şirketler olarak, Bovespa Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksi'ndeki finansal olmayan şirketler baz alınmıştır. Buna göre, kurumsal sosyal sorumluluk faaliyetlerinin şirketlere değer kattığı ve bu faaliyetlerin faydasının maliyetinden daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Cheung (2011) yaptığı çalışmada Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi'ne 2002-2008 yılları arasında dâhil olma ve çıkarılmanın şirketlerin risk, likidite ve getiri üzerindeki etkisini incelemiştir. Analizde olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Çalışmada endekse dâhil edilme duyurularının risk ve getiri üzerinde anlamlı bir etkide bulunduğu ilişkin güçlü kanıtların olmadığını, ancak endekse dâhil olma gününde geçici bir getiri artışının ve çıkarılma gününde geçici bir getiri azalışının mevcut olduğunu belirlemiştir. Likiditenin ise ilan gününden sonra kötüleştiği ancak endeksteeki değişim gününe kadar toparlandığı gözlenmiştir.

Nuzula ve Kato (2011) 2005-2010 yılları arasında Japonya'daki firmaların yayınladığı 96 adet kurumsal sosyal sorumluluk raporuna yatırımcıların tepkisini olay çalışması analizi yöntemiyle araştırmışlardır. Raporların yayınlanmasına yatırımcıların olumlu yaklaştığını ve yayınlanma etkinliklerinin 19 günlük olay penceresinde anlamlı pozitif ortalama anormal getirileri netice verdiğini belirlemişlerdir.

Ang (2015) tarafından Kore piyasasına ilişkin yapılan çalışmada, Kore'deki Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi bağlamında sosyal açıdan sorumlu yatırım performansı ile KOSPI Endeksinin performansı karşılaştırılmıştır. Ocak 2006 – Nisan 2014 dönemi sonucuna göre, sürdürülebilirlik endeksi getirilerinin KOSPI endeksi getirilerine nispeten daha yüksek olduğu saptanmıştır. Ayrıca, 2008 küresel finansal krizinin sürdürülebilir yatırım getirisi

üzerinde önemli bir etkisinin olmadığı anlaşılmıştır. Kore'deki sosyal sorumlu yatırımların, uluslararası portföy çeşitlendirmesi amacıyla değerlendirilebilecek bir yatırım fırsatı sunduğu belirtilmiştir.

Lo ve Kwan (2017) Hong Kong'daki kurumsal sürdürülebilirliğin öncüsü şirketlerden 17'sinin çevresel, sosyal, kurumsal yönetim ve sürdürülebilirlik girişimleri çerçevesinde 48 adet etkinliğinin olay çalışması analizi ile yatırımcı nezdinde nasıl bir tepki gördüğünü araştırmışlardır. CAAR değerinin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı olduğunu tespit etmişlerdir. Bu doğrultuda, yatırımcıların bu etkinliklere bir arada pozitif bir tepki verdiğini saptamışlardır.

4.2. Kurumsal Sürdürülebilirlik Endeksine Dâhil Edilmenin Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkilerini İnceleyen Ulusal Çalışmalar

Erdur ve Kara (2016) tarafından yapılan çalışmada, XUSRD'de yer alan firmaların hisse senedi getirilerinin nasıl etkilendiği incelenmiştir. Çalışmada 2014 ve 2015 yıllarında XUSRD'de yer alan 29 firma, olay çalışması yönetimi ile analiz edilmiştir. Firmaların endekse dâhil edilmeden önceki 10 günü ve endekse dâhil edildikten sonraki 10 günü baz alınmıştır. Analiz sonuçlarına göre, endekse dâhil olmanın anormal getirilere yol açabileceği ortaya çıkmıştır. Ortalama anormal getiriler, olay günü için, 2014'te %0,04, 2015'te %0,32 olmuştur. Dolayısıyla, yatırımcıların yatırım kararları için firmaların sadece finansal performansına değil kurumsal sürdürülebilirlik raporlarına da önem verdikleri belirtilmiştir.

Çıtak ve Ersoy (2016) BİST 30 endeksinde yer alan firmalardan, XUSRD'de işlem gören 15 firma ve görmeyen 15 firmanın hisse senedi getiri ortalamaları ve piyasa değeri/defter değeri (PD/DD) oranları arasında farklılık bulunup bulunmadığını incelemiştir. Getiri oranı ortalamaları arasında anlamlı bir farklılığın bulunmadığını, ancak PD/DD oranlarının sürdürülebilir şirketler lehine daha yüksek olduğunu belirlemişlerdir. Ayrıca, endekse dahil edilme duyurularına verilen tepkinin belirlenmesi amacıyla yapılan olay çalışması analizi sonucunda, CAAR değerinin sadece (0, +3) olay penceresi aralığında pozitif ve anlamlı olduğunu, diğer aralıklarda ise anlamlı olmadığını, dolayısıyla endekse dahil edilme duyurularına yatırımcıların kısa süreli de olsa reaksiyon gösterdiklerini ortaya çıkarmışlardır.

Gök ve Özdemir (2017) XUSRD'ye dahil olan şirketler bağlamında oluşturulabilecek hipotetik bir portföy ile BIST 100 şirketlerinden oluşturulacak bir portföy arasında risk ve getiri perspektifinde finansal çıktı itibariyle anlamlı bir farklılık olmadığını belirlemişlerdir. Ayrıca, endekslerin her ikisinin de getiri volatilitelerinde kalıcılığın yüksek olduğunu saptamışlardır.

Temiz ve Acar (2018) tarafından yapılan çalışmada, 2014-2017 yılları arasında XUSRD'ye dâhil olan 44 şirketin verileri ve olay çalışması analizi kullanılarak, XUSRD'ye dâhil edilmenin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi incelenmiştir. Ortalama aşırı getiri göz önüne alındığında, olay günü istatistiksel olarak anlamlı binde dördlük negatif anormal getirinin oluştuğu belirlense de endekste işlem görmeye başlama olayının getiri üzerindeki etkisinin sınırlı olduğu sonucuna varmışlardır.

Gündüz (2018) XUSRD'ye dahil olmanın piyasa değeri üzerine etkisini ele aldığı çalışmada, PD/DD ve Tobin's Q oranları üzerinde sırasıyla finansal kaldıraç ve aktif devir hızının pozitif ve anlamlı bir etkisinin olduğunu, ancak şirketlerin sürdürülebilirlik endeksine dahil edildikleri yıl değişkeninin hisse senedinin değerini etkilemediğini tespit etmiştir.

Parlakkaya, Kahraman ve Cihan (2019) 2014, 2015 ve 2016 yıllarında XUSRD'ye 43 şirketin dahil edilmesinin getiriler üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemi ile analiz etmişlerdir. Olaydan 5 gün öncesi ve sonrası için, sadece 2014 yılında T+3 gününde istatistiksel olarak anlamlı bir anormal getirinin oluştuğunu, bunun haricinde başkaca bir anlamlı anormal getirinin bulunmadığını raporlamışlardır. Olay öncesi ve sonrası CAAR değerlerinin de sıfırdan anlamlı bir şekilde farklılaşmadığını belirlemişlerdir.

Çimen (2019) XUSRD'ye 2014 yılından 2018 yılına kadar dahil edilen 54 şirketin endekse dahil edilme günü ve endekse dahil edilmenin duyuru günü olaylarının getiri üzerindeki etkisini incelediği çalışmada, 2014 yılında endekse dahil edilen 15 şirketten 8'inin, 2015 yılında ise endekse dahil edilen 14 şirketten 9'unun endekse dahil edilme günü sonrası (t+1) negatif anormal getirilere sahip olduğunu belirlemiştir. 2016 yılında endekse dahil edilen 14 şirketten çoğunun ve 2017 yılında endekse dahil edilen 5 şirketten hepsinin endekse dahil edilmenin duyuru tarihinde negatif anormal getiriye sahip olduğunu, 2018 yılında ise endekse dahil edilen 6 şirketten 2'sinin duyuru tarihinde pozitif anormal getirisinin oluştuğunu raporlamıştır. Bu anormal getirilere ilişkin bulguların etkin piyasa hipotezi ile çeliştiğini vurgulamıştır.

4.3. Kurumsal Yönetim Endeksine Dâhil Edilmenin Hisse Senedi Getirileri Üzerine Etkilerini İnceleyen Ulusal ve Uluslararası Çalışmalar

Türkiye’de Kurumsal Yönetim Endeksi’nin (XKURY) hesaplanmasına 2007 yılında başlanmıştır. Sürdürülebilirliğin bir boyutunu oluşturması ve XUSRD’den daha önce de var olması sebebiyle, XKURY’ye dahil edilmenin hisse senedi getirilerine etkisini inceleyen araştırmalara da yer verilmiştir.

Morey, Gottesman, Baker ve Godridge (2009) tarafından yapılan çalışmada, gelişmekte olan 21 ülkeden 5 yıllık dönemde aylık güncellenen firma düzeyinde kurumsal derecelendirme notları ile piyasa değeri arasındaki ilişki incelenmiştir. Kurumsal derecelendirme notundaki olumlu gelişmelerin firma değerinde anlamlı artışlara yol açtığını tespit etmişlerdir.

Sakarya (2011) tarafından yapılan çalışmada İMKB’de işlem gören ve 2009 yılında XKURY’nin kapsamına alınan 11 şirketin derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Analizler için olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. Olay tarihinden önceki kümülatif ortalama anormal getirilerin negatif yönlü olduğu, olay tarihinden sonra ise pozitif olduğu belirlenmiştir. Olay etrafında anormal getirilerin elde ediliyor olmasının, piyasanın yarı-güçlü formda etkin olmadığına işaret ettiğini belirtmiştir.

Kula ve Baykut (2014) XKURY’de yer alan 47 şirketin kurumsal derecelendirme notları ile piyasa değeri arasındaki ilişki yatay-kesit regresyon yöntemi ile araştırmışlardır. Analizde 2013 yılı üçüncü çeyrek verileri kullanılmıştır. XKURY’de yer alan şirketlerin derecelendirme notlarının, piyasa değeri üzerine pozitif anlamlı yönde bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Yavuz, Yıldırım ve Elmas (2015) XKURY’ye girişin şirket getirilerine etkisini incelemişlerdir. Analize, 2012 ve 2013 yıllarında XKURY’ye alınan 11 şirket dahil edilmiş ve olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. XKURY bünyesine giren 11 şirketin olay günü ortalama anormal getirileri %1,04 olarak bulunmuştur. Bununla beraber, ortalama anormal getirilerin olaydan 10 gün öncesi ve sonrası dönemde, bazı günler pozitif bazı günler ise negatif bir seyir izlediği belirlenmiştir.

Ece (2018) kurumsal sürdürülebilirlik ile firmanın ticari, piyasa ve finansal performansı arasındaki ilişkiyi tahlil etmiştir. Çalışmada 2010-2017 yılları arasında XKURY’de yer alan firmalar örneklem grubunu oluşturmakta olup, metod olarak Dirençli Genelleştirilmiş EKK yöntemi uygulanmıştır. Kurumsal sürdürülebilirlik faaliyetlerinin, piyasa ve ticari performansı olumlu etkilediği raporlanmıştır.

5. ARAŞTIRMA DİZAYNI

5.1. Veri Seti ve Metodoloji

XUSRD’nin Kasım’dan Ekim’e bir yıl içinde bir endeks dönemi mevcuttur, dolayısıyla 2014 yılı Kasım ayından itibaren hesaplanan endeks, 2019 Ekim’e kadar 5 endeks dönemini tamamlamıştır. Çalışma, XUSRD’de Kasım 2014 – Ekim 2019 arasında yer alan bankaları kapsamaktadır. Tablo 1’de bankaların endekse dahil edilme tarihleri ile bu olayların ilan tarihleri yer almaktadır. Endekse dahil olan bir banka endeksteki yerini ilerleyen dönemlerde de korumuştur.

Tablo 1. Kasım 2014- Ekim 2019 Döneminde Endekste Yer Alan Bankalar

| Banka Adı | Sembolü | Endekse Dâhil Edilme Tarihi | İlan Tarihi |
|--------------------------------|---------|-----------------------------|-------------|
| Akbank | AKBNK | 04.11.2014 | 04.11.2014 |
| Garanti Bankası | GARAN | 04.11.2014 | 04.11.2014 |
| Vakıflar Bankası | VAKBN | 04.11.2014 | 04.11.2014 |
| Yapı ve Kredi Bankası | YKBNK | 04.11.2014 | 04.11.2014 |
| İş Bankası | ISCTR | 02.11.2015 | 23.10.2015 |
| Türkiye Sınai Kalkınma Bankası | TSKB | 02.11.2015 | 23.10.2015 |
| T. Halk Bankası | HALKB | 01.11.2016 | 24.10.2016 |
| Şekerbank | SKBNK | 01.11.2018 | 26.10.2018 |

Kaynak: (BİST, 2019b).

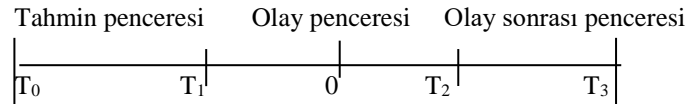
Çalışmada, finansal piyasa verilerini kullanarak belirli bir tarihte gerçekleşen belirli bir olayın firmalar üzerindeki etkisini ölçmek için kullanılan olay çalışması yönteminden faydalanılmıştır. Olay çalışması belirli bir olayın firma değeri üzerindeki etkisinin finansal piyasa verileri kullanılarak incelenmesi olup, yeni bilgilerin (olayların) şirketlerin kârları üzerindeki etkisini değerlendirmek için sermaye piyasalarının yeterince etkin olduğunu varsaymaktadır (Dasgupta ve Mamingi, 1998: 12). Piyasa etkinliği konusunda en açık kanıtları günlük getirilerle yapılan olay çalışmaları sağlamaktadır (Başoğlu, Ceylan ve Parasız, 2009: 175-181). Piyasa etkinliğinin olduğu durumda, olayın tarihi önceden bilinecek ve olay tarihine yaklaşıldıkça piyasa fiyatları öğrenilen bilgi doğrultusunda değişmeye başlayacak, dolayısıyla olayın gerçekleştiği pencerede anormal getiri elde edilemeyecek iken, piyasa etkinliğinin olmadığı durumda ise, olay gerçekleşmeden önce bilginin fiyatlara yansımamasından dolayı olay penceresinde anormal getiri elde etmek mümkün olacaktır (Mazgit, 2013: 231).

Olay çalışmasında birbirini takip eden üç aşamadan söz etmek mümkündür: (1) olayın ve ilgili olay süresinin (olay penceresi) tanımlanması, (2) hisse senedi fiyatlarındaki normal ve anormal değişimleri belirlenmesi, (3) istatistiksel anlamlılık testleri ve sonuçların değerlendirilmesidir (Tuominen, 2005: 49-56).

Mackinlay (1997: 14)'e göre, bir olay çalışmasının belirli bir şirketin belirli bir olayına dayandırılarak yapılması yanıltıcı sonuçlar çıkartabildiği gibi bir şirketin haberleriyle, o şirketin değerinin artıp artmadığını anlamak için de yeterli değildir, bundan ötürü olay çalışması benzer olayları kapsayan ve çok sayıda şirket ile yapılan analizlere uygun bir yöntemdir. Olay çalışmasını yürütenin ilk adımı ilgili olayı ve varlık fiyatlarının inceleneceği süreyi yani olay penceresini (T_1 - T_2) belirlemektir, örneğin günlük veriler içeren kazanç duyurusu inceleniyorsa; olay, kazanç duyurusudur, olay penceresi ise duyuru günü olabilir (Campbell, Lo ve MacKinlay, 1997: 151).

Olayın gerçekleşme tarihi tam olarak biliniyorsa, günlük verilere bakılarak, olayın hisse senetleri fiyatlarına etkisinin ne olacağı ölçülebilir (Başoğlu vd., 2009: 181). Olay tarihinin tam bilinmesinin yanı sıra olay penceresinin uzunluğu da önemlidir, nitekim, olay penceresinin uzunluğunun artması test istatistiğinin gücünü azaltıp yanlış çıkarımlara yol açabildiğinden ve şirket ile ilgili başka kararlar, haberler ve etkiler kontrol altına alınmadığı için olay penceresi kısa tutulmalıdır, başka bir ifadeyle, olay penceresi istenilen olayın etkilerini yakalayacak kadar uzun, kafa karıştırıcı etkileri dışlayacak kadar da kısa olmalıdır (McWilliams ve Siegel, 1997: 636).

Olay çalışmasının diğer önemli bir unsuru da tahmin penceresini belirlenmesi olup, bunun için olay penceresinden önceki veya sonraki günler kullanılmaktadır (Campbell vd., 1997: 152).



Şekil 1. Olay Çalışmasında Zaman Çizelgesi

Kaynak: (MacKinlay, 1997: 20).

Şekil 1.'de olay çalışması zaman çizelgesi gösterilmiştir. Buna göre; '0' olay tarihi, T_1 ve T_2 arası olay penceresi, T_0 ve T_1 arası tahmin penceresi ve T_2 ve T_3 arası olay sonrası penceresidir.

Günlük verilerle analiz edilen olay çalışmalarının, tipik olay penceresi uzunlukları 21-121 gün arasında; tahmin pencereleri uzunluğu ise 100-300 gün arasında değişmektedir (Peterson, 1989:38). Bu çalışmada olay penceresinin uzunluğu duyuru tarihinin 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası (-10,+10) olmak üzere 21 gün olarak belirlenmiştir. Tahmin penceresinin uzunluğu ise 250 gün olarak (-261,-11) belirlenmiştir.

Olay çalışmasının kilit noktasını oluşturan anormal getirilerin hesaplanmasında getiri dağılımlarının normal dağılıma yaklaşması amacıyla logaritmik olarak, i hisse senedinin t günündeki getirisi (R_{it}) aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır (Bozkurt, Öksüz ve Karakuş, 2015: 125):

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (1)$$

$P_{i,t}$: i hisse senedinin t günü kapanış fiyatı

$P_{i,t-1}$: i hisse senedinin $t-1$ günü kapanış fiyatı

Piyasa getirisi ise (R_{mt}) aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$R_{mt} = \ln\left(\frac{P_{Ind,t}}{P_{Ind,t-1}}\right) \quad (2)$$

R_{mt} : Piyasa getirisi

$P_{Ind,t}$: BİST 100 endeksinin t günü kapanış fiyatı

$P_{Ind,t-1}$: BİST 100 endeksinin $t-1$ günü kapanış fiyatı

Piyasa modeli, pazarın getirisi ile hisse senedi kazancı arasında istikrarlı ve doğrusal bir ilişki olduğunu varsaymaktadır (Campbell vd., 1997: 151). Kaderli (2007: 148) ve Sakarya (2011: 154) ile aynı doğrultuda olmak üzere bu çalışmada da piyasa getiri oranının hesaplanmasında BİST 100 endeksi günlük kapanış değerleri kullanılmıştır.

Belirlenen olay penceresinde anormal getirilerin hesaplanabilmesi için günlük gerçekleşen getiriler hesaplanmalıdır (Gönüllü, 2017: 1435). Gerçekleşen getiriler piyasa modeli ile şu şekilde tahmin edilmektedir (Bowman, 1983: 568).

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (3)$$

R_{it} : i payının t zamanındaki (tahmin penceresindeki) getiri oranı

α_i ve β_i : model parametreleri

R_{mt} : piyasa portföyünün t zamandaki (tahmin penceresinde) getirisi

e_{it} : Hata terimi

Piyasa modeli, seçilmiş hisse senedi getirilerini piyasa portföyü ile ilişkilendirip beklenen getiri oranını hesaplayan bir yöntemdir (Mackinlay, 1997: 15-19). Beklenen getiriler modellenmeden, anormal getiriler ölçülemez (Kothari ve Warner, 2007: 9). Piyasa modeli yöntemi ile beklenen getiriyi hesaplamak için endeks ve pay senedi getirileri kullanılarak basit regresyon analizi ile her firmanın α ve β katsayıları bulunmuştur (Gönüllü, 2017: 1435). T günü için i hisse senedinin beklenen getirileri aşağıda verildiği üzere hesaplanmaktadır:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \quad (4)$$

$E(R_{it})$: i pay senedinin t zamanında (olay penceresinde) beklenen getirisi

α_i ve β_i : Piyasa modeli parametreleri (en küçük kareler yöntemiyle elde edilmiş tahmin parametreleri)

R_{mt} : Pazar endeksinin t zamanındaki (olay penceresinde) getirisi

Olay çalışmasının temelinde, olayın etkisinin değerlendirilebilmesi için anormal getirilerin ölçülmesi yatmaktadır (Mackinlay, 1997: 15-19). Fazla getiriler olarak da adlandırılan anormal getiriler, firma ile ilgili haberlerin piyasada yayılmaması halinde elde edilecek olan normal getirilerden yüksek veya düşük olan getirilerdir (Bekçioğlu, Öztürk ve Kaderli, 2004: 2). Anormal getiriler, olay çalışmasının çıkış noktasını oluşturmakta olup, olay kaynaklı yaşanan değişimin olağandışı getiriler olarak meydana gelmesi beklenmektedir (Mutan ve Topcu, 2009: 1). Olay çalışması yönteminin aşamalarından olan anormal getiri aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır (McWilliams ve Siegel, 1997: 628; Bowman, 1983: 569).

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (5)$$

AR_{it} : t günü aşırı getiri oranı

R_{it} : t günü fiili getiri oranı

Aşırı getirinin hesaplanmasından sonra, ortalama aşırı getiri (AAR) ve kümülatif ortalama aşırı getiri (CAAR) hesaplanmıştır. Tüm şirketlerin t günündeki aşırı getirilerinin ortalaması (AAR) aşağıdaki formülle hesaplanmıştır.

$$AAR_t = 1/N \sum_{i=1}^N AR_t \quad (6)$$

Sonrasında, ortalama anormal getiriler toplanarak CAAR hesaplanmıştır.

$$CAAR = \sum_{t=1}^T AAR_t \quad (7)$$

Kümülatif aşırı getiriler, firmaların yaptıkları duyuruların toplam etkisini göstermek için kullanılır (Nagm ve Kautz, 2008: 70).

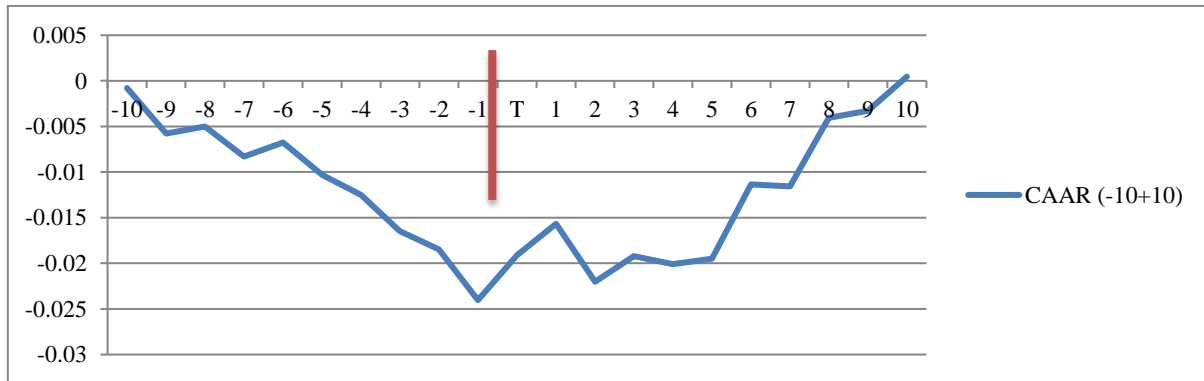
5.2. Araştırma Bulguları

Bankaların XUSR'D'e dâhil edilme duyurularına dair olayların bankaların getirilerinde bir değişime neden olup olmadığını araştırmak için (-10,+10) olay penceresinde hesaplanan AAR ve CAAR serileri Tablo 2.'de yer almaktadır.

Tablo 2. XUSR'D'e Dâhil Edilen Bankaların Ortalama Aşırı Getirileri (AAR) ve Kümülatif Ortalama Aşırı Getirileri (CAAR)

| Olay Penceresi | AAR | CAAR |
|----------------|-----------|-----------|
| T-10 | -0,000803 | -0,000803 |
| T-9 | -0,004971 | -0,005775 |
| T-8 | 0,000768 | -0,005006 |
| T-7 | -0,003291 | -0,008298 |
| T-6 | 0,001553 | -0,006744 |
| T-5 | -0,003559 | -0,010303 |
| T-4 | -0,002199 | -0,012503 |
| T-3 | -0,003972 | -0,016475 |
| T-2 | -0,002006 | -0,018482 |
| T-1 | -0,005551 | -0,024033 |
| T | 0,004919 | -0,019114 |
| T+1 | 0,003434 | -0,015679 |
| T+2 | -0,006342 | -0,022021 |
| T+3 | 0,002803 | -0,019218 |
| T+4 | -0,000856 | -0,020074 |
| T+5 | 0,000580 | -0,019493 |
| T+6 | 0,008158 | -0,011334 |
| T+7 | -0,000220 | -0,011555 |
| T+8 | 0,007519 | -0,004036 |
| T+9 | 0,000763 | -0,003272 |
| T+10 | 0,003740 | 0,000467 |

Tablo 2.'de yer alan CAAR değerlerine ilişkin grafik Şekil 2.'de gösterilmiştir. Buna göre, bankaların kümülatif ortalama aşırı getirilerinin olay gününden önce negatif yönde seyrettiği ve olay gününe kadar azalış sergilediği, olay gününden (T) itibaren ise artmaya başladığı gözlemlenmektedir. Olay sonrası CAAR değerlerindeki artış olaydan 10 gün sonrasına kadar devam etmekte ve T+10 günü ilk kez '0' değerini aşmaktadır. Dolayısıyla duyuru günü öncesinde ortaya çıkan azalış trendi, duyurularla birlikte yerini artış trendine bırakmaktadır.



Çalışmanın devamında, bankaların XUSD’ye dâhil edilmelerinin yatırımcı nezdinde pozitif veya negatif bir değer yaratıp yaratmadığının istatistiksel olarak anlamlılığının tespit edilmesi amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, olay öncesi dönem ile olay sonrası dönem için oluşturulan CAAR değerleri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını belirlemek için bağımlı örneklem t-testi kullanılmıştır. Olay penceresinden elde edilen çeşitli CAAR serilerinin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olup olmadığını belirlemek için ise tek örneklem t-testi kullanılmıştır.

5.2.1. Olay Penceresindeki İki Ana Kitlenin Ortalamasının Farkına İlişkin Analiz Sonuçları

Duyuru öncesi ve duyuru sonrası CAAR serileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını belirlemek amacıyla uygulanan parametrik bağımlı t-testi sonuçlarının geçerli olması için CAAR serilerinin normal dağılım göstermesi gerekmektedir.

H_0 = Olay penceresi içerisinde, duyuru gününden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası kümülatif ortalama aşırı getiriler normal dağılım göstermektedir.

H_a = Olay penceresi içerisinde, duyuru gününden 5 gün öncesi ve 5 gün sonrası kümülatif ortalama aşırı getiriler normal dağılım göstermemektedir.

H_0 = Olay penceresi içerisinde, duyuru gününden 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası kümülatif ortalama aşırı getiriler normal dağılım göstermektedir.

H_a = Olay penceresi içerisinde, duyuru gününden 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası kümülatif ortalama aşırı getiriler normal dağılım göstermemektedir.

Tablo 3. Duyuru Öncesi ve Sonrası CAAR Serileri İçin Normallik Testi Sonuçları

| Seriler | Shapiro-Wilk | | |
|-----------------------|--------------|---------------------|------------|
| | İstatistik | Serbestlik derecesi | Anlamlılık |
| Duyuru öncesi 10 gün | 0,9605 | 10 | 0,7917 |
| Duyuru sonrası 10 gün | 0,9034 | 10 | 0,2392 |
| Duyuru öncesi 5 gün | 0,9728 | 5 | 0,8929 |
| Duyuru sonrası 5 gün | 0,9241 | 5 | 0,5567 |

Gözlem sayısı 29’dan fazla olduğunda Kolmogorov-Smirnov testi, 29’dan az olduğunda ise Shapiro-Wilk testi sonuçları kullanılmaktadır (Karaatlı, 2014: 10). Çalışmada, normallik varsayımı için kullanılan gözlem sayısı 29’dan az olduğu için Shapiro-Wilk testinin değerleri dikkate alınmıştır. Tablo 3. incelendiğinde, duyuru öncesi ve duyuru sonrası tüm CAAR serileri için H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Bu durumda CAAR serileri, bağımlı örneklem t-testi ile analiz edilmeye uygundur. İki veri setinin farkını karşılaştırmak için şu hipotezler sınanmıştır:

H_0 : Bankaların duyuru öncesi 10 gündeki $[(-1, 0), \dots, (-10, 0)]$ kümülatif ortalama anormal getirileri ile duyuru sonrası 10 gündeki $[(0, +1), \dots, (0, +10)]$ kümülatif ortalama anormal getirileri arasında fark yoktur.

H_a : Bankaların duyuru öncesi 10 gündeki kümülatif ortalama anormal getirileri ile duyuru sonrası 10 gündeki kümülatif ortalama anormal getirileri birbirinden farklıdır.

H_0 : Bankaların duyuru öncesi 5 gündeki $[(-1, 0), \dots, (-5, 0)]$ kümülatif ortalama anormal getirileri ile duyuru sonrası 5 gündeki $[(0, +1), \dots, (0, +5)]$ kümülatif ortalama anormal getirileri arasında fark yoktur.

H_a : Bankaların duyuru öncesi 5 gündeki kümülatif ortalama anormal getirileri ile duyuru sonrası 5 gündeki kümülatif ortalama anormal getirileri birbirinden farklıdır.

Tablo 4. Olay Öncesi ve Olay Sonrası CAAR Serileri İçin Parametrik Bağımlı Örneklem t-Testi Sonuçları

| | Ortalama Fark | Standart Sapma | Standart Hata | Farkın %95 Güven Aralığı | | t | sd | Anlamlılık |
|---|------------------|-------------------|------------------|--------------------------|-----------|--------|----|------------|
| | | | | Alt Sınır | Üst Sınır | | | |
| Olay Sonrası 10 Gün ve Olay Öncesi 10 Gün | 0,0220 | 0,0133 | 0,0042 | 0,0125 | 0,0316 | 5,2321 | 9 | 0,0005 |
| Olay Sonrası 5 Gün ve Olay Öncesi 5 Gün | 0,0109 | 0,0045 | 0,0020 | 0,0053 | 0,0165 | 5,3871 | 4 | 0,0057 |

Tablo 4.'e göre olaydan 10 gün sonrası ve 10 gün öncesi CAAR serileri arasındaki fark 0,0220, standart sapması 0,0133 ve standart hatası 0,0042 olarak bulunmuştur. Test sonucuna göre %1 anlamlılık seviyesinde H_0 hipotezi reddedilmektedir. Yani bankaların endekse dahil edilme duyuruları sonrasındaki 10 günlük periyotta kümülatif ortalama anormal getirileri, duyuru öncesi 10 güne göre artmıştır ve bu fark istatistiksel olarak anlamlıdır.

Olaydan 5 gün sonrası ve 5 gün öncesi CAAR serileri arasındaki fark 0,0109, standart sapması 0,0045 ve standart hatası ise 0,0020 olarak bulunmuştur. Test sonucuna göre, %1 anlamlılık seviyesinde H_0 hipotezi reddedilmektedir. Dolayısıyla, bankaların duyuru sonrası 5 günlük ve duyuru öncesi 5 günlük dönemdeki kümülatif ortalama anormal getirileri arasındaki pozitifdir ve bu fark istatistiksel olarak anlamlıdır.

5.2.2. Olay Penceresinde Oluşturulan CAAR Serilerinin Analiz Sonuçları

Olay penceresinden oluşturulan olay öncesine ve sonrasına ait CAAR serilerinin sıfırdan farklı olup olmadığını belirlemek için tek örneklem t-testi uygulanmıştır. Fakat bu testin uygulanabilmesi için söz konusu verilerin normal dağılım göstermesi gerekmektedir. Tablo 5.'te olay penceresinden oluşturulan CAAR serileri için normallik testi sonuçları sunulmuştur.

H_0 : Olay penceresindeki CAAR serileri normal dağılım göstermektedir.

H_a : Olay penceresindeki CAAR serileri normal dağılım göstermemektedir.

Tablo 5. Olay Penceresinden Elde Edilen CAAR Serilerinin Normallik Testleri

| Seriler | Shapiro-Wilk | | |
|----------------|--------------|---------------------|------------|
| | İstatistik | Serbestlik derecesi | Anlamlılık |
| CAAR (-10,+10) | 0,9504 | 21 | 0,3467 |
| CAAR (0,1) | . | . | . |
| CAAR (0,2) | 0,9977 | 3 | 0,9084 |
| CAAR (0,3) | 0,9472 | 4 | 0,6988 |
| CAAR (0,4) | 0,9361 | 5 | 0,6386 |
| CAAR (0,5) | 0,9020 | 6 | 0,3860 |
| CAAR (0,6) | 0,8614 | 7 | 0,1560 |
| CAAR (0,7) | 0,8560 | 8 | 0,1096 |
| CAAR (0,8) | 0,8717 | 9 | 0,1282 |
| CAAR (0,9) | 0,8639 | 10 | 0,0850 |
| CAAR (0,10) | 0,8802 | 11 | 0,1047 |
| CAAR (-10,0) | 0,9644 | 11 | 0,8252 |
| CAAR (-9, 0) | 0,9289 | 10 | 0,4375 |
| CAAR (-8, 0) | 0,9556 | 9 | 0,7521 |
| CAAR (-7, 0) | 0,9575 | 8 | 0,7866 |
| CAAR (-6, 0) | 0,9799 | 7 | 0,9595 |
| CAAR (-5, 0) | 0,9726 | 6 | 0,9095 |
| CAAR (-4, 0) | 0,9794 | 5 | 0,9316 |
| CAAR (-3, 0) | 0,9093 | 4 | 0,4791 |
| CAAR (-2, 0) | 0,8341 | 3 | 0,1989 |
| CAAR (-1, 0) | . | . | . |

Olay penceresindeki tüm CAAR serileri normal dağılım göstermekte ve bütün seriler için H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Dolayısıyla, serilerin tek örneklem t-testi ile analiz edilmesi uygundur. Uygulanacak t-testine ait hipotezler şu şekildedir:

H_0 : CAAR=0 (Bankaların XUSR'D'e dâhil edilmelerinin getiri üzerinde etkisi yoktur.)

H_a : CAAR \neq 0 (Bankaların XUSR'D'e dâhil edilmelerinin getiri üzerinde etkisi vardır.)

Tablo 6. Kümülatif Ortalama Aşırı Getiri Oranları ve Tek Örneklem t-Testi Sonuçları

| | Ortalama Fark | t | sd | p-değeri |
|-----------------|---------------|---------|----|----------|
| CAAR (-10, +10) | -0,0120 | | | |
| CAAR (-10, 0) | -0,0115 | -5,3684 | 10 | 0,0003 |
| CAAR (-9, 0) | -0,0118 | -5,7389 | 9 | 0,0002 |
| CAAR (-8, 0) | -0,0076 | -3,5684 | 8 | 0,0073 |
| CAAR (-7, 0) | -0,0094 | -4,4712 | 7 | 0,0028 |
| CAAR (-6, 0) | -0,0070 | -3,1799 | 6 | 0,0190 |
| CAAR (-5, 0) | -0,0100 | -5,0106 | 5 | 0,0040 |
| CAAR (-4, 0) | -0,0078 | -4,1689 | 4 | 0,0140 |
| CAAR (-3, 0) | -0,0070 | -4,3780 | 3 | 0,0220 |
| CAAR (-2, 0) | -0,0040 | -2,3181 | 2 | 0,1463 |
| CAAR (-1, 0) | -0,0030 | -1,2569 | 1 | 0,4278 |
| CAAR (0, +1) | 0,0066 | 3,8644 | 1 | 0,1612 |
| CAAR (0, +2) | 0,0050 | 2,7796 | 2 | 0,1087 |
| CAAR (0, +3) | 0,0050 | 3,8713 | 3 | 0,0304 |
| CAAR (0, +4) | 0,0048 | 4,6817 | 4 | 0,0094 |
| CAAR (0, +5) | 0,0047 | 5,6717 | 5 | 0,0023 |
| CAAR (0, +6) | 0,0059 | 4,4114 | 6 | 0,0045 |
| CAAR (0, +7) | 0,0067 | 4,7323 | 7 | 0,0021 |
| CAAR (0, +8) | 0,0081 | 4,2357 | 8 | 0,0028 |
| CAAR (0, +9) | 0,0094 | 4,4199 | 9 | 0,0016 |
| CAAR (0, +10) | 0,0108 | 4,5670 | 10 | 0,0010 |

Tablo 6.'ya göre, (-2, 0), (-1, 0), (0, +1), (0, +2) aralıkları için H_0 hipotezi kabul edilmektedir. Dolayısıyla, olay gününün 2 gün öncesinden 2 gün sonrasına kadar getiriler 0'dan anlamlı şekilde farklılaşmamaktadır. Bununla beraber, (0, +3)'den (0, +10)'a kadar olan tüm aralıklar için H_0 hipotezi reddedilmektedir. Dolayısıyla, olaydan sonraki 3. günden itibaren 10. güne kadar getirilerin anlamlı olarak arttığı, yani yatırımcıların bankaların XUSR'D'e dâhil edilmelerine ilişkin açıklamalara 3. günden itibaren belirgin bir tepkiyi verdikleri anlaşılmaktadır.

Temiz ve Acar (2018) ile Parlakkaya vd. (2019) tarafından yapılan çalışmalarda, sırasıyla 44 ve 43 şirketin XUSR'D'e dahil olmalarının getirileri üzerinde belirgin bir etki oluşturmadığı tespit edilmiştir. Dolayısıyla, bulgularımız bu yazarların bulguları ile çelişmektedir. Bulgularımız ile aynı doğrultuda olmak üzere, Erdur ve Kara (2016) ise 2014-2015 yılları arasında XUSR'D'e yer alan 29 firmanın endekse dâhil edilme duyuruları sonrasında aşırı getiri elde edilebileceğini tespit etmişlerdir. Çıtak ve Ersoy (2016)'un endekse dahil olma duyurularına karşı ilk üç günde kısa süreli tepki verildiğine ilişkin bulguları ise bulgularımızla kısmen örtüşmektedir. Sakarya (2011)'nın 11 şirketin XKURY'ye dâhil edilmesi olaylarına yatırımcıların pozitif reaksiyon gösterdiklerine ilişkin bulgusu ise bulgularımızla paralellik göstermektedir.

6. SONUÇ

Borsa İstanbul bünyesinde, şirketlerin kurumsal sürdürülebilirlik performanslarının belli eşik değerleri aşması halinde yer alabilecekleri 'Sürdürülebilirlik Endeksi' oluşturulmuştur. Endeks, yatırımcıların, kurumsal sürdürülebilirlik performansları üst seviyede olan şirketleri ayırt edebilmelerine imkan tanımaktadır. Endeks

bünyesindeki banka sayısı da zaman içerisinde giderek artmıştır. İlk endeks döneminde 4 banka (Akbank, Garanti Bankası, Vakıfbank, Yapı ve Kredi Bankası) endekste yer alırken, ikinci endeks döneminde 2 banka (İş Bankası ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası), üçüncü endeks döneminde 1 banka (Halkbank) ve beşinci endeks döneminde 1 banka (Şekerbank) endeks kapsamına alınmıştır. Bu çalışmanın amacı, XUSRD’de işlem gören bankaların XUSRD’ye dâhil edilmelerinin hisse senedi getirilerine olan etkisini olay çalışması yöntemi ile incelemektir.

Olay günü olarak, bankaların XUSRD’ye dâhil edilmelerine ilişkin KAP’ta yayınlanan duyurular baz alınmıştır. Tahmin penceresi 250 günü, olay penceresi ise duyuru tarihinden 10 gün öncesini ve 10 gün sonrasını kapsayacak şekilde oluşturulmuştur. XUSRD’de işlem gören bankaların olaydan önceki ortalama aşırı getirilerinin genel olarak negatif olduğu, olaydan sonraki günlerde ise genel olarak pozitif olduğu ve olay sonrası aşırı getirilerin bir artış trendine girdiği saptanmıştır. Kümülatif ortalama aşırı getiriler incelendiğinde ise, olaydan 10 gün öncesinden olay gününe kadar giderek artan negatif getiriler gözlenmekteyken, olaydan itibaren 10. güne kadar getirilerde belirgin bir toparlanma tespit edilmiştir. Bu toparlanma neticesinde olaydan 10 gün sonrasında, kümülatif ortalama aşırı getiri ilk defa pozitif değere ulaşmıştır.

Bankaların XUSRD’ye dâhil edilmelerine ilişkin duyuruların banka getirilerine etkisi iki farklı istatistikî yöntem ile analiz edilmiştir. İlk olarak parametrik bağımlı örneklem t-testi ile olaydan 10 gün öncesi ve 10 gün sonrası ile 5 gün öncesi ve 5 gün sonrasındaki kümülatif ortalama aşırı getiriler arasındaki farkın anlamlı olup olmadığı araştırılmıştır. Buna göre, olay sonrası ve öncesi CAAR serileri arasındaki ortalama fark pozitif ve olay sonrası CAAR değerleri olay öncesi CAAR değerlerinden anlamlı bir şekilde farklılaşmaktadır. İkinci analizde, olay penceresinde hem olay öncesi hem de sonrası için oluşturulan CAAR serilerinin sıfırdan farklı olup olmadığı tek örneklem t-testi ile incelenmiştir. Buna göre, bankaların XUSRD’ye dâhil edilmelerinin banka getirilerine pozitif anlamlı etkisinin olay sonrası üçüncü günden itibaren başladığı ve olaydan 10 gün sonrasına kadar devam ettiği tespit edilmiştir. Bu bulgular doğrultusunda, bankaların XUSRD’ye dâhil edilmelerinin yatırımcılarda pozitif reaksiyonlara yol açtığı sonucuna varılmaktadır.

İleriki çalışmaların, yatırımcıların sürdürülebilir şirketlere tepkisini ölçmek amacıyla endekse dâhil edilen yeni bankalarda birlikte veya farklı sektörlerde uygulanması yararlı olacaktır.

KAYNAKÇA

- Akgül, U. (2010). Sürdürülebilir kalkınma: Uygulamalı antropolojinin eylem alanı. *Ankara Üniversitesi Dil ve Tarih Coğrafya Fakültesi Antropoloji Dergisi*, (24), 133-164.
- Ang, W. R. (2015). Sustainable investment in Korea does not catch a cold when the United States sneezes. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(1-2), 16-26.
- Bansal, P. (2005). Evolving sustainably: A longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26(3), 197-218.
- Başoğlu, U., Ceylan, A. ve Parasız, İ. (2009). *Finans teori, kurum ve araçlar*. 2. Baskı, Bursa: Ekin Basım Yayın Dağıtım.
- Bekçioğlu, S., Öztürk, M. ve Kaderli, Y. (2004). Kurulan işbirliklerinin İMKB’ye kayıtlı İzocam, Çelebi ve Netaş firmalarının hisse senetleri üzerindeki etkisinin ölçülmesi: Bir olay etüdü denemesi. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (21), 43-48.
- Birindelli, G., Ferretti, P., Intonti, M. ve Iannuzzi, A.P. (2015). On the drivers of corporate social responsibility in banks: Evidence from an ethical rating model. *Journal of Management & Governance*, 19(2), 303-340.
- BİST (2014). *Şirketler için sürdürülebilirlik rehberi*. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/surdurulebilirlik-rehberi.pdf>, (15 Aralık 2018).
- BİST (2019a). *BİST sürdürülebilirlik endeksi*. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/surdurulebilirlik-endeksi>, (23 Nisan 2019).
- BİST (2019b). *Duyurular*. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/duyurular>, (11 Mart 2019).

- Bowman, R. G. (1983). Understanding and conducting event studies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 10(4), 561-584.
- Bozkurt, İ., Öksüz, S. ve Karakuş, R. (2015). Finansal tablo ilanlarının hisse getirileri üzerindeki etkisi: BİST’de ampirik bir uygulama. *Maliye ve Finans Yazıları*, (103), 112-141.
- Bozlağan, R. (2005). Sürdürülebilir gelişme düşüncesinin tarihsel arka planı. *Sosyal Siyaset Konferansları Dergisi*, (50), 1011-1028.
- Brundtland, G. H., Khalid, M., Agnelli, S. ve Al-Athel, S. (1987). *Report of the World Commission on environment and development: Our common future*. New York: United Nations.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. ve MacKinlay, A.C. (1997). *The econometrics of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press.
- Carroll, A. B. (2015). Corporate social responsibility: The centerpiece of competing and complementary frameworks. *Organizational Dynamics*, 44(2), 87-96.
- Cheung, A. W. K. (2011). Do stock investors value corporate sustainability? Evidence from an event study. *Journal of Business Ethics*, 99(2), 145-165.
- Clemes, M. D., Gan, C. ve Zhang, D. (2010). Customer switching behaviour in the Chinese retail banking industry. *International Journal of Bank Marketing*, 28(7), 519-546.
- Consolandi, C., Jaiswal-Dale, A., Poggiani, E. ve Vercelli, A. (2009). Global standards and ethical stock indexes: The case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index. *Journal of Business Ethics*, 87(Suppl 1), 185-197.
- Çamlıca, Z. ve Akar, G. S. (2014). Lojistik sektöründe sürdürülebilirlik uygulamaları. *Gümüşhane Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Elektronik Dergisi*, 5(11), 100-119.
- Çıtak, L. ve Ersoy, E. (2016). Firmaların BİST sürdürülebilirlik endeksine alınmasına yatırımcı tepkisi: Olay çalışması ve ortalama testleri ile bir analiz. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 8(1), 43-57.
- Çimen, A. (2019). The impact of sustainability index on firm performance: An event study. *International Journal of Contemporary Economics and Administrative Sciences*, 9(1), 170-183.
- Dasgupta, S. ve Mamingi, N. (1998). *Capital market responses to environmental performance in developing countries* (Working Paper No.1909). Washington, DC: The World Bank.
- Douglas, A., Doris, J. ve Johnson, B. (2004). Corporate social reporting in Irish financial institutions. *The TQM Magazine*, 16(6), 387-395.
- Dyllick, T. ve Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2), 130-141.
- Ece, O. (2018). Değer maksimizasyonu için değer temelli yönetim ile kurumsal sürdürülebilirlik ilişkisinin belirlenmesi: BİST’de bir uygulama. *MANAS Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(1), 299-329.
- Elkington, J. (1998). Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business. *Environmental Quality Management*, 8(1), 37-51.
- Engin, E. ve Akgöz, B. E. (2013). Sürdürülebilir kalkınma ve kurumsal sürdürülebilirlik çerçevesinde kurumsal sosyal sorumluluk kavramının değerlendirilmesi. *Selçuk İletişim*, 8(1), 85-94.
- Erdur, D. A. ve Kara, E. (2016). Investor responses to corporate sustainability in a developing country: The case of Turkey. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 21(4), 1487-1502.
- Gladwin, T. N., Kennelly, J. J. ve Krause, T. S. (1995). Shifting paradigms for sustainable development: Implications for management theory and research. *Academy of Management*, 20(4), 874-907.
- Gok, I. Y., Ozdemir, O. ve Unlu, B. (2019). The effect of corporate sustainability practices on financial performance: Evidence from Turkey. A. Antonaras ve P. Dekoulou (Eds.), *Cases on corporate social responsibility and contemporary issues in organizations* içinde (52-70), Hershey: IGI Global.

- Gök, İ. Y. ve Özdemir, O. (2017). Borsa İstanbul sürdürülebilirlik endeksinin performans karakteristiği. *Sosyoekonomi*, 25(34), 87-105.
- Gönüllü, O. (2017). Birleşme ve devralmalar yoluyla büyümenin hisse senedi performansı üzerine etkisi. *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 10(52), 1430-1440.
- GRI. (2019a). *About GRI*. Erişim adresi: <https://www.globalreporting.org/information/about-gri/Pages/default.aspx>, (28 Aralık 2019).
- GRI. (2019b). *GRI standards download center*. Erişim adresi: <https://www.globalreporting.org/standards/gri-standards-download-center/>, (31 Aralık 2019).
- Gücenme Gençoğlu, Ü. ve Aytaç, A. (2016). Kurumsal sürdürülebilirlik açısından entegre raporlamanın önemi ve BİST uygulamaları. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (72), 51- 66.
- Gündüz, Ç. (2018). Sürdürülebilirlik endeksi kapsamına alınmanın hisse senedi değerine etkisi: BIST uygulaması. *Bankacılar Dergisi*, (106), 37-58.
- Herrmann, K. K. (2004). Corporate social responsibility and sustainable development: The European Union initiative as a case study. *Indiana Journal of Global Legal Studies*, 11(2), 205-232.
- Kaderli, Y. (2007). Yapılan ihracat bağlantılarının ilgili firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisinin olay etüdü ile incelenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki bazı firmalar üzerine bir uygulama. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (36), 144-154.
- Karaatlı, M. (2014). Verilerin düzenlenmesi ve gösterimi. Ş. Kalaycı (Ed.), *SPSS uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri içinde* (3-42), Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Kothari, S. P. ve Warner, J. B. (2007). Econometrics of event studies. B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of empirical corporate finance içinde* (3-36), North-Holland: Elsevier.
- Kula, V. ve Baykut, E. (2014). Kurumsal yönetim derecelendirme notu ile piyasa değeri arasındaki ilişki: BİST XKURY şirketleri üzerine bir araştırma. *Uşak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(3), 1-17.
- Kuşat, N. (2012). Sürdürülebilir işletmeler için kurumsal sürdürülebilirlik ve içsel unsurları. *Afyon Kocatepe Üniversitesi İİBF Dergisi*, 14(2), 227-242.
- Lo, K. L. ve Kwan, C. L. (2017). The effect of environmental, social, governance and sustainability initiatives on stock value – Examining market response to initiatives undertaken by listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 606-619.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Mazgit, İ. (2013). Endeks kapsamında olmanın hisse senedi getirilerine etkisi: BİST temettü 25 endeksi üzerine bir uygulama. *Sosyoekonomi*, 20(20), 226-264.
- McWilliams, A. ve Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issue. *Academy of Management Journal*, 40(3), 626-657.
- Montiel, I. (2008). Corporate social responsibility and corporate sustainability: Separate pasts, common futures. *Organization & Environment*, 21(3), 245-269.
- Morey, M., Gottesman, A., Baker, E. ve Godridge, B. (2009). Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? Another examination using a new data set. *Journal of Banking & Finance*, 33(2), 254-262.
- Mutan, O. C. ve Topcu, A. (2009). *Türkiye hisse senedi piyasasının 1990-2009 tarihleri arasında yaşanan beklenmedik olaylara tepkisi* (Araştırma Raporu). Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Nagm, F. ve Kautz, K. (2008). The market value impact of IT investment announcements - An event study. *Journal of Information Technology Theory and Application*, 9(3), 61-79.
- Nuzula, N. F. ve Kato, M. (2011). Do Japanese capital markets respond to the publication of corporate social responsibility reports?. *Journal of Accounting, Finance and Economics*, 1(1), 48-60.

- Ozmehmet, E. (2008). Dünyada ve Türkiye sürdürülebilir kalkınma yaklaşımları. *Journal of Yaşar University*, 3(12), 1853-1876.
- Parlakkaya, R., Kahraman Ü. M. ve Cihan, Y. (2019). BİST sürdürülebilirlik endeksinde alınmanın etkileri: Borsa İstanbul'da bir uygulama. *Maliye ve Finans Yazıları*, (111), 33-50.
- Pelozo, J., Loock, M., Cerruti, J. ve 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.
- Pınarcıoğlu, N. Ş. (2018). İklim değişikliği müzakerelerinde gelinen nokta: Paris anlaşması ve sonrası. *Turkish Studies*, 13(23), 211-224.
- Rossi, J. L. (2009). *What is the value of corporate social responsibility? An answer from the Brazilian Sustainability Index*. Erişim adresi: <https://ssrn.com/abstract=1338114>, (03 Mart 2019).
- Sakarya, Ş. (2011). İMKB Kurumsal yönetim endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması (event study) yöntemi ile analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162.
- Signitzer, B. ve Prexl, A. (2007). Corporate sustainability communications: Aspects of theory and professionalization. *Journal of Public Relations Research*, 20(1), 1-19.
- Soubbotina T. P. (2004). *Beyond economic growth: an introduction to sustainable development*. Second edition, Washington, DC: The World Bank.
- Sustainable Development Goals Knowledge Platform. (2019). *Sustainable development goals*. Erişim adresi: <https://sustainabledevelopment.un.org/sdgs>, (05 Ocak 2019).
- Tandoğan, D. ve Özyurt, H. (2013). Bankacılık sektörünün ekonomik büyüme ve sürdürülebilir ekonomik kalkınma üzerine etkisi: Türkiye ekonomisi üzerine nedensellik testleri (1981-2009). *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*, 35(2), 49-80.
- Temiz, H. ve Acar, M. (2018). Sürdürülebilirlik endeksinde işlem gören firmaların finansal performansı: Olay çalışması örneği. *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 11(3), 1971-1987.
- Tuominen, T. (2005). *Corporate layoff announcements and shareholder value: Empirical evidence from Finland*. Master's Thesis, Lappeenranta University of Technology, Lappeenranta, Finland.
- Ulusoy, T. ve Atay, H. (2018). İl Özel İdarelerinde alternatif finansman kaynakları: Karbon sertifikaları ve kullanımı. *Turkish Studies*, 13(30), 477-494.
- United Nations. (2005). *2005 world summit outcome*. Erişim adresi: <https://www.who.int/hiv/universalaccess2010/worldsummit.pdf>, (04 Aralık 2019).
- United Nations Global Compact. (2019). *The ten principles of the UN Global Compact*. Erişim adresi: <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc/mission/principles>, (05 Ocak 2019).
- Van Marrewijk, M. (2003). Concepts and definitions of CSR and corporate sustainability: Between agency and communion. *Journal of Business Ethics*, 44(2-3), 95-105.
- Wilson, M. (2003). Corporate sustainability: What is it and where does it come from. *Ivey Business Journal*, 67(6), 1-5.
- Yavuz, V. A. (2010). Sürdürülebilirlik kavramı ve işletmeler açısından sürdürülebilir üretim stratejileri. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(14), 63-86.
- Yavuz, S., Yıldırım, S. ve Elmas, B. (2015). Kurumsal yönetim endeksi ile şirket hisse senedi getiri ilişkisi: BİST'de bir uygulama. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(2), 73-82.
- Yılmaz, R. F. (2011). *Sürdürülebilir kalkınmanın ölçülmesi ve Türkiye için yöntem geliştirilmesi*. Uzmanlık Tezi, Devlet Planlama Teşkilatı, Ankara.