

ZORUNLU ENTEGRE RAPORLAMANNIN FİRMALARIN HİSSE  
SENEDİ FİYATLARI VE HİSSE BAŞI KAZANÇLARI ÜZERİNDEKİ  
ETKİSİNE İLİŞKİN PANEL VERİ ANALİZİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

TOBB EKONOMİ VE TEKNOLOJİ ÜNİVERSİTESİ

METİN CAN TOPDEMİR

İŞLETME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

ARALIK 2017

Bu tezin Yüksek Lisans derecesi için gereken tüm koşulları yerine getirdiğini onaylarım.



Prof. Dr. Serdar SAYAN

Sosyal Bilimler Enstitüsü

Müdürü

Bu çalışmayı okuduğumu ve çalışmanın kapsam ve içerik olarak Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı'nda bir Yüksek Lisans tezi olabilecek yeterlilikte olduğuna kanaat getirdiğimi onaylıyorum.

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Ramazan AKTAŞ

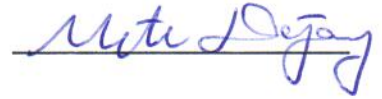
(TOBB ETÜ, İşletme)



Tez Jürisi Üyeleri

Prof. Dr. Mehmet Mete DOĞANAY

(Çankaya Üniversitesi, İşletme)



Yrd. Doç. Dr. Atılım MURAT

(TOBB ETÜ, İşletme)



Tez içindeki bütün bilgilerin etik davranış ve akademik kurallar çerçevesinde elde edilerek sunulduğunu, ayrıca tez yazım kurallarına uygun olarak hazırlanan bu çalışmada her türlü kaynağa eksiksiz atıf yapıldığını bildiririm.



Metin Can TOPDEMİR

## ÖZ

### ZORUNLU ENTEGRE RAPORLAMANNIN FİRMALARIN HİSSE SENEDİ FİYATLARI VE HİSSE BAŞI KAZANÇLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNE İLİŞKİN PANEL VERİ ANALİZİ

TOPDEMİR, Metin Can

Yüksek Lisans, İşletme Bölümü

Tez Danışmanı: Prof. Ramazan AKTAŞ

Entegre Raporlama (ER) kurumsal dünyada son birkaç yılda dikkati çeken yeni raporlama olgularından biridir. ER, kurumların kullandıkları kaynakların hepsinin değer yaratmak ve yaratılan değeri korumak için nasıl faydalı kılındığını vurgulamalarını sağlayan bir iletişim sürecidir. ER kısa vadeli finansal verilerden ziyade bir kuruluş içinde yaratılan gayri maddi değerler üzerine odaklanır. Bu doğrultuda ER aracılığıyla sunulan bilgiler işletmelerin sürdürülebilir kararlar almasına yardımcı olur ve yatırımcıların karar verme süreçlerinde önemli bir bilgi kaynağıdır. Uygulama çerçevesinin yayınlanmış olmasına rağmen hisse senedi fiyatları ve hisse başı kazanç üzerindeki etkisi ve uygulanabilirliğinin ele alınmasına gerekmede olup literatürde henüz analitik bir çalışma mevcut değildir.

Bu çalışma Entegre Raporlamanın etkilerini finansal rasyoların yardımıyla hisse senedi fiyatı ve hisse başı kazanç bakış açısından belirlemeyi hedeflemektedir. Bilindiği üzere sınırsız ömrü olduğu varsayılan şirketlerin temel var olma nedeni kar ve hissedar servet maksimizasyonudur. ER'nin de temel amacı bu kapsamda uzun vadede gelir ve hissedar servet maksimizasyonunu çevresel, sosyal ve ekonomik unsurları en iyi şekilde yöneterek sağlayabilen firmaları öne çıkararak finans piyasalarındaki sermayenin doğru dağıtılmasına araç olmaktır. Bu ilişki Güney Afrika Johannesburg Borsasında hisse senetleri işlem gören otuz adet firmanın 2007 ve 2016 yılları arasındaki finansal tablolarından elde edilen seçilmiş finansal rasyolara panel veri analizi yapılması ile incelenecektir. Son ürün bir tez şeklinde olacaktır. Bulgular niceleyici formda sunulacaktır ve tezin yayınlanmasıyla sonuçlar paylaşılacaktır.

**Anahtar Kelimeler:** Entegre Raporlama, Finansal Raporlama, Kurumsal Sürdürülebilirlik, Sürdürülebilirlik Raporlaması.

# ABSTRACT

## ANALYZING THE IMPACT OF MANDATORY INTEGRATED REPORTING ON SHARE PRICES AND EARNINGS PER SHARE USING PANEL DATA ANALYSIS

TOPDEMİR, Metin Can

Master of Business Administration

Supervisor: Prof. Ramazan AKTAŞ

Integrated reporting (IR) is one of the new reporting phenomena that have gained widespread attention in the last decade in the corporate world. IR is defined as a communication process that enables corporations to emphasize how all resources are being utilized to create and preserve value. IR focuses on the intangible values created within an organization rather than merely focusing on short-term financial data. IR aids corporations to take decisions towards sustainability and is a crucial information component during the decision making process of investors. Even though this implementation framework has been published, there is need to address its effects on share prices and earnings per share ratio with an analytical manner.

Accordingly, since the sole reason of a companies' existence is to generate income and provide wealth maximization for its stakeholders, IR, in this context, provides a platform of communication between the companies who adopt IR that manage Social, Environmental and Economic issues effectively and prospective investors for the ultimate goal of right capital distribution in financial markets. The connection will be established through a panel data analysis to the financial ratios, between the years of 2007 and 2016, of thirty companies whose stocks are being quoted in the South African Johannesburg Stock Exchange. The final product will be in form of a thesis. The findings will be presented in quantitative form. The findings will be disseminated through the thesis published.

**Keywords:** Corporate sustainability, Financial Reporting, Integrated Reporting, Sustainability Reporting.

## TEŞEKKÜR

Öncelikle Sayın Doç.Dr. A.R Zafer Sayar'a tezin hazırlık süresi boyunca benimle değerli bilgilerini, zamanını ve tecrübelerini paylaştığı için içten teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim. Tez yazım süreci boyunca bana her türlü desteği sağlayan aileme minnetlerimi sunarım.



# İÇİNDEKİLER

ÖZ .....	iv
ABSTRACT .....	v
TEŞEKKÜR .....	vi
İÇİNDEKİLER .....	vii
TABLolar LİSTESİ .....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ .....	x
SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ .....	xi
BÖLÜM I .....	1
GİRİŞ .....	1
BÖLÜM II .....	11
ENTEĞRE RAPORLAMA .....	11
2.1. Entegre Raporlama ve Güney Afrika Uygulaması .....	20
2.2. Entegre Raporlamamın Denetlenmesi .....	25
2.3. Sürdürülebilirlik Raporlaması .....	28
BÖLÜM III .....	33
FİNANSAL ANALİZ VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ .....	33
BÖLÜM IV .....	39
LİTERATÜR .....	39
BÖLÜM V .....	50
ARAŞTIRMA YÖNTEMİ VE BULGULAR .....	50

5.1. Veriler ve Kısıtlar .....	50
5.2. Araştırmanın Hipotezi ve Modelleri.....	53
5.3. Yatay Kesit Bağımlılığının İncelenmesi.....	59
5.4. Birim Kök İncelemesi.....	60
5.5. Panel Veri Modeli Karar Aşaması.....	62
5.6. Model Tahminleri .....	62
5.6.a. 1.Model Tahmini .....	63
5.6.b. 2. Model Tahmini .....	64
BÖLÜM VI.....	66
SONUÇ.....	66



## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 5.1.</b> Analitik Çalışmada İncelenen Firmaların Sektörel Dağılımı.....	51
<b>Tablo 5.2.</b> Çalışmada Yer Alan Firmalar.....	52
<b>Tablo 5.3.</b> Araştırmada Yer Alan Değişkenler.....	53
<b>Tablo 5.4.</b> Faktör Analizi Öncesi KMO ve Bartlett Test İstatistikleri.....	55
<b>Tablo 5.5.</b> Açıklanan Varyans Oranları .....	56
<b>Tablo 5.6.</b> Rotasyon Faktör Matrisi .....	57
<b>Tablo 5.7.</b> Faktör Madde Eşleşmeleri.....	58
<b>Tablo 5.8.</b> Yatay Kesit Bağımlılığı Simgeler.....	59
<b>Tablo 5.9.</b> Birim Kök Sınamaları.....	61
<b>Tablo 5.10.</b> Hausman Test İstatistikleri.....	62
<b>Tablo 5.11.</b> 1. Model Sabit Etkiler Model Tahmini.....	63
<b>Tablo 5.12.</b> 2. Model Rastsal Etki Model Tahmini.....	64

## ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1. Hisse Senedi Değeri ve Bilgi İlişkisi.....	3
Şekil 1.2. S&P 500 Firmaları Borsa Değeri Öge Dağılımı.....	5
Şekil 1.3. Kurumsal Raporlamanın Gelişimi ve Geleceği.....	8
Şekil 1.4. Sürdürülebilirlik Kavramının Basılı Periyodik Yayınlarında Yıllar İtibariyle Yer Alma Sıklığı.....	9
Şekil 2.1. Entegre Raporlama Sermaye Öğeleri.....	13
Şekil 2.2. Entegre Raporlama Değer Katmanları.....	16
Şekil 2.3. Güney Afrikada Entegre Raporlama Uygulamasının 5 yıllık Özeti .....	24
Şekil 2.4.Sürdürülebilirlik Yönetimi Güçlü ve Zayıf Firmaların Hisse Senedi Performansı Kıyaslaması.....	31
Şekil 5.1. Faktör Analizi Scree Plot Grafiği .....	50
Şekil 5.2. Birimlere Göre Kategorize Edilmiş Zaman Grafikleri .....	60

## SİMGELER VE KISALTMALAR LİSTESİ

B20	G20 Ülkelerine Tavsiyelerde Bulunan İş Platformu
BIST	Borsa İstanbul
CEO	Yönetim Kurulu Başkanı
CFO	Mali İşler Müdürü
ER	Entegre Raporlama
FR	Finansal Raporlama
G20	Ekonomik Açıdan Dünyanın En Büyük 20 Ülkesi ve Avrupa Birliği Komisyonu
GRI	Global Reporting Initiative
IIRC	Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
IRC	Entegre Raporlama Konseyi
IoDSA	Güney Afrika Direktörler Enstitüsü
IRC SA	Güney Afrika Entegre Raporlama Konseyi
JSE	Johannesburg Hisse Senedi Borsası
King Code	Güney Afrika Yönetim Raporu
King Code II	Güney Afrika Yönetim Raporu 2002
King Code III	Güney Afrika Yönetim Raporu 2009

KSR	Kurumsal Sosyal Sorumluluk
SR	Sürdürülebilirlik Raporlaması
SKD	Sürdürülebilir Kalkınma Derneği
TKYD	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
UN	Birleşmiş Milletler



# BÖLÜM I

## GİRİŞ

Finansal raporlama ve muhasebe, günümüzde piyasaların küreselleşmesi ile sunduğu finansal performansa dair bilgiler doğrultusunda artan bir önem arz etmektedir (Yılmaz, Atik, ve Okyay 2017). Bu kapsamda değişen piyasa koşulları ve bilgi ihtiyaçları doğrultusunda finansal raporlama küresel düzeyde değişime uğrayarak, finansal raporları hazırlayan ve bunlardan etkilenen bütün paydaşların anlayabileceği “tek bir dil” olma yönünde ilerlemektedir (Cozma Ighian 2015).

1929 yılında Amerika Birleşik Devletlerde meydana gelen finansal piyasaların çöküşü paydaşların ve yatırımcıların yeterli bilgiye ulaşamamasının sonuçlarını ve risklerini gözler önüne sermiştir (White 2006). Bu gelişme toplumun ve yatırımcıların hisse senetleri borsada işlem gören firmaların, kanunlar kapsamında ve devlet kontrolünde düzenli finansal tablolar yayınlaması gerektiği görüşünü netleştirmiş olup bu da “Securities Act” olarak bilinen yasanın doğuşuna neden olmuştur (Thel 1990). Halka açık firmalar tarafından yatırımcılara yapılan finansal veri bilgi paylaşımının 1933 yılında yayımlanan “Securities Act” ile başladığını söylemek mümkündür. Bu paylaşımların temel amacı yatırımcıların karar verme süreçlerinde doğru finansal bilgiler elde ederek sermayenin verimli dağıtımını sağlamaktır. Öte yandan, Sürdürülebilirlik Raporlaması ise 1990lı yıllarda Global Reporting Initiative tarafından yayımlanan çerçeve kapsamında firmalar tarafından gönüllü olarak yapılmaya başlandı. İşletmeler finansal raporlarından ayrı olarak sosyal ve çevresel

konuları bu sürdürülebilirlik raporları ile paylaşmaya başlasa da ilgili raporlar bu alandaki ihtiyacı kısıtlı olarak karşılamaktadır (Aydın 2015).

2007 yılında Amerika Birleşik Devletleri tarafından tetiklenen ve küresel boyutta yaşanan krizden sonra kısa vadeli finansal göstergelerin yeterliliğini sorgulamaya başlamışlardır (Altınay 2016). Kapitalist ekonomik modelin sermayenin doğru dağılımını sağlayarak yatırımcılar için kısa, orta ve uzun vadede efektif bir şekilde getiri yaratması üzerine kurulu olması ise yatırılan sermayenin zaman içinde doğru yönetim gereksinimini ön plana çıkarmaktadır (Elmacı ve Sevim 2017). Bu doğrultuda yatırımcılar tarafından sağlanan finansal sermaye ile birlikte firmaların paydaşları için değer yaratmakta kullandıkları beşeri sermaye, doğal kaynaklar ve teknoloji gibi diğer girdilerin efektif kullanılması firmaların sorumluluğu olmaktadır (Maas, Schaltegger, ve Crutzen 2016). Özellikle Amerika Birleşik Devletleri tarafından tetiklenen finansal kriz sonrası yaşanan süreçlerde finansal piyasaların kısa vadeli finansal verilere olan duyarlılığı ve bağımlılığı eleştirilmiş ve finansal kaynakların kullanımı ötesinde diğer kaynakların uzun vade sürdürülebilirliği desteklemek için nasıl kullanıldığının raporlanması ihtiyacı gündeme gelmiştir (Beck, Dumay, ve Frost 2017).

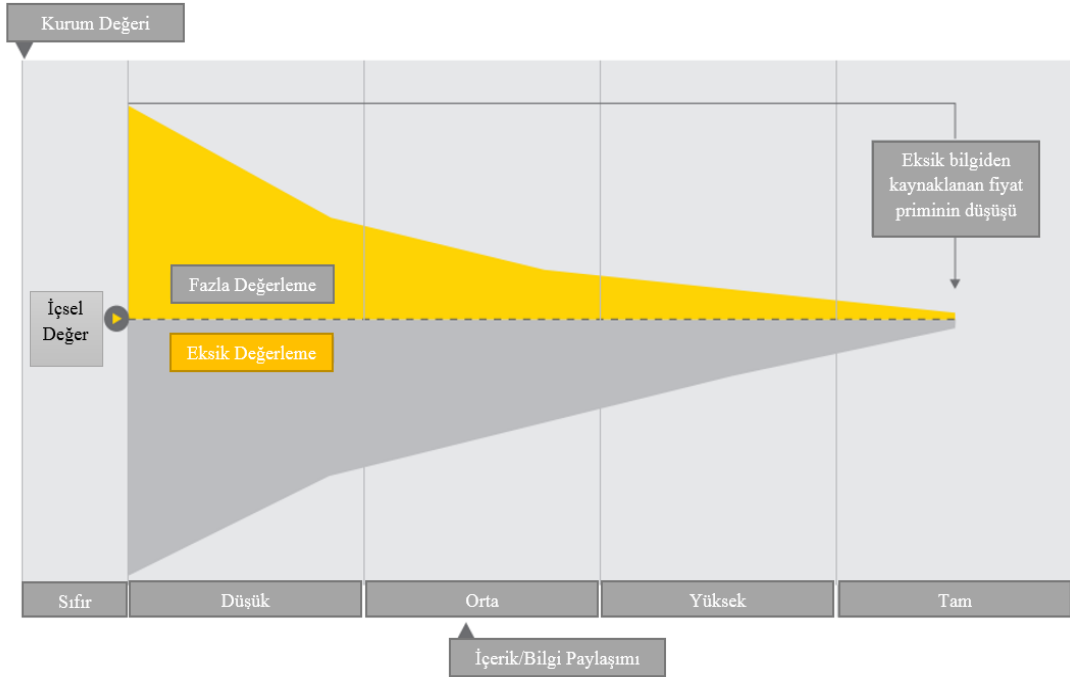
Enformasyon akış oranının hızla artmasından dolayı ekonomik, teknolojik ve siyasal öğelerde meydana gelen değişimlerin işletmeler üzerindeki etkisi ayrı bir boyut kazanmıştır. Bu nedenle işletmeler hakkındaki mevcut salt finansal verilerin karar verme süreci, sürdürülebilirlik ve etkinlik açısından yeterliliği tartışma konusu olmuştur (Yılmaz, Atik, ve Okyay 2017).

Bununla birlikte, sürekli değişen küresel piyasalarda sadece en iyi düzeyde eksiksiz bilgiye ulaşabilenler, yani karar verme sürecinde bütün faktörlere sahip

olanlar başarılı olabilecektir (Farcas 2015). Yatırımcıların tam bilgiye sahip olması ise yatırım kararlarını etkileyerek, sermayenin efektif dağılımını sağlayacak ve bu da hisse senedi fiyatlamalarını olması gereken değerlere getirecektir (Rikanovic 2005). Şekil 1.1.'de bilgi düzeyindeki artışın hisse senedi fiyatlamasına etkileri görülmektedir.

İlgili şekilden de görülebileceği üzere bilgi eksikliği firmaların piyasa değeri ve içsel değeri arasında bir sapma yaratmaktadır. Buna göre piyasa fiyatlaması içsel değerın üstünde veya altında kalarak sermayenin efektif dağılımına engel olmaktadır. Bu kapsamda artan bilgi paylaşımı piyasa verimliliğini ve sermaye maliyetini arttırarak bilgi asimetrisini ortadan kaldırdığı için yatırımcıların beklenen getirisini düşürür ve hisse senetleri makul değerlerine ulaşır (Clement, Frankel, ve Miller 2003).

**Şekil 1.1.** Hisse Senedi Değeri ve Bilgi İlişkisi (Rikanovic 2005)



Bu doğrultuda firmalar, son yıllarda artan çevresel ve toplumsal bilinç ile finansal verimlilik çalışmalarının yanında kurumsal sürdürülebilirlik üstüne yaptıkları çalışmaları da arttırmışlardır (Andrew ve Serafeim 2014). Bunun temel nedeni ise

yaşanan gelişmeler ışığında toplumun; firmaların toplum içindeki rolüne ilişkin olan algısının değişmeye başlamış olmasıdır. Bu nedenle, günümüzde sürekli bir değişim içinde olan çevresel, sosyal ve ekonomik faktörler gibi unsurlar karar vericiler için daha fazla bilginin var olması gerekliliğini doğurmuştur (Kargin, Aracı, ve Aktaş 2013). Bu değişim organizasyonların yapılarında da kendini göstermektedir. Şekil 1.2.'de sunulduğu gibi S&P 500 borsasında hisse senetleri işlem gören şirketlerin Fiziksel ve Finansal Varlıklarının 1975 yılından itibaren %83 seviyesinden %20 seviyelerine kadar gerilediği görülmektedir. Bunun temel nedeni ise Gayri maddi varlıkların artışı olup netice olarak bu varlıklara ilişkin bilgilerin daha detaylı bir şekilde yatırımcılara iletilmesi ihtiyacı doğmuştur (IIRC 2012).

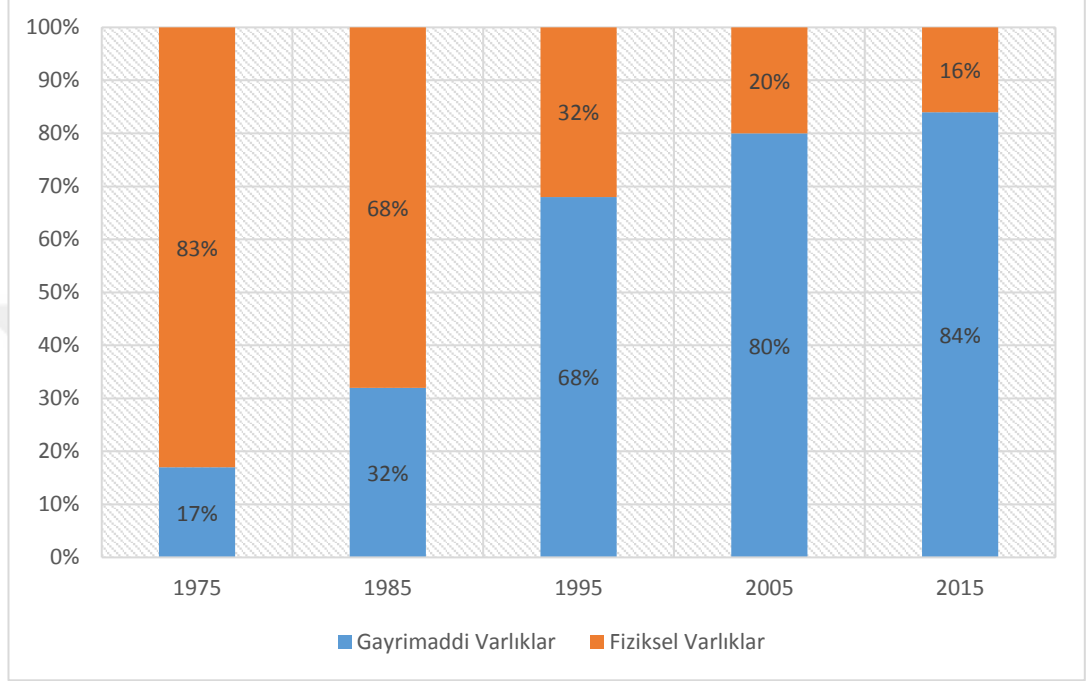
Finansal Raporlama şirket içinde yaratılan Gayri Maddi değerlerin yatırımcılara aktarılmasında yetersiz kalmaktadır. Günümüzde Facebook, Apple, Twitter ve Ali Baba gibi teknoloji ve internet firmalarının baskın olmaya başladığı piyasalarda bu tür kaynakların da raporlaması önem arz etmeye başlamış olup firmaların değer yaratma zincirinin önemli bir parçası olan bu varlıkların iletişimi ön plana çıkmaktadır (Yılmaz, Atik, ve Okyay 2017).

Günümüzde ihtiyatlı ve geleceğe dönük olmayan sadece yılsonu şirket karına ve paydaşların zenginliğine önem veren kurumsal hedefler geçersiz bir hale gelmeye başlamıştır. Böylelikle işletmelerin gelir tabloları veya hisse senedi fiyatlarından öte sürdürülebilirlik hedefi doğrultusunda benimsedikleri değer yaratma süreçleri çerçevesinde önlerine çıkan engellerin üstesinden ne derecede başarılı bir şekilde geldiği değerlendirme konusu olmaya başlamıştır (Ergüden, Kaya, ve Sayar 2017).



Öte yandan, finansal raporlar işletmelerin maddi varlıklarına yönelik detaylı açıklamalar ve bilgiler içerirken değerlemesi daha zor olan gayri maddi varlıklara ilişkin açıklamalar bu raporlarda gerektiği kadar yer almamaktadır (Altınay 2016).

**Şekil 1.2.** S&P 500 Firmaları Borsa Değeri Öğe Dağılımı (Ocean Tomo 2017)



Bushee ve Noe tarafından yapılan çalışmada firmalar tarafından yapılan bildirimler ile firmanın hisse senedi yatırımcı profili ve hisse senedi fiyatı oynaklık haddi arasındaki ilişki test edilmiştir. Bu kapsamda uzun vadeli kurumsal yatırımcıların sık, anlamlı ve şeffaf bildirimde bulunan firmalara ait hisse senetlerine yatırım yapmayı tercih ettiği tespit edilmiştir (Bushee ve Christopher 2000).

Finansal raporlar işletmelerin bünyesindeki maddi varlıklara ilişkin ayrıntılı bilgi sunarken, değer hesaplaması daha zor yapılabilen gayri maddi haklar bu raporlarda yeterince yer almayabilmektedir. Bu durum, tek başına finansal raporların şirketlerin gerçek değerini yansıtmakta yetersiz kalması sonucunu doğurmaktadır (Güler ve Sarıoğlu 2015).

Bununla birlikte, işletmelerin sadece geçmiş finansal verileri temel alınarak değerlendirilmesi günümüz ekonomik şartlarında yeterli görülmemekte olup bir işletmenin değer yaratmak için kullandığı finansal olmayan girdilerin ve bunlara ait bilgilerin edinilmesi daha fazla önem arz etmeye başlamıştır (Kargin, Aracı, ve Aktaş 2013). Böylece organizasyonel temelde sürdürülebilir büyüme kavramı küresel ekonomiyle bütünleşen bir olgu haline gelmiştir (Thomsen 2013).

Kullanılan geleneksel raporlama formatlarının Endüstriyel ağırlıklı dönemlerden kalma olduğunu söylemek mümkündür (IIRC 2012). Finansal Raporlama halen sermaye dağıtımını yönetiminde önemli bir rol oynasa da değer yaratım sürecine dair geçmişe yönelik bilgi vermesi geleceğe yönelik beklentileri yansıtmakta eksik kalmaktadır. Endüstriyel ağırlıklı işletmelerden daha karmaşık ürün ve hizmet yelpazesine geçişi organizasyonların da daha karmaşık yapılar almasıyla sonuçlanmış ve geleneksel raporlamalardaki boşluklar mevcut sistemin sadece geçmişe yönelik bilgi sunmasından dolayı daha çok öne çıkmaya başlamıştır (R. G. Eccles ve Saltzman 2011). Sonuç olarak bu raporlama modeli 21. Yüzyılın kritik sorunlarına ve gelecekteki gereksinimlerine yönelmeye odaklanmayan bir raporlama modeli olmuştur (Krzus 2012).

Son 20 yılda sürdürülebilirlik raporlarının dünya genelinde yaygınlaşmasına rağmen, söz konusu raporların mevcut finansal raporlamadan bağımsız olarak yapılması, sürdürülebilirliğin işletmenin hedefleri, bu hedefler için belirlediği yol planı ve katma değer yaratma süreciyle bağının istenilen ölçüde kurulamamasına neden olmaktadır. Farklı dönemlerde, çok sayıda ve birbirinden bağımsız yayımlanan kurumsal raporlar, okuyucuların birçok bilgi arasında kaybolmasına neden olurken, bu raporların çoğunlukla geçmiş performansa yönelik olması kuruluşun geleceğine ilişkin öngöründe bulunmayı zorlaştırmaktadır (Güler ve Sarioğlu 2015).

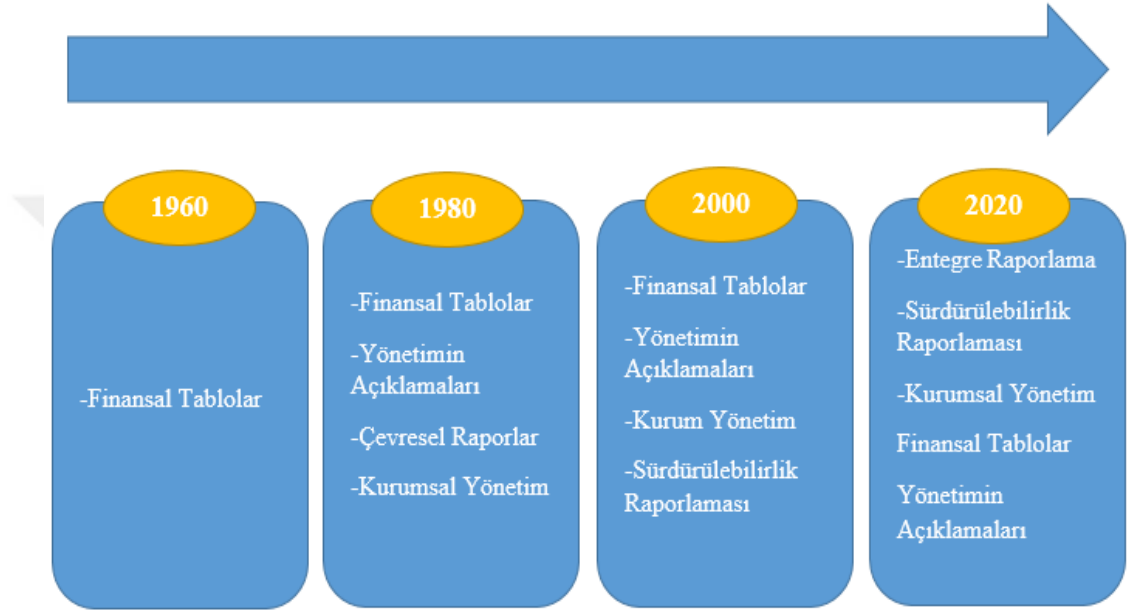
Böylece raporlama ihtiyaçları da çeşitlenmiş ve bir takım yasalar ve yönetmeliklerle yeni raporlar ve mevcut raporların genişletilmesi ile bu boşluklar kapatılmaya çalışılmıştır. Artan rapor sayısı ve raporların içeriği ne kadar gerekli bilgiler yansıtırsa da paydaşlar için zamanla karmaşık ve anlaşılması güç bir hale gelmiştir. Buna rağmen yatırımcılar karar verme sürecinde geleceğe yönelik beklentileri içeren bilgilerin yetersiz olduğunu düşünmektedir (Hoff ve Wood 2008). Bu bağlamda Accenture tarafından yapılan çalışmaya katılan CEO'ların %92'si kurumsal stratejilerine sürdürülebilirlik hedeflerinin ve amaçlarının entegre edildiğini bildirirken (Accenture UN Global Compact 2010) Bloomberg'in araştırmasına göre hisse senetleri borsalarda işlem gören firmaların sadece %21'i sürdürülebilirlik raporlaması yapmaktadır (Bloomberg 2012).

Bu değişim süreci yatırımcılara ve paydaşlara rapor formatında sunulan kuruluşlara ilişkin bilgilerin yıllar itibariyle evrimleşerek çeşitli ve detaylı hale gelmesini sağlamıştır. Sürdürülebilirlik raporlaması 2000'li yıllarda bu raporların arasına katılırken, entegre raporlamanın dâhil olması 2010 yılıdır. 2020 yılına gelindiğinde IIRC'nin beklentisi doğrultusunda entegre raporların ana bilgi kaynağı olması beklenmektedir (IIRC 2012).

Raporlamadaki değişimi bu yöne iten başlıca etken 21. Yüzyılda ekonomik dengelerin ve sürdürülebilirliğin sağlanması elde edilmesi zor ancak önemli bir koşul olarak öne çıkmaktadır. (C. T. Kaya, Ergüden, ve Sayar 2016). Aynı şekilde Ekşit, işletmelerin uzun vadeli kurumsal ve finansal sürdürülebilirliği yakalayabilmeleri sosyal yönetim ve çevresel yönetim örgülerinin tam anlamda bütünleşik olduğunu anlamaları gerektiğini savunmuştur (Ekşit 2014).

Rapor hazırlamanın maliyetli ve vakit alan zorlu bir süreç olmasından dolayı işletmelerin birçok rapor hazırlıyor olması zahmetli bir sürece dönüşmüştür. Böylelikle zaman içinde işletmelere ilişkin kapsamlı bakış açısı sunan bütünleşik raporlar önemli hale gelmeye başlamıştır (H. P. Kaya 2015).

**Şekil 1.3.** Kurumsal Raporlamanın Gelişimi ve Geleceği (IIRC 2011)

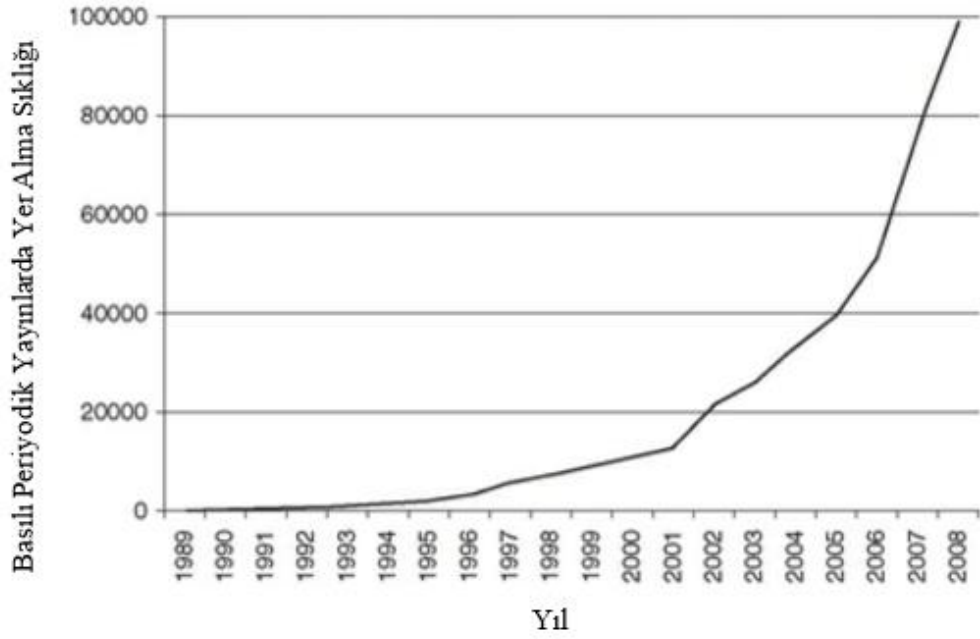


Geleneksel finansal raporlamanın firmaların ortaya koyduğu iş planı ve yeniliklerine ait oluşan değerleri ilgili dönemde raporlayamamaktadır (Healy ve Palepu 2001). Bununla birlikte finansal raporların yıllar itibariyle daha karmaşık bir hal alması paydaşlar için bu bilginin daha az etkili olmasına neden olmuştur (Financial Reporting Council 2011). Bu yoksunluğu gidermek için ne kadar firmalar ayrıca hazırladıkları raporlarında sundukları finansal olmayan bilgileri arttırmış olsa da finansal ve finansal olmayan bilgilerin, paydaşların firma hakkında daha iyi bilgi sahibi olabilmesi için, bütünleşmiş bir biçimde sunumu mevcut değildi (KPMG and Financial Executives Research Foundation 2011). 2013 yılında Yatırımcı Sorumluluğu Araştırma Merkezi Enstitüsü tarafından yapılan araştırmaya göre Amerika Birleşik Devletleri S&P 500 endeksine kote şirketlerin hepsi en az bir çeşit Sürdürülebilirlik

raporlaması yapmasına karşın sadece bu firmaların %2'si finansal ve finansal olmayan bilgileri bütünleşik bir biçimde özetleyen raporlama araçları kullanmaktaydı.

2008 yılına gelindiğinde ise Sürdürülebilirlik kavramının basılı periyodik yayınlarda bahsedilme sıklığı üstsel olarak artmaya başlamıştır.

**Şekil 1.4.** Sürdürülebilirlik Kavramının Basılı Periyodik Yayınlarda Yer Alma Sıklığı (R. G. Eccles ve Krzus 2010)



Bu gelişmeler Entegre Raporlamanın çerçevesinin oluşmasında ve doğmasında önemli bir rol oynamıştır. Entegre Raporlama; işletmelere ait finansal olan başarımları verileri ile finansal olmayan verilerin bütünleşik bir biçimde aynı rapor altında bir araya getiren ve bu doğrultuda firmaların sadece sermayedarlar için değil bütün paydaşları için nasıl değer yarattığını vurgulayan bir iletişim sürecidir (Jhunjunwala 2013). Ayrıca Entegre Raporlama önemli finansal ve finansal olmayan risklerin, fırsatların ve performansın değer zinciri boyunca birbiriyle olan içsel ilişkiyi ve etkiyi ortaya koymaktadır (Druckman ve Fries 2010).

2010 yılının Ağustos ayında Uluslararası Entegre Raporlama Konseyi önemli bir karara imza atarak, sürdürülebilirlik muhasebesini kapsayan bir raporlama çerçevesi oluşturulmasına karar vermiştir (R. Eccles ve Armbrester 2011).



## BÖLÜM II

### ENTEĞRE RAPORLAMA

Entegre Raporlamanın; Sürdürülebilirlik Raporlaması ve Finansal Raporlamayı bir araya getiren tamamlayıcı tek bir rapor olduğunu söylemek mümkündür (Churet ve Eccles 2014). Bu raporlamanın öngörülen amacı finansal yatırımcılar için bir firma içindeki üst düzey yöneticilerin uzun vade sürdürülebilirlik ve büyüme doğrultusunda atılan adımları ve beklentileri anlatması idi. Ancak Uluslararası Raporlama Konseyi tarafından yayınlanan Entegre Raporlama kavramı “sürdürülebilirlik” tanımını içermemekteydi. IIRC tarafından yayınlanan ve ER hakkında metotları ve prensipleri oluşturan kavram çerçevesinde ER; “ Bir kuruluşun stratejisinin, kurumsal yönetiminin, performansının ve beklentilerinin kuruluşun dış çevresi bağlamında kısa, orta ve uzun vadede değer yaratmayı nasıl sağlayacağını kısaca ve öz bir şekilde bildirilmesidir” şeklinde tanımlanmıştır.

Entegre raporlama ile tüm faaliyetlerin finansal verilerle bağlantısı kurularak işletmenin değerinin ortaya konması amaçlanmaktadır. Entegre raporlama kapsamında hem finansal raporlar, hem de kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması ve sürdürülebilirlik raporlamasına yer verilerek işletmenin etkilediği/etkilendiği çevreye ilişkin bilgiler verilmektedir (Gençoğlu ve Aytaç 2016).

Bilindiği üzere, firmalar ve pay sahipleri arasındaki enformasyon akışı, firmalar tarafından belirli dönem aralıkları ile yapılan finansal raporlamalar, faaliyet raporlamaları ve sosyal sorumluluk raporlamaları aracılığı ile sağlanmaktadır. Bu kapsamda firmalar ve pay sahipleri arasındaki enformasyon akışının en güçlü düzeni bütünlük içeriği ve bakış açısı ile Entegre Raporlama olarak gösterilebilir (Topcu ve Korkmaz 2015).

Mevcut raporlama düzenlerinin geçtiğimiz yıllar içinde meydana gelen küresel ekonomik krizi sonrasında eleştirilmeye başlanması (R. G. Eccles ve Krzus 2010) ile işletmelere ait finansal performans verileri ile işletmelerin süreklilik ve devamlılık doğrultusunda elde ettiği sonuçlara ait verilerin aynı rapor altında bir araya getiren entegre raporlama, aynı zamanda bütünleşik veya tümleşik raporlama olarak da anılabilmektedir. Bahsi geçen mevcut raporlama düzenlerinin eksikliklerinden dolayı entegre raporlamanın finansal ve finansal olmayan veri boşluğunu kapatarak kısa sürede küresel olarak yaygınlaşacağı ve gelecekte geçerli tek raporlama biçimi olacağı öngörülmektedir (H. P. Kaya 2015).

2014 yılında B20 tarafından görevlendirilerek hazırlanan bir raporda dünyanın en büyük 6 muhasebe ağları (BDO, Deloitte, EY, Grant Thornton, KPMG, PwC) Entegre Raporlamayı “uzun vadeli yatırıma destekleyen iletken bir anahtar yenilik” şeklinde tanımlamıştır.

IIRC tarafından yayınlanan ER çerçevesi bu uygulamanın temelini oluşturmaktadır ve bir kuruluş bünyesinde yaratılan değer sadece kuruluş kaynaklı olmadığını, dış çevreden etkilendiğini vurgular. Çerçeve finansal ve sürdürülebilirlik performanslarına 6 sermaye unsuru olarak tanımlanan olguların birbirleri ile ilişkisini vurgulayan, Entegre bir bakış açısının önemine dikkat çeker. Bu 6 Sermaye unsur aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

- Parasal Sermaye,
- Üretilmiş Sermaye,
- Entelektüel Sermaye,
- Beşeri Sermayesi,
- Sosyal ve İlişkisel Sermaye ve



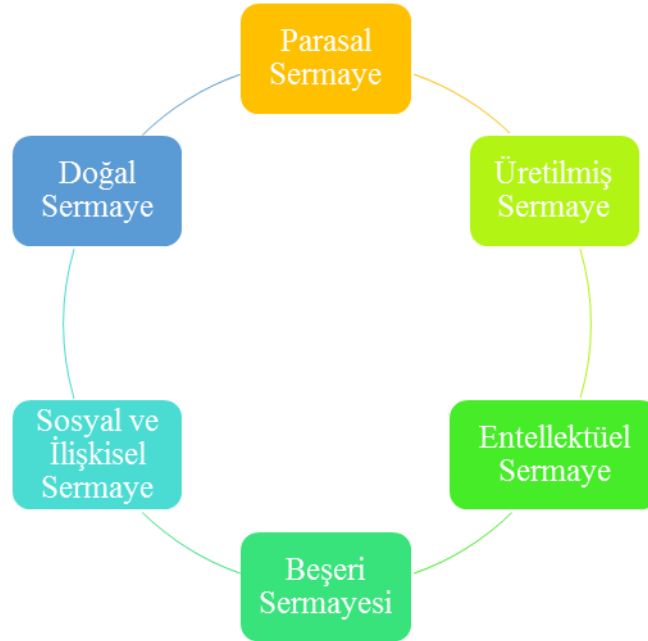
- Doğal Sermayedir.

Çerçeve bu ilişkilerin incelenmesini kısa, orta ve uzun vade olarak üç farklı döneme bölmüştür. Temelde yatan ana varsayım ise yukarıda sayılan 6 farklı sermaye türünün, içsel veya dışsal, maddi ya da gayri maddi olma durumlarını gözetmeksizin, birbirleriyle olan etkileşimleri uzun vadede sürdürülebilir değer yaratmak için potansiyel bir değer kaynağı temsil etmektedir (Churet ve Eccles 2014).

Tüm kuruluşların başarıya ulaşabilmesi yukarıda sayılan bu sermaye öğelerinin kullanımına ve birbirleriyle olan ilişkilerine bağlıdır (IIRC 2013).

Entegre Raporlamanın, geleneksel finansal raporlamalardan ayrılan en önemli özellikleri ise bütün paydaşlar için getirdiği “değer yaratma” olgusu ile nakdi sermayenin ötesinde işletmelerin değer yaratmak için kullandığı diğer sermaye öğelerini tanıması ve raporlanmasını öngörmesidir (Yılmaz, Atik, ve Okyay 2017).

Şekil 2.1. Entegre Raporlama Sermaye Öğeleri (IIRC 2013)



IIRC tarafından yayınlanan Entegre Raporlama çerçevesine göre yukarıda belirtilen sermaye ögeleri kurumların faaliyetleri sonucu ortaya çıkan ve dolayısıyla artıp azalabilen veya dönüştürülebilen değerlerin birikimidir.

Finansal Sermaye; işletmelerin içinde bulunduğu yatırım, üretim veya hizmet sağlama faaliyetlerinin öz sermaye veya çeşitli borçlanmalar sonucu fonlanmasıyla elde edilen parasal birikimdir (IIRC 2013).

Üretilmiş Sermaye; işletmelerin üretim veya hizmet sağlama faaliyetleri için kullandığı her çeşit altyapı, makine ve donanım, bina vb. sabit kıymetlerdir. Bu sabit kıymetler satış amaçlı veya üretimde kullanılmak üzere geliştirilen duran varlıkları kapsamakla birlikte tasarruf hakkına sahip işletme tarafından raporlanır.(IIRC 2013).

Entelektüel Sermaye; işletmeye ait gayri maddi hakları temsil eder. Bunlar genellikle, şerefiye, patent, telif hakkı, ruhsat veya fikri mülkiyet biçimindedir (IIRC 2013).

Beşeri Sermaye; bir işletme bünyesinde çalışanların mesleki anlamda yeterli ve deneyimle olması, ürün, hizmet ve süreç geliştirmeye yönelik inovasyon yapabilme kabiliyetine haiz olmaları, işletmenin vizyon ve misyonunu destekleyen değerlere sahip olmaları, işletmenin hedeflerini, kurumsal yönetim çerçevesini ve değerlerini anlayarak bunları geliştirme kabiliyetlerine sahip olarak liderlik edebilme, yöneticilik yapma ve birlikte çalışabilme kabiliyetlerinin tümünün yarattığı değerler toplamıdır (IIRC 2013).

Sosyal ve İlişkisel Sermaye; işletmelerin içinde faaliyet gösterdiği toplumların, pay sahiplerinin ve diğer mevcut etkileşimsel ilişkiler içinde bulunduğu toplulukların genelin refahını geliştirmek adına birbirleriyle sahip oldukları enformasyon akış gücüdür. Bu kapsamda bu toplulukların birbirleriyle paylaştıkları gelenekleri,

değerleri, davranış biçimlerini, ilişkileri kapsar ve işletme bünyesinde geliştirilen değer ile topluluklar arasındaki güven ve birlik içinde olma kabiliyetini, kurumun geliştirdiği marka değerini ve gayri maddi varlıkları ve kuruluş faal olma kabiliyetini kapsar (IIRC 2013).

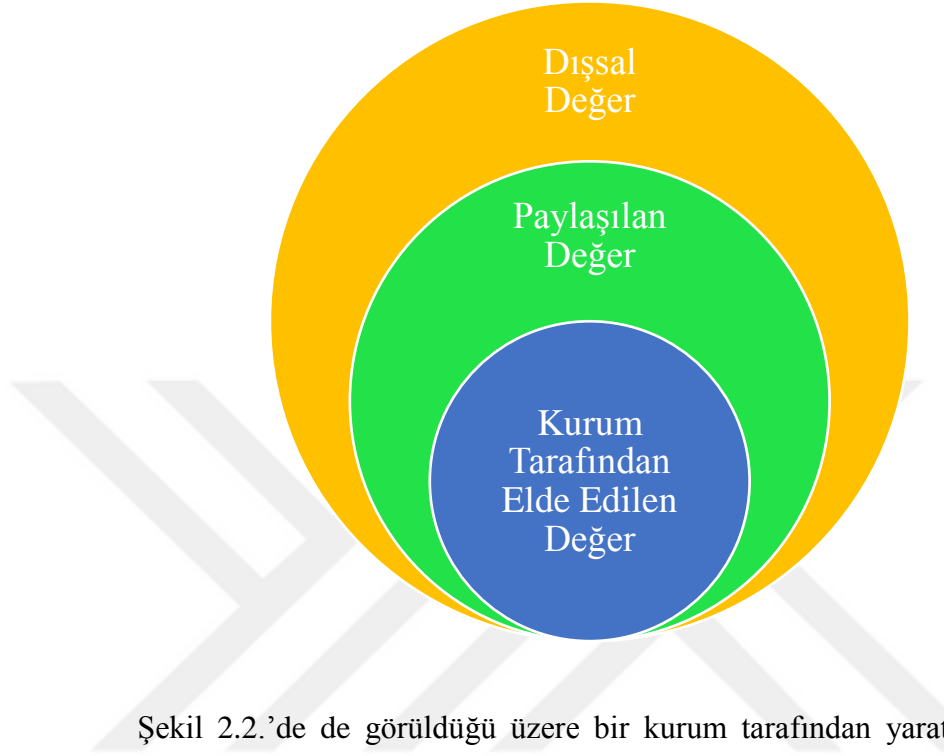
Doğal Sermaye ise bir kuruluşun içerisinde bulunduğu üretim, yatırım veya hizmet sağlama faaliyetleri kapsamında girdi olarak tasarrufunda bulunan bütün doğal kaynakları temsil eder (IIRC 2013).

Çerçevenin ana temeli böylelikle sürdürülebilir değer yaratma olgusu çevresinde oluşmaktadır. Günümüzde kurumlar sürdürülebilir stratejiler aracılığı ile artık sadece paydaşları için değil bütün toplum genelinde bir değer yaratmalıdır (H. P. Kaya 2015). Bu olgu ise kurumların iş planlarına, bu doğrultuda hedefler ve uygulamalar, entegre etmelerini gerekmektedir. Örnek olarak ise bir işletmenin doğal kaynak ağırlıklı üretimden uzaklaşmak için finansal kaynakları gözden çıkararak beşeri sermayesine yatırım yapması gerekliliği gösterilebilir. Bu tür kararlar kurumların kısa vadeli finansal sonuçların karşısında uzun vadeli getiriyi tercih etmelerini sağlayacaktır (Yılmaz, Atik, ve Okyay 2017). Nihayetinde kurumların değer yaratma süreçleri hedeflerinin bir parçası olacaktır. Bu doğrultuda Değer Yaratma Sürecinin kurumlar tarafından anlaşılabilir olarak uygulanması önem arz etmektedir (Havlová 2015).

Değer katmanları olgusu ile Entegre Raporlama; işletmelerin temel hedefini kısa vadede hissedarlara mümkün olan en yüksek değeri sağlamak olmaktan, uzun vadede işletmenin bütün paydaşlarına mümkün olan en yüksek değeri yaratmak ve bunu şeffaf bir şekilde bütün ilişkileri ve bağlılıkları göstererek, paydaşlar ile daha derin ilişkiler yaratarak, itibarsal riskleri azaltarak, yöneticileri daha iyi kararlar

almaya teşvik ederek ve daha güçlü kurumsal kültür oluşturarak başarmak olarak değiştirmiştir (Dumitru ve Jinga 2015).

Şekil 2.2. Entegre Raporlama Değer Katmanları (EY 2014)



Şekil 2.2.'de de görüldüğü üzere bir kurum tarafından yaratılan değer 3 boyutu olduğu söylenebilir. İlk boyut firmanın kendi için yarattığı ve yıllık finansal raporlarla paylaştığı finansal sermayeyi temsil eden değerdir ve şu an için raporlaması yapılan tek değerdir.

İkinci boyut ise kurumun paydaşları ile paylaştığı değerdir. Bu boyutta yaratılan değer işçi performansı, işletme izinleri ve tüketici güveni gibi birçok etkene bağlıdır.

Üçüncü boyutta yaratılan değer ise toplumun genel faydası için en önemli olanıdır. Bu dışsal değer kurumların misyonlarıyla direkt olarak bağımlı olmamakla birlikte olumlu veya olumsuz etki yaratabilmektedir. Entegre Raporlama bu üç boyutta yaratılan değer ın paylaşılması ve kapsadığı zaman göz önüne alındığında geleneksel raporlardan farklılaşmaktadır ve yaratılan değer ın kimin için olduğu, hangi boyutlarda

yaratıldığı ve uzun dönem sürdürülebilir performansı nasıl etkileyeceği konularında yol göstermektedir.

Üçüncü boyutta çerçeve; bir noktada bütün organizasyonların aslında topluma ait kısıtlı kaynakları kullanarak değer yaratabildiğinden, bu yaratılan değer de organizasyon içi ve dışında tekrar topluma mal olması gerektiğini savunmaktadır. Bu kapsamda organizasyonların toplumla paylaştığı ve girdi olarak kullandığı kaynakların maliyetinin ürettiği ve toplumla paylaştığı çıktılarının değerinden düşük olması beklenmektedir.

Entegre Raporlamanın geleneksel muhasebecileri uzun vadeli değer yaratma odaklı düşünmeye sevk ediyor olması ve bu süreci çalışanların, toplumun ve çevrenin önemini vurgulaması cesur ancak kıymetli bir bedeldir (Adams 2015).

Kuruluşlar tarafından zaman içinde yaratılan bu değer kendini sermaye öğeleri üzerinde artış, azalış veya dönüşüm şeklinde gösterir. İşletmeler tarafından yaratılan değer iki öğeden oluşmakta olup Kuruluşun yarattığı içsel değer ve Diğerleri (paydaşlar ve toplum) için yarattığı değerdir (IIRC 2013).

Bununla birlikte Eccles'e (R. G. Eccles ve Saltzman 2011) göre Entegre Raporlamanın iki temel teorinin birleşmiş bir mutabakatı olduğunu söylemek mümkündür. Bu teoriler ise hissedar ve paydaş teorileridir. Hissedar teorisine göre işletmelerin temel amacı hissedarlar için yaratılan değer mümkün olan en yüksek değere yükseltilmesidir. Bu teori çerçevesinde Entegre Raporlama yaklaşımının yönetsel, çevresel ve sosyal konuların firma değerini arttıracak şekilde yönetilmesi beklenir. Öte yandan, paydaş teorisine göre işletmenin nihai amacı bütün paydaşlar ve katılımcılar için değer yaratmaktır ve yönetsel, çevresel ve sosyal konuları kapsamı içine alır. Entegre Raporlamanın değer yaratım süreci ise bu iki teoriyi bir araya

getirerek muhasebesel verilerin kullanıcılarına ve üreticilerine faydaları dengeli bir biçimde yaymasıyla başlar (Ioana ve Adriana 2014).

Bununla ilişkili olarak Entegre Raporlamanın erken benimseyicileri raporlamanın yarattığı içsel değerlerle ilgili geri bildirimlerde bulunmuşlardır. Bu kapsamda işletmeler, birimler arası iletişimin geliştiği, faaliyetlerin ve nihai amacın çalışanlar tarafından daha iyi kavranması ve paydaşlar için yaratılan dışsal değer artmış olması gibi faydaları raporlamaya başlamışlardır (Adams vd. 2016).

Örgütlerin nihai amaçlarının değer yaratma süreçleri olmasından dolayı bu süreçler örgütsel anlamda önem arz etmektedir. Örgütler tarafından yaratılan değer Kay (1995) tarafından firmaların kullandığı girdilerin ve ürettiği çıktılarının farkı olarak tanımlanmıştır ve bu kavram kurumsal başarıyı tanımlamak için kullanılır (Kay 1995). Öte yandan, bir organizasyonun yarattığı değer ve elde ettiği değer her zaman aynı olmak veya kesişmek zorunda değildir. Çünkü organizasyonlar tarafından yaratılan değer çevre, rakipler, toplum, müşteriler ve kullanıcılar gibi birçok ekonomik faktörle paydaş bir şekilde yaratılmaktadır (Pitelis ve Teece 2009).

Rekabet, firmaların başarıları veya başarısızlıklarının arkasında yatan en temel faktördür. Aynı zamanda, rekabet firmaların faaliyetlerinin performansına olan uygunluğunu belirler. Bu faaliyetler; yenilikler, iyi bir iş planı uygulaması veya birleşmiş bir kültür oluşumu olabilir (Porter 1985). Bu kapsamda iş modelleri bir firmanın temel rekabet gücünü belirler. İş modelleri ise çeşitli sermaye unsurlarından girdiler olarak faydalanır ve yürüttüğü faaliyetler ile bu öğelerden katma değer yaratılmasını sağlayarak firma için bu öğeleri “çıktılara” dönüştürür. Bu doğrultuda organizasyonların faaliyetleri sonucu elde ettikleri bu “çıktılar” sermaye öğeleri üzerinde bir etki yaratarak “sonuçlara” dönüşür (IIRC 2013).

İş faaliyetleri ise ürün tasarımı, projelendirmesi ve nihai olarak üretime dönüştürülmesi ile hizmet sunan işletmeler için tecrübe ve birikimi uzmanlığa çeviren becerileri ve bu kaynakların haiz olduğu bilgiyi kapsar. İnovasyonun kurum içinde desteklenmesi ise pazar talep ve ihtiyaçların önetkin bir şekilde yeni ürün ve hizmetler sunulmasını sağlayan dayanak iş faaliyetlerinden biridir. Önetkin yaklaşım ise teknolojiden daha etkin bir şekilde faydalanılmasını sağlayarak işletmenin çıktılarının faaliyet gösterdiği bağlam üzerindeki olumsuz toplumsal ve çevresel etkilerinin minimize edilmesine olanak sağlarken girdilerin gözden geçirilerek gerekli ise üretim seçenekleri yaratılmasını gerektirir (IIRC 2013).

Yenilik, küresel rekabet ve bunun getirdiği hızlı teknolojik değişimler kapsamında kısıtlı kaynaklar ile faaliyet gösteren organizasyonlar için büyümek, etkili olmak ve en önemlisi hayatta kalabilmek için zorunlu bir hal almıştır (Damanpour ve Wischnevsky 2006). Bu çerçevede yenilikçi kültür adapte etmiş organizasyonların başarıları üstündeki etkiyi göstermektedir (Heunks 1998).

Entegre rapor, nakdi kaynak sağlayan taraflara işletmenin zaman içinde ne şekilde katma değer yaratacağını ve değer yaratmak için haiz olduğu kabiliyetleri anlatmasını sağlayan bir araçtır. Bu araç vasıtasıyla işletmeler kısa, orta ve uzun vadeli değer yaratma planlarını ve işletmeye yönelik performans beklentilerini, kurumsal yönetim hedeflerini ve stratejileri tümleşik bir biçimde kısa ve net bir şekilde sunar (Gençoğlu ve Aytaç 2016).

Sonuçlar ise çerçeve kapsamında işletmelerin faaliyetleri neticesinde haiz oldukları sermaye öğelerinde meydana gelen olumlu veya olumsuz değişimlerin toplamıdır (Andrew ve Serafeim 2014).

## 2.1. Entegre Raporlama ve Güney Afrika Uygulaması

Günümüzde halen Entegre Raporlamanın çerçevesinin tam olarak tanımlanmamıştır ve işletmeler tarafından gönüllü olarak yapılmaktadır. Ancak birçok ülkede işletmelerin finansal ve finansal olmayan performanslarını raporlamaları için harcadıkları çabayı anlamak mümkündür (C. T. Kaya, Ergüden, ve Sayar 2016). Örnek olarak GRI tarafından yayınlanan G3 kılavuzunu kullanan 1861 işletmeden 237si Entegre Rapor hazırlamaktadır (GRI 2011). İşletmelerin faaliyet gösterdiği karmaşık ve değişken çevre yapıları göz önüne alındığında Entegre Raporların kaleme alınması ve aynı anda güçlü paydaşlarla yöneticilere bu karmaşık ve faydalı bilgilerin temin edilmesi, bu kuruluşlar için talepkâr ve zorlu bir süreç olmaktadır (Ruggiero ve Monfardini 2013).

Entegre raporlama kullanıcılara önemli bilgiler sunarak firmanın stratejisi, süreçleri ve uzun dönemli fırsat ve tehditleri hakkında açık bir görüş sunar (Fasan, Mio, ve Pauluzzo 2016).

1990 yılına gelindiğinde Güney Afrika'da mevcut olan büyük şirketlerin birçoğu aile işletmeleri idi ve kurumsal yönetim yapısından yoksundu. Bu kapsamda Güney Afrika hükümeti kurumsal yönetimin gelişmesi için adımlar atmaya başladı (Schulschenk 2012). 1992 yılında Güney Afrika Direktörler Enstitüsü (IoDSA) "King Committee" adlı komitenin kurulmasını yetkili kılmıştır. Bu komitenin başlıca görevi ise ırk ayrımının son bulmasıyla, uluslararası kısıtlamaların kalkmasından dolayı Güney Afrika ekonomisinin yavaş yavaş küresel ekonomi içinde yer bulmaya başlamasıyla ortaya çıkan Kurumsal Yönetim ihtiyacının ve boşluğunun doldurulması konusunda çalışmalar yapmaktı (R. G. Eccles, Serafeim, ve Armbrester 2012).



İlk olarak kurulan bu komite 1994 yılında “King I” raporunu yayımlamıştır. Bu rapor genel hatları ile işletmelerin ana odak noktasının ortaklardan paydaşlara kayması gerekliliğini vurguluyordu. Rapora göre; “Dâhil etme yaklaşımı temel olarak yönetim kurullarının paydaşların da ihtiyaç, ilgi ve beklentilerinin karar alma süreçlerine dâhil edilerek asıl görevleri olan işletmenin kar maksimizasyonu ve ekonomik değerini arttırmasıdır.” (R. G. Eccles, Serafeim, ve Armbrester 2012). Diğer bir deyişle “King I” raporu kurumsal yönetime finansal, toplumsal, etik ve çevresel etkileri de göz önünde bulunduran bir yaklaşım getirmiştir.

Bu rapora müteakip olarak 2002 yılında Johannesburg kentinde yapılan Dünya Sürdürülebilir Gelişim Zirvesinden sonra komisyon aynı yıl içinde “King II” raporunu yayımlamıştır. Bu raporun amacı ise King I raporuna ek olarak Risk Yönetimi, Yönetim Kurulu Yapısı ve Sürdürülebilirlik konularına değinilmesiydi. Bu rapora göre işletmelerin tek hedef olan karlılıktan ekonomik, çevresel ve toplumsal öğeleri kapsayan üç bacaklı bir hedef çıktısıyla çalışmalarını öngörüyordu.

Bununla birlikte “King II” raporu risk yönetimi ve iç denetim gibi konuların da zorunla hale getirmiştir. Buna göre işletmeler takım çalışması temelli bir risk yönetimi politikası uygulamalıydı. Bu kapsamda risk yönetimi için ana başlıklar;

- Fiziksel ve Operasyonel Risk,
- İnsan Kaynakları Riski,
- Teknik Riskler,
- İşletme Sürdürülebilirliği ve Doğal Afetler kaynaklı Riskler,
- Faiz ve Piyasa Riski,
- Hukuksal Uyum Riski,

Olarak belirlenmiştir (King Committee 2002).

“King II” raporu Entegre Raporlamaya ön ayak olan Entegre Sürdürülebilirlik Raporlaması hakkında bir bölüm içermekteydi. Buna göre “İşletmelerin finansal olmayan öğeleri dikkate alması gelecekte işletmenin devamlılığı ve faaliyet gösterdiği çevrelerde değer kazanmasıyla sürdürülebilirliği ortaya çıkaracaktır”. Böylelikle Sürdürülebilirlik; ekonomik, çevre ve sosyal olmak üzere üç öğeden oluşan bir kavram olarak tanımlanmıştır (King Committee 2002). “King II” raporu hukuksal anlamda zorunluluklar getirmemiş olsa da JSE borsasında işletmelerin hisselerinin işlem görebilmesi için zorunluluk haline getirilmiştir.

Yasal raporlama zorunluluğu ise 2009 yılında yayımlanan “King III” raporu ile getirilmiştir (R. Eccles ve Armbrester 2011). Önceki raporların aksine King III özel, halka açık ve kar amacı gütmeyen bütün işletmeleri kapsamına almıştır. King II raporunda vurgulanan finansal ve finansal olmayan faaliyetlerin raporlanması hususu King III kapsamında daha detaylı bir şekilde açıklanarak bu raporlamanın ayrı ayrı değil Entegre bir biçimde yapılması gerektiği ifade edilmiştir (King Committee 2009).

King III kapsamında Entegre Raporlama 9 Bölümde açıklanmıştır. Buna göre firmaların finansal ve finansal olmayan faaliyet sonuçları yıllık olarak bütünleşmiş bir biçimde tek rapor olarak hazırlanacaktı (R. G. Eccles, Serafeim, ve Armbrester 2012). Bu bütünleşmiş raporun temelinde yatan düşünüş ise işletmelerin hedef ve bu hedeflere ulaşmak için belirlediği stratejilerin, ekonomik, sosyal ve çevresel faaliyet sonuçlarının etkin bir şekilde raporlanması işletmeleri paydaşların beklenti ve menfaatleri ile hizaya getirerek paydaşların işletmelerin koyduğu hedeflere desteğini arttırmasını sağlayacak olmasıdır (Roberts 2017).

Öte yandan, bütünleşik bu raporda geçmişe ait faaliyet sonuçlarının yer alması kadar geleceğe dönük bilgilere de yer verilmesi gerekliliği getirilmiştir (Ioana ve

Adriana 2013). İşletmeler sürdürülebilirlik ve finansal raporlamalarını bütünleştirerek, finansal olarak faaliyetlerin sonuçlarını açıklarken bu sonuçların nasıl elde edildiğini ve çevresel anlamadaki etkilerini açıklayarak, olumsuz bir etkiye neden oluyorsa, bu etkiyi ne şekilde ortadan kaldıracağına dair stratejisini de paylaşmalıdır (King Committee 2009).

Rapor aynı zamanda Entegre Raporlamanın, Finansal Raporların aksine yılsonunda geçmişe ait faaliyet çıktılarının raporlanmasındansa yıl içinde süregelen faaliyetler hakkında bilgi verilmesi gerekliliğini vurgulamaktadır.

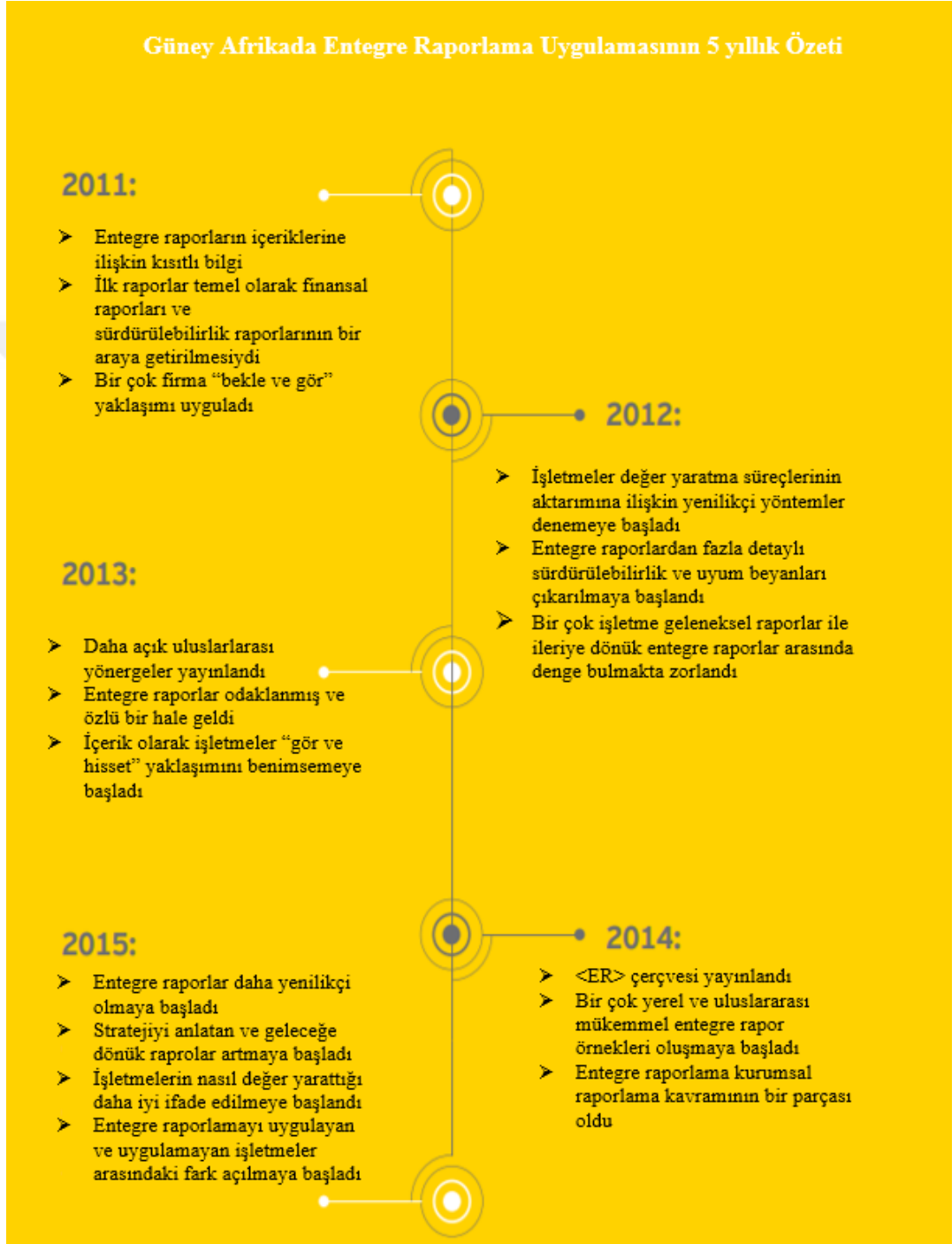
2010 yılının Mart ayında Johannesburg Borsasında işletmelere ait hisse senetlerinin işlem görebilmesi için King III raporunda belirtilen ölçütlere uyum zorunlu hale getirilmiştir ("JSE Listings Requirements" 2017) ve aynı yılın Mayıs ayında Güney Afrika'da Entegre Raporlama Konseyinin kurulmasıyla uygulama çerçevesine yönelik çalışmalar hız kazanmıştır. İlk çerçeve ve müzakere belgeleri ise 2011 yılının Ocak ayında yayımlanmış ve Güney Afrika'da Entegre Raporlama uygulama kapsamını belirlemiştir (Ioana ve Adriana 2014).

Güney Afrika'nın ardından, Almanya, Fransa, İspanya, Brezilya ve İngiltere de finansal olmayan raporlama ile ilgili düzenlemeler yapmışlardır. Dünyada Entegre Raporlama yolculuğu 1994 yılında Güney Afrika'nın tam demokrasiye geçmesine kadar uzanmaktadır. Yeni seçilmiş başkan Nelson Mandela, Güney Afrika kuruluşları ve şirketlerine duyulan güvensizliği azaltabilmek amacıyla şeffaflık, eşitlik ve bilgi paylaşımını teşvik etmiştir (Güler ve Sarioğlu 2015).

Entegre Raporlama hakkında anlaşılması gereken en önemli husus ise; entegre rapor, finansal rapor ile sürdürülebilirlik raporlamalarının bir birleşimi olmaktan

ötedir. Entegre raporlama aracılığı ile işletmeler gelecekte yaratacakları değeri ortaya çıkarmayı hedeflemelidir (Yılmaz, Atik, ve Okyay 2017).

Şekil 2.3. Güney Afrika’da Entegre Raporlama Uygulamasının 5 yıllık Özeti (EY 2016)



## 2.2. Entegre Raporlamanın Denetlenmesi

Finansal raporlamada olduğu gibi Entegre Raporlama için de kanunlar dâhilinde tanımlanmış kesin ve açık kuralların mevcudiyeti piyasanın, yatırımcıların ve toplumun menfaatlerine hizmet eden bildirimlerin tutarlılığını sağlayacaktır (Sulkowski ve Waddock 2014). Bu kapsamda, yatırımcılar ve finansal tablo kullanıcıları finansal raporlamanın denetlenmesi sürecinin olumlu etkileri üzerinde hemfikirlidir.

Ancak denetim olgusu da iş dünyasının yapısının dinamikleşmesi ve derinleşmesi ile evrimleşen bir meslek olmuştur. 1850 ve 1900 yılları arasında Amerika Birleşik Devletlerinde denetim mesleğinden beklenti bütün işlem ve hesapların dolandırıcılık ve hatalı yönetim çerçevesinden incelenerek tam teminat verilmesiydi. Gelişen küresel ekonomi ve derinleşen piyasa yapısı ise denetim mesleğinden beklentiyi finansal tabloların içeriğinin uygunluğunun onaylanması şeklinde evrimleştirmiştir. Buna rağmen halen denetim kavramı asıl amacı olan finansal tablo bildirimlerinin makullüğünden uzaklaşmamıştır. (Epstein ve Marshall 1994).

Denetimin temel fayda sağlayıcıları mevcut veya gelecekteki hissedarlar iken denetçiyi seçen ve ilgili hizmetlerin ödemesini yapan, işletmelerin bünyelerindeki Denetim Komiteleridir. Yatırımcılar ise karar verme süreçlerinde kullandıkları finansal verilerin güvenilir ve doğru olduğundan emin olmak ister. Bu bağlamda denetçiler hazırladıkları denetim raporları aracılığı ile yatırımcılara finansal tablolar ve finansal veriler konusunda güvence sağlamaktadır (R. G. Eccles ve Krzus 2010).

Günümüzde mevcut denetim standartları Entegre Raporlamanın geniş kapsamından dolayı bütün içerik ve kavramları kapsamakta yetersiz kalmaktadır.

Uluslararası Denetim ve Güvence Standartları Kurulu tarafından yayımlanan Uluslararası Denetleme Standartları finansal bilgilerin denetimini ele alırken mevcutta Entegre Raporlama için belirlenen bir denetim standardı bulunmamaktadır (IIRC 2014).

Entegre Raporlama, işletmelerin geleceğe yönelik değer yaratma hedeflerini bütünleşik bir biçimde bütün paydaşlara iletilmesini sağlayan önemli bir iletişim aracı olmasına karşın mevcutta işletmelerin hazırlaması beklenen entegre raporlara ait bir standart bulunmamaktadır (Topcu ve Korkmaz 2015).

Entegre raporların hazırlanmasında ve denetlenmesinde gerekli olan muhasebe bilgisinin üretilebilmesinde genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin yanı sıra entegre raporlamayı ortaya çıkaran ihtiyaçların ortak paydasında bulunan sürdürülebilirlik muhasebesi oldukça önemli hale gelmektedir (Altınay 2016).

Bu nedenle, 2009 yılında yayımlanan King III raporu sürdürülebilirlik raporlamasının bağımsız olarak denetimden geçmesi gerekliliğini vurgulasa da sürdürülebilirlik performansının çoğu zaman ölçümünün ve buna bağlı olarak raporlamasının doğası gereği karmaşık olduğunu vurgulamıştır. Bu çerçevede Entegre Raporlama için King III AccountAbility tarafından yayınlanan AA 1000 Assurance Standard ve International Accounting and the Auditing Standard Board'un International Standard on Assurance Engagements ilkelerine uyumu zorunlu kılmıştır (King Committee 2009).

Denetim kavramının Uluslararası Denetim ve Güvence Startları Kurulu tarafından yayımlanan standartlara uyumluluk olarak algılanması durumunda ise Entegre Raporun denetiminin, Entegre Raporlama Çerçevesindeki kıstaslara göre yapılması gerektiği sonucu ortaya çıkmaktadır. Bunun doğruluğunun kanıtlanması ise

IAASB tarafından denetleme çerçevesi öğeleri ele alınarak incelenebilir (Ergüden, Kaya, ve Sayar 2017).

Deloitte firmasının 2012 yılının Şubat ayında yayımladığı “Integrated Reporting: Navigating Your Way to a Truly Integrated Report: Edition 2” başlıklı raporunda yer verilen araştırmalara göre; işletmelerin ölçülebilir finansal olmayan hedefleri beyan etmekte isteksiz olduğu, finansal olmayan bilgiler konusunda önemlilik düzeyi açıklamalarının tam anlaşamadığı ve Entegre Raporların denetiminin bu nedenle gelişmesi gerektiği sonuçları ortaya çıkmıştır.

Bununla birlikte, Entegre Raporlamanın, Sürdürülebilirlik Raporlamasına kıyasla daha güvenli bilgiler sunduğunu söylemek mümkündür. Sürdürülebilirlik raporlaması paydaşlara ilişkin bilgi sunmasına karşın çevresel ve sosyal unsurların nasıl finansal unsurları etkilediğini açıklamakta yetersiz kalmaktadır (R. G. Eccles ve Krzus 2010). Sürdürülebilirlik Raporları işletmelerin strateji ve iş planı çerçevesinde açıklanmazken finansal raporlardaki denetim güvencesine kıyasla daha az güvenilir ve itibar edilebilir bilgiler içermektedir. Böylelikle, finansal verilerin sahip olduğu denetim güvencesi Entegre Raporlamaya da yansımaktadır (Serafeim 2015).

Ancak, entegre denetim görüşünün oluşabilmesinin önünde halen önemli engeller bulunmaktadır. İlk olarak, finansal olmayan bilgilerin ölçümüne ilişkin uluslararası geçerlilik ve uygun devlet desteği mevcut denetim standartları geliştirilmesi kolay olmayacaktır. Bununla birlikte, finansal ve finansal olmayan bilgilerin işletmelerin sürdürülebilirlik açısından beyan edilmesine ilişkin olumlu entegre denetim görüşlerinin oluşturulmasına ilişkin metodolojilerin geliştirilmesi temel bir sorun olarak devam etmektedir (Ergüden, Kaya, ve Sayar 2017).

### 2.3. Sürdürülebilirlik Raporlaması

Geçmiş yıllarda sürdürülebilirlik raporlaması dünya çapında daha geniş yer bulmaya başlamış ve uygulama daha fazla işletme tarafından benimsenmiştir. Bu eğilim birçok halka açık ve özel şirket tarafından benimsenmiştir. Günümüzde nice işletmelerin sürdürülebilirlik faaliyetlerini, çalışmalarını ve bunların doğal ve sosyal kaynaklar üstündeki etkilerine ilişkin raporlamayı benimsemiş olmasına rağmen bu uygulama halen gönüllülük bazında yapılmaktadır (James 2013).

Geçtiğimiz yıllarda çeşitli teoriler kullanılarak, işletmeler tarafından yapılan finansal olmayan veya sürdürülebilirlik ile ilgili addedilebilecek bilgilerin raporlanmasına ilişkin araştırmalara olan ilgi artmaktadır. Bu teorilerin arasında “Agency Theory” öne çıkmaktadır. Bu teoriye göre işletmeler sürdürülebilirlik ile ilgili konularda yalnızca muhtemel getiriler muhtemel maliyetlerden fazla olacak ise raporlama yapmaktadır (Ness ve Mirza 1991).

İşletmeler günümüzde, faaliyetlerinin sürdürülebilirlik kavramının yapı taşları üstündeki etkilerinin daha şeffaf bir şekilde raporlanması yönünde yoğun bir baskıya maruz kalmaktadır (Lozano ve Huisinğh 2011). Bu kapsam işletmeler sürdürülebilirlik ile ilgili verilerin toplanması, incelenmesi ve iletilmesi olarak tanımlanan sürdürülebilirlik muhasebesine önem vermektedir.

Şirketlerin çevresel, sosyal ve yönetsel performansının şirketin geleceğini ve değerini finansal performansı kadar etkilediğini gören yatırımcılar, şirketlerin bu alanlarda da bilgilendirme yapmasını talep etmeye başlamışlardır (Altınay 2016).

Son yıllarda işletmelerin elde ettikleri kar kadar bu karı nasıl elde ettikleri önemli bir kıstas olmaya başlamıştır. Paydaşlarının güvenini kazanarak faaliyet gösterdikleri pazarda iyi bir itibar elde etmek isteyen işletmelerin; operasyonlarının



sosyal, çevresel ve ekonomik etkilerini tespit etmesi, izlemesi ve raporlaması; süreklilik arz eden, uzun vadeli taahhütlerde bulunması yönünde beklentiler artmıştır. Yatırımcıların ve paydaşların değişen bu beklentileri işletmeleri paydaşlarına ve topluma karşı sorumluluklarını yeniden tanımlamaya ve paydaşlarının ihtiyaçlarına çözüm sunacak yeni bir raporlama modeli geliştirmeye yönelmiştir (Güler ve Sarıoğlu 2015).

1980'lerde ilk önce kurumsal sosyal sorumluluk ve çevresel raporlamalarla başlayan ve günümüzde standartlara bağlanan sürdürülebilirlik raporları, iktisadi, sosyal ve iklim nedeniyle çevresel krizlerin sıkça yaşanması nedeniyle önem kazanmaktadır (Gençoğlu ve Aytaç 2016) ve son 10 yıl içerisinde işletmeler üstündeki daha şeffaf bir şekilde faaliyet gösterme baskısı artmıştır (Fig 2007).

Günümüzde dünya çapında binlerce firma ve Fortune 250 listesinde bulunan firmaların %95'i gönüllü olarak faaliyetlerinin çevresel, sosyal ve ekonomik etkileri üstünde raporlar yayınlamaktadır. Bu uygulama sürdürülebilirlik raporlaması, kurumsal sorumluluk raporlaması, kurumsal sosyal sorumluluk raporlaması, vatandaşlık raporlaması ve ESG (Environmental, societal and governance) raporlaması şekline devam etmektedir (Sulkowski ve Waddock 2014).

Geçtiğimiz on yıllık dönem içinde özellikle hisseleri borsalara açık firmalardan olan beklentiler değişiklik göstermeye başlamıştır. Bu firmaların finansal anlamda yatırımcısını ve paydaşlarını memnun edecek çıktılar elde etmesi gereksiniminin yanında bunu başarırken çevresel ve toplumsal bilinç kapsamında faaliyetlerini sürdürmesi için bir baskı mevcuttur. Bu kapsamda yatırımcılar ve paydaşlar, işletmelerin finansal, toplumsal, çevresel ve yönetsel sorumluluklarını nasıl yerine

getirdiğine dair daha detaylı bilgiye ihtiyaç duymaya başlamıştır (Ganesh ve Allen 2016).

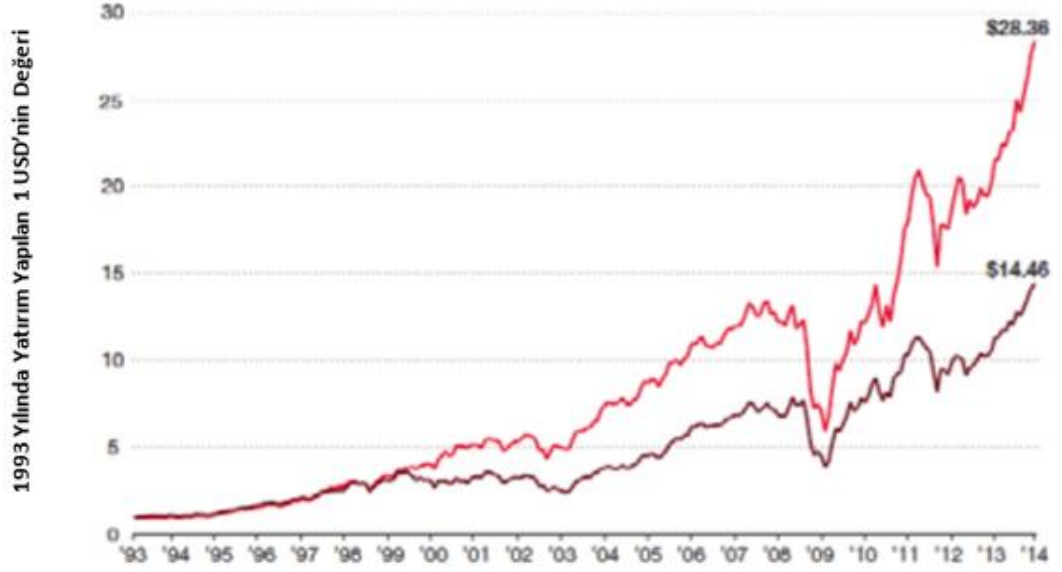
Kurumsal sürdürülebilirlik, ilgili kavramların organizasyon içinde ayrı ayrı ele alınmasından öte entegre bir yaklaşımla ölçülmesini ve yönetilmesini gerektirmektedir (Maas, Schaltegger, ve Crutzen 2016).

Harvard tarafından yapılan bir araştırmada ise hisse senedi performansı ve Sürdürülebilirlik raporlaması dâhilinde gerçekleştirilen ESG çalışmaları arasındaki ilişki ortaya konmuştur. Buna göre üzere ESG açısından daha yoğun çalışmaları olan firmaların oluşturduğu bir portföy ESG çalışmalarına önem vermeyen firmaların oluşturduğu bir portföyden 20 yıllık bir süre zarfında %4,8 daha iyi performans göstererek ayrılmıştır (R. G. Eccles, Ioannou, ve Serafeim 2011).

Öte yandan, daha yakın tarihli bir çalışmada ise Sürdürülebilirlik Muhasebesi Standartları Kurulu tarafından belirlenen önemli konular ve yönetimi açısından güçlü firmaların ileriye dönük hisse senedi performanslarının çok daha güçlü olduğu görülmüştür. Şekil 2.4.'te ise önemli sürdürülebilirlik konuların güçlü yönetimine sahip firmalara ait hisse senetlerinden oluşturulmuş bir portföy (kırmızı çizgi ile gösterilmiştir) ile bu konuların zayıf yönetimine sahip firmalardan oluşan bir portföyün zaman içinde ayrışımı gösterilmiştir (Khan, Serafeim, ve Yoon 2014).

Ancak İtalya'da yapılan deneysel bir çalışma ise sürdürülebilirlik olgusu üzerinde artan baskı her zaman aksiyon olarak kurumsal sürdürülebilirlik projelerine yansımamaktadır (Montecchia, Giordano, ve Grieco 2016).

**Şekil 2.4.** Sürdürülebilirlik Yönetimi Güçlü ve Zayıf Firmalar Hisse Senedi Performansı Kıyaslaması (Khan, Serafeim, ve Yoon 2014)



Bununla birlikte, kurumsal raporlama kalitesi ve hisse başı kar tahminleri arasındaki ilişkiyi FTS 350 endeksinde işlem gören firmalar kapsamında inceleyen bir araştırma sonucunda sürekli, kaliteli ve şeffaf çevrimiçi kurumsal raporlama yapan şirketlerin daha fazla analistin ilgisini çektiği ve aracı acente komisyonlarını düşürdüğü gözlenmiştir (Saleh ve Roberts 2017). Bilinçli yatırımcılar ise yatırım yaptıkları firmaların entegre düşünce yapısını benimsemesine, bunun işletmenin bütün sermaye çeşitlerinin farkında olması ve sürdürülebilir gelişmesine yatırım yaptığının göstergesi olduğu için önem vermektedir (Roberts 2017).

Sürdürülebilirlik raporları, finansal performansı gayet iyi olana bir işletmenin, çevreye ve sosyal yaşama uyum sağlayıp sağlayamadığını, risklerini ve fırsatlarını iyi yönetip yönetemediğini görmenin neredeyse tek yolu olarak kabul edilmektedir. Ancak zaman içinde yatırımcılar, sürdürülebilirlik raporlarındaki bilgiler ile finansal performans ve firma değeri arasındaki ilişkiyi tam olarak kuramadıklarından, bu raporlar yatırımcıların beklentilerini karşılamada yetersiz kalmıştır. Bu nedenle ortaya

ıkan entegre raporlama ile yatırımcıların daha bütün olarak bilgilendirilmesi ve işletmenin gelecekteki performansı hakkında doğru karar alabilmelerinin sağlanması amaçlanmıştır (Gençoğlu ve Aytaç 2016).

Kurumsal Sürdürülebilirlik Raporlaması ise içerisinde barındırdığı finansal, sosyal ve çevresel etki olgularıyla mevcut gelişimini sürdürürken halen tartışmalara açık bir Şekil içinde olup diğer taraftan da getirdiği çoklu sermaye kavramı ve paydaş faydası olguları ile finansal kaynakların daha etkin yayılmasını sağlamayı hedefleyen Entegre Raporlama kavramı gelişmeye devam etmektedir. Bu kapsamda, Entegre Raporlama karar verme süreçlerinde yarattığı iyileşme ve etkinlik ile içeriğinde yer alan bilgilerin kalitesi, uygunluğu, bağlantılılığı ve uzun vadeli kapsamı sayesinde, kurumsal anlamda devamlılığı destekleyen bir kurumsal raporlama biçiminin evrimleşmesi olarak açıklanabilir (Aydin 2015).

Faaliyetlerden etkilenen tarafların güvenini kazanmayı isteyen işletmeler finansal ve finansal olmayan tüm bilgilerini paylaşabilmelerinde önemli bir araç olan raporlar kurumsal sosyal sorumluluk açısından büyük önem arz etmektedir. Bu raporlarda yer alan bilgilerin açık, anlaşılır ve Şeffaf olmasıysa güven kazanma ve bu güvenin sürdürülebilmesinde son derece önemlidir (Altınay 2016).

Türk ve diğerlerine göre (2012) işletmelerin Sürdürülebilirlik Raporlamasını benimsemelerini açıklayan iki önemli teori mevcuttur. Bunlar karar alma fayda teorisi ve kurumsal pazarlama teorisidir. Karar alma fayda teorisine göre; sürdürülebilirlik raporlar paydaşlara diğer raporlar aracılığıyla ulaşamayacakları çevresel ve sosyal etki bilgileri sunmaktadır. Öte yandan, Kurumsal Pazarlama teorisine göre işletmeler sürdürülebilirlik raporlarını kurumsal imajı etkileyen önemli bir faktör olarak görmektedir ve halka ilişkiler stratejisi olarak uygular.

## BÖLÜM III

### FİNANSAL ANALİZ VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ

Amerika Birleşik Devletlerinde gerçekleşen muhasebe evriminin özgün çıktılarında biri de finansal tabloların incelenmesinde kullanılan finansal rasyolardır. Bu oranların ilk çıkışı ise 19. Yüzyılın sonlarında kısa vade kredi değerlendirmede kullanılan analitik araçlar olarak gerçekleşmiştir. Yapılan çalışmalar sonucu birçok yeni finansal rasyo analistler tarafından ortaya atılmış ve kullanılmaya başlanmıştır (Horrigan 1965).

İşletmelerin önde gelen gayelerinden biri de işletmenin değerinin mümkün olan en üst düzeye çıkarılmasıdır. Bu değer ise karlılık, likidite ve faaliyet etkinliği gibi birçok etmenden etkilenebilmektedir. İşletmeler faaliyetlerini sürdürürken Pazar payını arttırmak, maliyetlerini düşürmek ve karlılığını arttırmak gibi birçok amaç gütmektedir. Bu amaçlar arasında öncelikli olarak kar maksimizasyonun geldiğini söylemek mümkündür (Kurtaran vd. 2015).

İşletmelerin mali durumu ve faaliyet sonuçları değerlendirilirken, finansal tablolarda yer alan verilerin tek başına ifade ettiği anlamdan daha önemli olan bilanço, gelir tablosu ve nakit akış tabloları arasındaki çapraz ve anlamlı ilişkilerdir. Muhasebe bilgilerinden elde edilen oranlar, işletmelerin performanslarının değerlendirilmesinde ve finansal analizlerde sıkça kullanılır. Bu oranlar finansal verilerin birbirlerine oranlanması sonucu elde edilir. Diğer bir deyişle finansal oran, mali tablolarda yer alan kalemlerin arasındaki ilişkinin matematiksel olarak ifade edilmesidir (Akgüç 1994).

Finansal yönetim, bir işletmenin yatırım, finans ve kar payı kararlarının alınmasıdır. Finansal yönetimin en önemli gayesi ise işletmenin karını veya karlılığını mümkün olan en üst seviyeye çıkarmak değil ortakların servetlerini mümkün olan üst düzeye çıkarmak ve işletmenin piyasa değerini yükseltmektir (R. Aktaş vd. 2013).

Yaşanan küresel gelişmeler ve kar odaklı bakış açısına getirilen eleştiriler neticesinde işletmelerin nihai amacı dönem sonu karının mümkün olan en yüksek düzeye çıkarılmasından günümüzde işletmelerin öncelikli gayesi firmanın gelecek nakit akımları hesaplanarak bulunan net bugünkü değerinin mümkün olan en yüksek düzeye çıkarılması olmuştur.

İşletmelerin finansal tablolarını ve faaliyet raporlarının incelenmesi neticesinde işletmenin faaliyet gösterdiği pazarındaki mevcut konumu ve gücü hakkında bilgi edinilebilir. İşletmelerin finansal tablolarının incelenmesindeki temel amaç bilanço, gelir tablosu ve nakit akış tablosu gibi çeşitli mali tablolarda yer alan öğelerin birbirleriyle olan ilişkilerinin incelenerek firmanın mali yapısı, karlılık, sermaye ve borç ödeme gücü gibi faaliyetlerdeki performansın anlaşılabilmesidir (Erhan 2012).

Diğer bir deyişle finansal analiz, işletmelerin mali tablolarındaki verilerden yararlanılarak mevcut durumunun anlaşılması ve buna bağlı olarak geleceğe yönelik yatırım kararları alınmasıdır. Finansal analiz firmanın kendisi tarafından “iç” ya da finansal tablo okuyucuları tarafından yapılan “dış” olarak ayrılır (R. Aktaş vd. 2013).

Finansal analizde kullanılan önde gelen tekniklerden biri de oran veya rasyo analizi yöntemidir (Birgili ve Düzer 2010). Finansal rasyolar, işletmelere özgü sonuçlar sunduğu için yatırımcılara hisse senetlerinin gerçeğe uygun değeri hakkında temel oluşturmaktadır (Karaca ve Başçı 2011). Finansal tablolar işletmelerin değeri

hesaplanırken yararlanılacak başlıca kaynaklardır. Bu tablolar sayesinde işletmenin faaliyet verimliliği, gelecekte yaratması öngörülen nakit akışları, faaliyet karlılığı gibi karar verme ve değer hesaplama süreçlerinde faydalanılacak birçok temel veriye ulaşmak mümkündür (Akdoğan ve Tenker 2007).

Mali analizde kullanılan finansal rasyoları, işletmenin faaliyetlerindeki kullanılış amacına göre gruplandırarak dört ayrı kategoride incelemek mümkün olup (Akdoğan ve Tenker 2007) bu ana gruplar aşağıdaki gibidir:

1. Likidite Oranları: İşletmelerin yabancı kaynakların yani borçlarını geri ödeme kabiliyetini ölçmek ve işletme sermayesi gücünü ortaya çıkarmak için kullanılan rasyolardır.
2. Finansal Yapı Oranları: İşletmelerin yabancı kaynaklarını finanse ederken hangi ölçüde kendi iç kaynakları ve dış kaynaklar arasında denge kurduğunu ölçmeye yarayan finansal rasyolar olup işletmenin borç-varlık-öz kaynak ilişkisini ortaya koyar.
3. Faaliyet Oranları: İşletmelerin faaliyetleri neticesinde ortaya çıkan riskleri ve çıktıları performans bakış açısı ile analiz etmeye yarayan finansal rasyolardır.
4. Karlılık Oranları: Finansal analizde günümüzde en çok önem verilen oranlar olup işletmelerin üretim veya hizmet sunma faaliyetleri neticesinde faaliyet katmaları bazında verimlilik ölçümü yapmaya yarayan oranlardır.

İşletmelerin piyasa değerini arttırmasının yolu ise yatırımcıların yatırımlarından beklediği geri dönüşün üzerinde bir getiri sunabiliyor olmaktan geçer. Buna sermayenin ağırlıklı ortalama maliyeti de denebileceği üzere hissedarlar için sermayenin maliyetini temsil eder. Hisse senedinin değerinin artabilmesi için ise sermayenin maliyetinin üzerinde getiri sağlıyor olması beklenir (R. Aktaş vd. 2013).

Finansal tablolar üzerinde yapılan rasyo analizlerinden elde edilen sonuçlar ise yatırım kararlarını dolayısıyla firma değerlerini etkileyebilir. Bu doğrultuda, finansal rasyolar ile firmaların değerleri arasındaki ilişki tespit edilmelidir.

Finansal oran analizi ile yapılan çalışmalarda Dupont şemasından yararlanılması gerekmektedir. Bu analizin amacı ise öz sermayenin karlılığına yönelik bir artışın hangi unsurlar aracılığıyla olabileceğinin anlaşılmasıdır. Öz sermayenin güçlü olması ise doğrudan karlılığa bağlıdır firmanın sağlıklı büyümesini destekler (R. Aktaş vd. 2013).

Dupont modeli net kar/öz sermaye oranının üç bileşene ayrılmasıyla bulunur. Bunlar aşağıdaki şekilde ifade edilebilir;

“Net Kar/Satışlar x Satışlar/Toplam Varlıklar x Toplam Varlıklar/Öz sermaye”

İşletmelerin faaliyetleri için finansman sağlama stratejileri risk, karlılık, rekabet ve bunun gibi birçok ögenin birleşimi neticesinde ortaya çıkmaktadır. Likidite ile karlılık seviyesi arasında negatif yönlü bir bağlantı mevcuttur. Likidite seviyesinin artması işletmenin bünyesindeki varlıkların getirisinin azalmasına neden olur. Risk ve likidite arasında ise ters yönlü bir ilişkinin olduğu söylenebilir. Yani likidite arttıkça işletmelerin risk seviyeleri azalacaktır. Ancak azalan risk seviyeleri azalan karlılık düzeylerine neden olacaktır. Finansmanın kısa dönemli dış kaynaklarla yapılması riski arttırıyor olmasına rağmen uzun vadeli kaynaklara kıyasla daha düşük maliyetler çıkarmakta ve karlılık artışına neden olmaktadır (Çakır ve Küçük Kaplan 2012).

Finansal oranlar bilgi kullanıcılarına işletmelerin geçmiş dönemlerine ilişkin karlılık, likidite ve sermaye yapısı gibi konularda bilgi sağlar. Ancak finansal oranların hisse senedi seçim sürecinde yatırımcılar için nihai ve tek kaynak olduğu söylenemez. Bunun nedeni ise hisse senedi fiyatlamalarının birçok dışsal etmenden etkilenmesi ve



yalnızca işletmenin pazardaki başarımını yansıtmamasıdır. Böylelikle hisse senedi fiyatlamalarının oluşmasında işletme faaliyetlerine ilişkin geleceğe yönelik beklentilerin, nakit akışlarının, ekonomik beklentilerin ve şirketler tarafından kamuoyuyla paylaşılan bilgilerin etkisi olması beklenir (Yalçiner, Atan, ve Boztosun 2005).

İşletmelerin faaliyetleri boyunca aldıkları kararlar ise doğrudan veya dolaylı olarak mali anlamda çıktıları etkilemekte ve nihai olarak işletmenin finansal oranlarını değiştirmekte ve dışsal etkilerin de devreye girmesiyle işletmenin değerine tesir etmektedir. Finansal oranlar aracılığıyla yapılan analizlerin neticesinde işletmenin iyileştirilebilecek yönleri ortaya çıkarken, problemleri unsurlar öne çıkarak önlemlerin alınmasında yol göstermektedir (Ayriçay ve Türk 2014).

Hisse senetleri firmaların ortaklık sahipliğini temsil eden araçlar olup menkul kıymet olarak değerlendirilirler. Hisse senetlerine ilişkin altı farklı değerden bahsetmek mümkündür (R. Aktaş vd. 2013);

- İtibari değer: Hisse senetlerinin çıkarılma değeri olup muhasebesel olarak ifade ettiği tutardır.
- İhraç değeri: Hisse senedinin halka arz edilmesinde durumunda oluşan satış değeridir.
- Defter değeri: Firmanın bilançosunda yer alan öz kaynakların mevcut hisse adedine bölünmesi sonucu ortaya çıkan değerdir.
- Tasfiye değeri: Firmanın bilançosunda yer alan varlıklar altındaki kalemlerin elden çıkarılması sonrasında mevcut yabancı kaynakların ödenmesi neticesinde artı kalan tutarın mevcut hisse adedine bölünmesi ile ortaya çıkan değerdir.
- Teorik (içsel) değeri: Çeşitli hisse senedi değerlendirme modelleri neticesinde hesaplanan hisse başı değerdir.
- Piyasa değeri: Hisse senedinin ikincil piyasalarda alım-satım işlemlerindeki

fiyatıdır.

2015 yılında hisse başı kazanç ve hisse başı kar payı arasındaki ilişkinin incelendiği çalışma sonucunda bu kavramlar arasında çok yakın bir ilişki olduğu tespit edilmiştir. Çalışma kısa vadede hisse başı kazanç ve hisse başı kar payı oranlarındaki değişimin ilişki açısından anlamsız olduğunu ifade etse de firmaların kısa vadede dalgalanan kar paylarını önemsemediği ancak uzun vade kar payı politikasının ve hisse başı karın volatiliteden etkilenmeyeceğinden dolayı yüksek ilişki içinde olduğunu ortaya çıkarmıştır (Chaudhry vd. 2015).

Bu kapsamda dönem net karının mevcut hisse sayısına bölünmesiyle bulunan hisse başı kazanç rasyosu finansal analistler için en önemli rasyolardan biri olup dolayısıyla hisse senedi fiyatlarının tahmini için büyük önem arz etmektedir (Bierman 1986).

Finansal rasyoların kullanılabilirliği ise çok basit temellere dayandırılabilir. Bu kapsamda, muhasebesel verilerin finansal rasyo formatına dönüştürülmeden analize konu edilmesi mümkün değildir ve finansal rasyoların kullanılabilirliğinin ispatı finansal muhasebenin kullanılabilirliğini de doğrular niteliktedir (Horrigan 1965).

Büyükşalvarcı ise finansal analizde kullanılan oranlarla hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi test etmiş ve doğrusal modele uygun ilişkilerin varlığını teyit etmiştir (Büyükşalvarcı 2010).

## BÖLÜM IV

### LİTERATÜR

Literatüre bakıldığında ise hisse senedi fiyatlamaları ve Hisse Başı Kazanç ile farklı değişkenler arasındaki ilişkilerin belirlenmesine yönelik çalışmaların yapıldığı gözlemlenmektedir. Ancak bu konuda Entegre Raporlamanın etkilerini inceleyen bir çalışma mevcut değildir. Bu tezin amacı etkin entegre raporlama ile hisse senedi fiyatları ve hisse başı kazanç arasındaki ilişkinin varlığını Panel Veri Analizi kullanarak test etmektir.

Finansal ekonominin en önemli araştırma konularından biri her zaman için hisse senedi getirilerinin tahminleri olmuştur. Hisse senedi getirilerinin tahmin edilebilir yapıtaşları olduğu yaygınlaşarak kabul edilen bir olgu halini almıştır (La Porta 1996; Kothari ve Shanken 1997). Bu çalışmayı destekleyen birçok analitik sonuç elde edilmiş olup Ang ve Bekaert (2006) de aynı sonuca varmış fakat tahmin edilebilirliğin uzun vadeyi değil kısa vadeyi kapsadığını tespit etmiştir.

Tamamen etkin bir sermaye piyasasında, hisse senedi fiyatlarının tamamen mevcut bilgiyi eksiksiz ve tarafsız bir şekilde yansıtarak gerçeğe uygun değeri yansıttığı kabul edilir. Ancak etkin piyasa hipotezini doğrulayan birçok çalışma olsa da akademisyenler bu hipotezin geçersizliği üstünde çalışmalarını devam ettirmektedir. Bu çalışmaların temeli ise fiyat-kazanç oranının hisse senetlerinin gelecekte meydana gelecek yatırım performanslarını yansıtmasına dayanmaktadır (Basu 1977). Geleceğe yönelik bu tahminler ise işletmelerin hissedarları, mevcut veya gelecek yatırımcıları ve kreditorleri gibi birçok çeşitli bilgi kullanıcısı tarafından yapılmaktadır (Martikainen ve Puttonen 1993).

Kendall (1953) çalışmasında hisse senedi fiyatlamalarının zaman içinde rastsal olarak salındığını gözlemlemiştir. Ancak Kendall ve birçok öncül literatür çalışması piyasa etkinliği üzerine yapılan çalışma hisse senedi fiyatlarının geçmiş veriler kullanılarak tahmin edilip edilemeyeceğini test etmiştir (Lewellen 2004).

Finansal piyasalar zaman zaman hisse senedi değerlerinin gelecekteki beklenen getirilerin risk faktörü ile düzeltilmesi ile hesaplanan içsel fiyatlamalarından uzaklaşarak varyans oluşturduğu dönemlerden geçmektedir (Ikoku, Hosseini, ve Okany 2010). Finansal tablolar aracılığı ile hesaplanan içsel hisse senedi fiyatları ile piyasa fiyatları arasında oluşan bu varyans nihayetinde hisse senedi değerlemelerinin gerçeğe uygun değerine yaklaşacağı için yatırım stratejilerinin belirlenmesinde içsel değer ve piyasa fiyatı karşılaştırması önemli bir yere sahiptir (Ou ve Penman 1989). Yatırım analistlerinin raporları halen yoğun olarak gelecek kazanç tahminleri ve kazanç büyüme oranlarına dayanmakta olup içsel değer veya içsel değer artış oranı çoğu zaman göz arda edilebilmektedir (P. D. Easton 2004). Genel olarak kabul edilmiş görüş de mevcut gelirler ve hisse senedi fiyatları arasında yakın ve doğrusal bir ilişki olduğu, kazançlar ve gelirlerdeki değişimlerin hisse senedi fiyatlarında dalgalanmalara neden olduğu şeklinde olup geçmiş veriler de bu yöndedir (Molodovsky 1955).

Hisse senedi tahminleri çoğunlukla kestirimci regresyon çözümlemesi aracılığı ile hisse senedi fiyatlamalarının büyüme oranı, diğer bir ifade ile hisse senedi getirilerinin belirli değişkenler yardımıyla açıklanmasına dayanmaktadır (Gupta ve Modise 2012).

Tahminsel regresyon modellerine ilişkin bir takım ekonometrik zorluklar mevcut olsa da (Gregory Mankiw ve Shapiro 1986; Kirby 1997), çoğunluğun görüşü

belirli değişkenlerin geleceğe yönelik hisse senedi fiyatlamalarını açıklamak için kullanılabilen yönündedir (Campbell 1999).

Son 10 yıl içerisinde akademik araştırmalar içerisinde birçok hisse senedi değerleme modellemelerinin büyük ölçüde gelirlerin tahminine dayanan çalışmalar olduğu görülmüştür. Yatırımcılar ve kurumsal finansçılar uzun yıllar boyunca düşük değerli hisse senetlerini tespit etmek için gelir tahminleri ve fiyat-kazanç oranlarını kullanmışlardır. Ancak yakın zaman içinde akademik çalışmalar hisse senedi değerleme modellerinde iki değişken üstünde yoğunlaşmaya başlamıştır. Bu iki değişken geniş olarak itimat edilir kabul edilmiş olup bu değişkenler, kar payları ve nakit akımlarıdır (P. Easton 2016). Mantıklı bir piyasada ise fiyat-temettü oranının gelecekte yaratılması öngörülen nakit akımlarının uygun faiz oranları kullanılarak bugünkü değerine indirildiği tutar olarak açıklanması mümkündür (Ang ve Bekaert 2006).

Bununla birlikte, kestirimci regresyon modelleri birçok ekonometrik problemi barındırıyor olsa da (Kirby 1997; Gregory Mankiw ve Shapiro 1986; Nelson ve Kim 1993), genel yargı hisse senedi değerlemeleri için kullanılan fiyat-kar payı ve fiyat-kazanç oranlarının hisse senedi fiyatlamalarının öngörümüleri için kullanılabilen yönündedir (Campbell 1999; Campbell ve Shiller 1988; Fama ve French 1988; Rapach, Wohar, ve Rangvid 2005). Öte yandan, bu çalışmalara bakıldığında hisse senedi fiyatlamalarının tahminlenmesi ancak uzun vadede mümkün olurken kısa vadede modellemeler bir anlam ifade etmemektedir. Bu doğrultuda mevcut fiyat-kar payı ve fiyat-kazanç oranlarının ileri tarihli hisse senedi fiyatlamaları ile ilişkili olmadığı hipotezi uzun vadede reddedilebilir (Gupta ve Modise 2012). Literatürde fiyat-kazanç oranı üstüne yapılmış çalışmaların hisse senedi getirilerinin vadesine göre farklılaştığını söylemek mümkündür (Öztürk 2017).

Yatırımcılar için bir hisse senedinin piyasa değerinin, mevcut gelirlerine bölünmesiyle bulunan oran, karar alma süreçlerinde sık olarak kullanılmaktadır (Margoshes 1960). Miller ve Modigliani ise araştırmalarında hisse senedi değerlemelerinin en iyi, yatırımcılara sağlanan nakit akımla değil geleceğe yönelik gelir arttırma gücü ve piyasaların/yatırımcıların bu gücü nasıl algıladığı ile ölçülebileceğini savunmuşlardır (Miller ve Modigliani 1961).

Bununla birlikte, bir dönem içinde elde edilen gelirin, hisse senedi fiyatına bölünmesiyle bulunan oran da yatırım karar alma süreçlerinde önemli bir analitik kaynaktır (Margoshes 1960). Günümüzde, işletmelerin gelirleri veya kazançlarını kullanarak yapılan modellemeler akademik dünyada oldukça yaygın olup bunun en önemli nedeni ileriye dönük kısa vadeli hisse senedi değerlemelerinin %70 ila %90 arasında bu modellemeler ile açıklanabilir olmasıdır (P. Easton 2016). Analistler ve yatırımcılar açısından hisse senedi karar alma aşamalarında kullanılan en önemli girdilerden biri kurumların gelecekte yaratması ön görülen kazanç ve hisse başı kazançlardır (Ohlson 1995).

Finansal tablo bilgi kullanıcılarının hisse senedi fiyatlarının fazla veya az değerlendirilmiş olup olmadığını anlamak için kullandığı oranların başında fiyat-kazanç ve piyasa değeri-defter değeri gelmektedir. Bu oranların geçmiş düzeyleri ise piyasaların fazla değerlendirildiği konusuna ışık tutabilir. Bu nedenle fiyat-kazanç oranı hisse senedi piyasalarının değerlendirme ölçütlerini anlamak için yaygın olarak kullanılan bir araç olarak görülmektedir (Givoly ve Hayn 2002).

Öte yandan, bütün kar payı büyüme tahminlerine dayanan hisse senedi fiyatlama modelleri birçok hızlı büyüyen firmalara uygulandığında geçersiz kalabilmektedir. Bunun nedeni ise hızlı büyüyen bu işletmelerin çoğunlukla kar payı

dağıtmayarak işletmeye yatırım yapmayı tercih etmesidir. Böylelikle, bu tarz modellemelerde Hisse Başı Kazanç oranının daha sağlıklı bir gösterge olduğu tespit edilmiştir (P. Easton 2016). Easton bu tespitine paralel olarak, hisse senedi fiyat modellemelerinde kullanılan serbest nakit akım verilerinin de yatırımlar aracılığı ile hızlı bir ivme ile büyüyen işletmelere uygulandığında, sıfırdan küçük nakit akımlar söz konusu olduğu için anlamsız sonuçlar verdiğini ortaya çıkarmıştır (P. Easton 2016).

Literatürde ise finansal rasyolar ve işletmelerin değeri arasındaki ilişkiyi test eden birçok çalışma mevcut olup bu bağlantı sermaye yapısı ve işletme değeri özelinde yoğunlaşmıştır. Bununla birlikte, işletme değeri ve kar dağıtım uygulamaları ve sıklıkları yaygın olarak incelenmiştir (Ayriçay ve Türk 2014).

Finansal rasyolar yoluyla yapılan çözümlerlerde hangi oranların kullanılacağına da önceden bilinmesi faydalıdır. Sayısal çalışmalarda kullanılan finansal rasyoların adedi konusunda bir fikir birliği yoktur (Orhan ve Yazarkan 2011).

Bu kapsamda İçerli ve Akkaya çalışmalarında 10 adet oran kullanmışlardır (İçerli ve Akkaya 2006). Çakırlı ve Küçükkaplan ise Net İşletme Sermayesi üzerinde yaptıkları çalışma için 6 adet bağımsız değişkene yer vermiştir (Çakır ve Küçükkaplan 2012). Bununla birlikte Birgili ve Düzer 21 adet finansal orana yer verirken (Birgili ve Düzer 2010), Büyükşalvarcı araştırmasında 16 adet oranla finansal oranlar ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişkiyi test etmiştir (Büyükşalvarcı 2010).

Orhan ve Yazarkan ise yaptıkları incelemelerde 14 adet oran kullanırken (Orhan ve Yazarkan 2011), Ayriçay ve Türk 2014 tarihli çalışmalarında firma değeri ve finansal oranlar arasındaki ilişkiyi 8 adet oranla ölçmüşlerdir (Ayriçay ve Türk 2014).

Firma değeri ve finansal oranların arasındaki ilişkiyi ölçen bir başka çalışmada ise finansal oran olarak cari oran ve asit-test oranının firma değeri üzerindeki etkisinin anlamlı ve sırasıyla negatif ve pozitif olduğu tespit edilmiştir (Kurtaran vd. 2015).

Cengiz ve Püskül ise yaptıkları çalışma sonucunda hisse senedi getirisi ile öz kaynak karlılığı ve brüt satış karlılığı arasında doğrusal bir ilişki tespit ederken faaliyet karlılığı ile ters yönlü ilişki ortaya çıkarmışlardır. Net kar marjı ve aktif karlılığı hisse senedi getirisi arasında anlamlı bir ilişki bulamamışlardır (Cengiz ve Püskül 2016).

Karaca ve Başçı ise 2001-2009 yılları arasındaki dönemi kapsayan IMKB 30 çalışmalarında karlılık rasyoları ve hisse senedi fiyatı arasındaki ilişkiyi tespit etmiş olup karlılık oranları içinden Net Kar Marjı ve Esas Faaliyet Kar Marjı ile hisse senedi getirileri arasında olumlu bir ilişki ortaya çıkmıştır (Karaca ve Başçı 2011).

Karaca ve Başçının bulguları yapılan başka bir çalışma ile de teyit edilmiştir. Buna göre, Aydemir, Ögel ve Demirtaş 2012 tarihli çalışmalarında karlılık oranlarının hisse senedi getirisi üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymuştur. Bununla birlikte aynı çalışmada likidite oranlarının da hisse senedi getirisi üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu tespit edilmiştir (Aydemir, Ögel, ve Demirtaş 2012).

Aktaş ise orta vadeli veriler ile İstanbul Hisse Senedi Borsasında yaptığı çalışmada hisse senedi getirileri ile anlamlı bir ilişki içindeki finansal oranları; asit-test oranı, kısa vadeli yabancı kaynaklar/toplam satışlar, kısa vadeli yabancı kaynaklar/aktif toplamı, hisse başına kar, net kar/toplam satışlar, faaliyetler sonucu oluşan nakit akışı/öz sermaye, toplam nakit akışı/öz sermaye, net kar/öz sermaye olarak tespit etmiştir (M. Aktaş 2008). Öte yandan tek değişkenli ve çoklu lojistik regresyon uygulayan Aktaş her iki analiz döneminde ortak olarak bulduğu değişkenler pay başına kar ve net kar/satış oranları olmuştur.



Firma büyüklüğü ve karlılık hadleri arasındaki ilişkiyi inceleyen Çoban ise firma büyüklüğü ve cari dönem karlılığı dolayısıyla cari dönem hisse başı kar arasında anlamlı ve doğrusal bir ilişki tespit etmiştir (Çoban 2014). Öte yandan, Lee tarafından Kore’de yapılan deneye dayalı çalışma sonucunda karlılığın büyümeyi negatif etkilediği tespit edilmişken büyümenin ise karlılığı pozitif etkilediği görülmüştür (Lee 2014).

Finansal olarak başarılı ve başarısız işletmeleri finansal rasyolar kullanarak karşılaştıran İçerli ve Akkaya ise bu işletmeleri cari oran, asit test oranı ve alacak devir hızı oranlarının ayırttığını tespit etmiştir (İçerli ve Akkaya 2006).

2012 yılında Hindistan’da yürütülen bir deneysel çalışma ise ülkedeki borsada işlem gören hisse senetlerinin fiyatlamasının %45’inin hisse başı kar ile doğrudan ilişkili olduğunu göstermiştir (Bhatt ve Jk 2012). Hisse başı kar üzerinden yapılan başka bir çalışma ise firmaların kendi hisse senetlerine yönelik geri alım politikaları yürütmesi hisse başı kar rasyosunun artmasında önem arz ettiğini vurgulamıştır (Bierman ve Hass 2009).

Öte yandan, Wang tarafından yapılan araştırma neticesinde muhasebe teknikleri dönemler arası gelir eşitliği sağlayabilmek adına gelir dağıtımını yapan firmalara ait hisse senetlerinin kurumsal yatırımcılar tarafından bu etkilerin düşülerek hisse başı kazancın tekrar hesaplanması ile dikkate aldığı ortaya çıkarılmıştır (Wang 2014).

Bu bulgulara paralel olarak ise Zarowin yaptığı çalışma ile hisse senetlerinin fiyat/kazanç oranlarını etkileyen en önemli faktör hisse başı kar rasyosundaki uzun vadeli sürdürülebilir artış olduğunu tespit etmiştir (Zarowin 1990).

Easton (2004) ise gelecekte oluşacak hisse senedi fiyatlamalarını kazanç ve kazanç artış oranını kullandığı bir modelle açıklamıştır. Sonuç olarak fiyat-kazanç oranındaki beklenen artışın hisse senedi fiyatlamalarını açıklamakta kullanılabileceğini tespit etmiştir. Kurduğu modelin ise ne şekilde sermaye değerlendirme yöntemi olarak kullanılabileceği konusunda yol göstermiştir.

Modigliani ve Miller 1958 yılındaki çalışmaları ile firmaların sermaye yapısının firmaların değerleri üzerindeki etkisini incelemiştir ve sermaye yapısının firma değeri üzerinde bir etkisi olmadığı sonucuna ulaşırken ortalama sermaye maliyetinin de kaldıraç seviyesinden bağımsız olduğunu ortaya koymuşlardır (Modigliani ve Miller 1958).

Bir başka çalışma ise kar payı verimliliğinin tek başına kar payı büyümesini eksik değişken varlığı yüzünden açıklayamadığını ortaya koymuş olup deneysel olarak kar payı artışının hisse başı kar ve kazanç faktörlerinin birleşimi ile doğrusal olduğunu tespit etmiştir (Møller ve Sander 2017).

Ang ve Bekaert (2006) ise iki değişkenli regresyon modelleri ile temettülerin hisse senedi fiyatlamalarını ne ölçüde açıklayabileceğini test etmiştir. Bu kapsam elde ettikleri sonuçlar kısa vadeli kur ve kısa vadeli dönemlerde açıklayıcılığın istatistiksel olarak anlamlı olduğunu göstermiştir. Ancak temettü ve kazanç hadlerinin gelecek nakit akım büyüme oranlarının iyi bir belirleyicisi olmasına karşın, aşırı düzeyde hisse senedi getirilerini gösteremeyeceğini belirtmişlerdir.

Birçok analitik çalışma ise kar payı ödeme oranı ile fiyat-kazanç oranı arasındaki ilişkiyi doğrusal regresyon modellemeleri ile incelemiş ve iki oran arasındaki istatistiksel ilişkiyi anlamlı ve doğrusal bulmuşlardır. Bunun üstüne yaptıkları çalışma Jitmaneroj, Öz kaynak Getiri Oran'ının (ROE) yatırımcıların

beklediği getiriden büyük olması durumunda fiyat-kazanç modellemelerinin istatistiksel olarak daha anlamlı olduğunu tespit etmiştir (Jitmaneroj 2017).

Basu ise hisse senedi yatırım performansı ve fiyat-kazanç oranı arasındaki ilişkiyi analitik çalışma neticesinde düşük fiyat-kazanç oranına sahip hisse senetlerinin, yüksek fiyat-kazanç oranına sahip hisse senetlerine kıyasla daha yüksek kesin getiriler elde ettiğini tespit etmiştir. Böylece çalışmasında hisse senedi fiyatlama davranışlarının efektif piyasa hipotezi ile örtüşmediğini ortaya çıkarmıştır. Diğer bir ifadeyle fiyat-kazanç oranlarının “tamamen” hisse senedi fiyatlamalarında yer almadığını savunan yarı-güçlü piyasa hipotezi doğrulanmıştır (Basu 1977).

Öztürk ise Borsa İstanbul’da işlem gören hisse senetleri üzerine yaptığı çalışmada 6 ay gibi kısa vadeli dönemlerde fiyat-kazanç oranını kullanarak yapılan hisse senedi fiyatlama modellemelerinin istatistiksel olarak anlamlı olmadığını tespit etmiştir (Öztürk 2017).

Basu yaptığı bir diğer analitik çalışmada ise New York Borsasında işlem gören hisse senetlerini incelemiştir. Bulgularına göre düşük fiyat-kazanç oranına sahip hisse senetleri, yüksek fiyat-kazanç oranına sahip hisse senetlerine göre daha yüksek getiriler sağlamaktadır (Basu 1983).

Eaton ve Paye ise hisse senedi getirileri üstünde tahminsel regresyon kullanarak yaptıkları çalışmalarında alternatif hisse getirilerinin, geleneksel kar payı ödemelerine kıyasla hisse senedi fiyatlamalarını açıklamakta daha etkin olduğunu ortaya çıkarmıştır (Eaton ve Paye 2017).

Bir diğer çalışma ise, hisse senetlerinin uzun vadedeki kar payı büyüme oranlarının mevcut kar payı-hisse senedi fiyatı oranıyla negatif yönlü bir ilişki içinde olduğunu tespit ederken uzun vadeli hisse senedi betasıyla pozitif yönlü bir ilişki

içinde olduğunu ortaya koymuştur. Bu kapsamda çalışma, hisse senedinin teorik değerini mevcut kar payı, uzun vade beklenen kar payı artış oranı ve uzun vade hisse senedi betasının bir fonksiyonu olarak tanımlamıştır (Bergeron 2013).

Bierman ise çalışmasında, hisse senedi opsiyonlarının varlığının gelecek kazanç beklentilerini seyrelttiğini savunmuştur. Bu çalışmaya göre mevcut bütün opsiyonlar gelecekte mümkün olabilecek hisse başı kazancın bir kısmını seyreltmektedir. Bu kapsamda, mevcut hisse başı kazanç oranı kullanılarak yapılan hisse senedi değerlemeleri gelecekte yaşanacak seyremleri hesaba katmamaktadır (Bierman 1986).

Rapach ve Wohar ise 2005 tarihli çalışmalarında hisse senedi fiyatlamalarının uzun vadede fiyat-kar payı ve fiyat-kazanç finansal rasyolarının kullanımı aracılığı ile açıklanabileceğini tespit etmişlerdir. Campbell ve Shiller'in (1998) değerlendirme rasyoları üzerinde yaptıkları tahminsel regresyon modellemesini tekrar test eden Rapach ve Wohar, literatürde mevcut çalışmaların geçerliliğini teyit etmiştir (Rapach ve Wohar 2005).

Kilian (1999) ve Kilian ve Taylor'ın (2003) çapraz kur tahminlemelerine yönelik geliştirdikleri argümanlar, Campbell ve Shiller'in (1998) hisse senedi fiyatlama tahminleri üzerine yaptıkları çalışması üzerine uzun vadede tahminin doğal olarak doğrusal olmayan bir yapıda gelişeceği üzerine kurulmuştur.

Yapılan bir başka çalışma ise hisse senedi fiyatlamalarını işletmelerin kaldıraç oranlarıyla açıklanabileceğini ortaya koymuştur. Bu çalışma kapsamında kaldıraç oranındaki artış veya azalışların direkt olarak hisse senedi fiyatlarına yansıdığını, işletmelerin mevcut değerinin borç seviyesine bağımlı olduğu ve bu bağımsız

değişkenlerin %23 ila %45 arasında bağımlı değişkendeki değişimleri yani hisse senedi fiyatlamaları üzerindeki değişimi açıkladığı tespit edilmiştir (Masulis 1983).

Borç oranları üzerinde yapılan bir başka analitik çalışma neticesinde ise hisse senedi getirilerinin borç oranlarına ilişkin birinci dereceden belirleyici bir faktör olduğu tespit edilmiştir (Welch 2004). Çoban ise (2014) büyüme ve karlılık arasında yaptığı çalışmada; mevcut karlılık ve mevcut büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit ederken geçmiş dönem karlılıkları ve mevcut büyüme arasında ise istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki tespit edememiştir.

Lewellen (2004) ise kurduğu model ile 1946-2000 yılları arasında Amerikan Borsalarında gerçekleşen fiyat hareketlerinin kar payı hadleri ile tahmin edilebileceğini ortaya koyarken kazanç-fiyat ilişkisi daha kısa bir dönemdeki getirileri tahmin etmekte anlamlı bulunmuştur.

Entegre Raporlama uygulamalarının sonuçları üzerinde yapılan bir deneysel çalışma ise Güney Afrika'da Entegre Raporlama çerçevesi altında finansal veriler ile sürdürülebilirlik raporlamasının birleştirilmesinden sonra firmaların borsa değerlemelerinde önemli değişiklikler meydana geldiği tespit edilmiştir (Baboukardos ve Rimmel 2016).

## BÖLÜM V

### ARAŞTIRMA YÖNTEMİ VE BULGULAR

Firmalarda zorunlu entegre raporlamanın hisse senedi fiyatları ve hisse başı kar üzerindeki etkilerini incelemeyi amaçlayan bu çalışmada yapılan literatür çalışması ile belirlenen 2 adet ekonometrik panel verisi modeline, firmalarda zorunlu entegre raporlamaya geçişi simgeleyen bir kukla değişken eklenerek, zorunlu entegre raporlamanın sürdürülebilirlik üzerindeki etkileri irdelenmiştir.

#### 5.1. Veriler ve Kısıtlar

Çalışmada tablo 5.1.'de yer alan ve hisse senetleri Johannesburg Borsasında işlem gören 30 firmaya ait 2007 ile 2016 arasında yer alan 10 adet yıllık gözlem kullanılmıştır. İflas, birleşme nedeni ile kısıtlı veriye sahip veya herhangi bir nedenle borsadan çıkarılan firmalar süreklilik kısıtını sağlayamadıkları için araştırma dışında bırakılmıştır. Bununla birlikte, 2008-2009 yıllarında gerçekleşen küresel krizin etkileri ayrı bir çalışmayla test edilmelidir. Orhan ve Yazarken bu kapsamda yaptıkları çalışmada kriz öncesi ve kriz sonrası dönemler karşılaştırıldığında borç ödeme gücünde önemli bir değişiklik tespit etmemiş olup işletmelerin kriz dönemlerinde uzun vadeli borçlanmalardan kısa vadeli borçlanmalara kaydığını gözlemlemişlerdir. Bu çalışma kriz dönemlerinde finansal rasyo olarak Cari Oran ve Kısa Vadeli Borç/Toplam Aktif rasyoları haricinde kalan rasyolar için anlamlı bir değişiklik tespit etmemiştir (Orhan ve Yazarkan 2011).

Öte yandan, Karaca ve Çiğdem 1994-2001 ekonomik krizlerinin ve 2008 küresel ekonomik krizinin imalat sanayi sektörü üzerindeki etkilerini faktör analizi yöntemiyle inceledikleri çalışmalarında 15 adet finansal oranı verimlilik, risk ve karlılık olmak üzere üç faktöre indirgemıştır ve bütün kriz dönemlerinin ortak

bağımsız değişkenini risk faktörü olarak tespit etmişlerdir (Karaca ve Çiğdem 2013).

Uyar ve Okumuş ise 2008 küresel krizinin işletmelerin likidite oranlarını etkilediğini ve kısa vadeli borçlarını ödeme güçlüğü yarattığını tespit etmiştir. Kriz döneminde işletmelerin stok ve alacak devir hızlarında önemli değişiklikler tespit etmezken varlık devir hızında düşüş gözlemlemişlerdir. En önemli değişimi ise karlılık oranlarında tespit etmişlerdir (Uyar ve Okumuş 2010).

Bu çalışmada kullanılan firmaların sektörlere göre dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

<b>Sektör</b>	<b>İncelenen Firma Sayısı</b>
Endüstriyel Metal ve Maden Üretimi	6
Perakendecilik	5
Değerli madencilik ve taş ocakçılığı	2
Gayrimenkul	2
Komünikasyon	2
Madencilik ve taş ocakçılığı	2
İmalat-Alkollü ve alkolsüz içecek	1
Enerji	1
Gıda	1
Holding	1
İlaç ve eczacılık	1
İmalat-Ambalaj	1
İmalat-Kâğıt ve kâğıt ürünleri	1
İmalat-Kozmetik	1
İmalat-Tütün	1
Sağlık hizmetleri	1
Sigortacılık	1
<b>Toplam</b>	<b>30</b>

**Tablo 5.1.** Analitik Çalışmada İncelenen Firmaların Sektörel Dağılımı

Çalışmada kullanılan veriler ilişkili firmaların resmi internet siteleri üzerinden 2007 ve 2016 yılları için beyan ettikleri finansal veriler indirilmek suretiyle elde edilmiş olup belirli bir yılın hesap dönemi, özel hesap dönemi kullanımının yaygın olmasından dolayı, ilgili yılın Mart, Haziran, Eylül veya Aralık ayında bitebilmektedir.

Bankacılık ve Finans sektörü bu çalışmaya kullanılacak bazı oranların ilgili sektöre uygulamasının mevcut olmamasından dolayı hariç tutulmuş olup Entegre Raporlamanın Bankacılık ve Finans sektörüne etkilerinin incelenmesi için ayrı bir çalışma yapılması gerekmektedir.

<b>Kod</b>	<b>Firma Adı</b>	<b>Kod</b>	<b>Firma Adı</b>
1	Kumba Iron Ore	16	MTN Group Ltd
2	Oceana Group LTD	17	Nampak Ltd
3	Liberty Holdings LTD	18	Netcare Ltd
4	Sasol Ltd	19	Sappi Ltd
5	The Foschini Group Ltd	20	Telkom SA SOC Ltd
6	Truworths International Ltd	21	Woolworths Holdings Ltd
7	Anglo American Plc	22	Tiger Brands Ltd
8	Anglogold Ashanti Ltd	23	African Rainbow Minerals Ltd
9	Aspen Pharmacare Holdings Ltd	24	BHP Billiton Plc
10	Barloworld Ltd	25	British American Tobacco Plc
11	Exxaro Resources Ltd	26	Imperial Holdings Ltd
12	Gold Fields Ltd	27	Northam Platinum Ltd
13	Impala Platinum Holdings Ltd	28	Clicks Group Ltd
14	Intu Properties Plc	29	Pick n Pay Stores Ltd
15	Massmart Holdings Ltd	30	Distell Group Ltd

**Tablo 5.2.** Çalışmada Yer Alan Firmalar



Analizde kullanılan Johannesburg Borsasında hisse senetleri işlem gören firmaların yıllık t bağımsız denetimden geçerek borsaya sunula gelir tablosu ve bilançolarından elde edilen finansal rasyolar tablo 5.3.'te sıralanmıştır. Bu finansal rasyolar modelimizde araştırma değişkenlerini temsil etmektedir. Çalışma söz konusu firmaların 2007 ve 2016 yılları arasındaki 10 yıllık verilerini kapsamaktadır. Çalışmada bağımlı değişken olarak ise Hisse Başı Kazanç kullanılmıştır.

No	Değişken İsmi	Sembol	Hesaplama
1	Hisse Başı Kazanç	EPS	Net Dönem Karı / Toplam Hisse Sayısı
2	Net Kar Marjı %	NEM	Net Dönem Karı / Net Satışlar
3	Faaliyet Kar Marjı %	OPM	Net Faaliyet Karı / Net Satışlar
4	Aktif Karlılığı %	ROA	Net Dönem Karı / Aktif
5	Öz sermaye Karlılığı %	ROE	Net Dönem Karı / Öz sermaye
6	Yıllık Ciro Büyüme Oranı	YYG	(Cari Dönem Ciro – Önceki Dönem Ciro) / Cari Dönem Ciro
7	Cari Oran	CUR	Dönen Varlık / Kısa Vadeli Borç
8	Finansal Kaldıraç	FIL	Toplam Borç / Toplam Aktif
9	Hızlı Oran	QUR	(Dönen Varlıklar-Stoklar)/KVYK
10	Borç/Öz sermaye Oranı	DEB	Toplam Borç / Öz sermaye
11	Alacak Devir Hızı	RET	Net Satışlar / Ticari Alacaklar
12	Stok Devir Hızı	INV	Satışların Maliyeti / Ortalama Stok
13	Aktif Devir Hızı	AST	Net Satışlar / Toplam Aktif
14	Entegre Raporlamanın Zorunluluğu	EZR	
15	Hisse Senedi Fiyatı	HSF	

**Tablo 5.3.** Araştırmada Yer Alan Değişkenler

## 5.2. Araştırmanın Hipotezi ve Modelleri

Araştırmanın hipotezleri finansal rasyoların hisse senedi değeri ve hisse başı kazanç üzerinde etkisi olduğu ve bu etkinin zorunlu entegre raporlama ile istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki içinde olduğu hipotezi üzerine kurulmuştur. Bu doğrultuda, sıfır hipotezinin test edilerek alternatif hipotezin doğrulanması gerekmektedir. Araştırmanın sıfır hipotezi ve alternatif hipotezi aşağıdaki gibi kurgulanmıştır.

*H<sub>0</sub>: Finansal Rasyoların, Hisse Senedi Fiyatları ve Hisse Başı Kazanç üzerinde etkisi yoktur.*

$H_1$ : *Finansal Rasyoların, Hisse Senedi Fiyatları ve Hisse Başı Kazanç üzerinde etkisi vardır.*

Bu kapsamda, sıfır hipotezini test etmek için kullanılacak araştırma modelleri aşağıdaki gibi kurgulanmıştır:

1. Araştırma Modeli:  $EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 NEM_{it} + \beta_2 OPM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 YYG_{it} + \beta_6 CUR_{it} + \beta_7 FILL_{it} + \beta_8 QUR_{it} + \beta_9 DEB_{it} + \beta_{10} RET_{it} + \beta_{11} INV_{it} + \beta_{12} AST_{it} + \beta_{13} EZR_{it} + \epsilon_{it}$

2. Araştırma Modeli:  $HSF_{it} = \beta_0 + \beta_1 NEM_{it} + \beta_2 OPM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 YYG_{it} + \beta_6 CUR_{it} + \beta_7 FILL_{it} + \beta_8 QUR_{it} + \beta_9 DEB_{it} + \beta_{10} RET_{it} + \beta_{11} INV_{it} + \beta_{12} AST_{it} + \beta_{13} EZR_{it} + \epsilon_{it}$

Çalışmada yer alan birçok bağımsız değişken benzer ve aynı paydalardan hesaplandığı göz önünde bulundurulduğunda bağımsız değişkenler arasında çoklu doğrusal bağıntı ve yüksek korelasyon problemleri olabileceği düşünülmüştür. Söz konusu bağımsız değişkenlerin faktör analizi tekniği ile incelenip yüksek derece bağıntılı olan değişkenlerin birlikte kompozit (birleşik) değişkenler olarak tahmini bu problemi ortadan kaldıracaktır.

Faktör analizi IBM SPSS 23.0 versiyonu ile yapılmıştır. Faktör analizinde temel bileşenler yöntemi ve varimax döndürme tekniği kullanılmıştır. Temel bileşenler yönteminde amaç çok sayıda değişkenden mümkün olduğu kadar az sayıda faktör altında gruplandırılıp yeni değişkenlerin oluşturulmasıdır.

Faktör analizi öncesi örneklem yeterliliği ve veri matrisinin rotasyon işlemine uygunluğunu denetlemek için yapılan KMO ve Bartlett testi istatistikleri tablo 5.4.'deki gibidir.

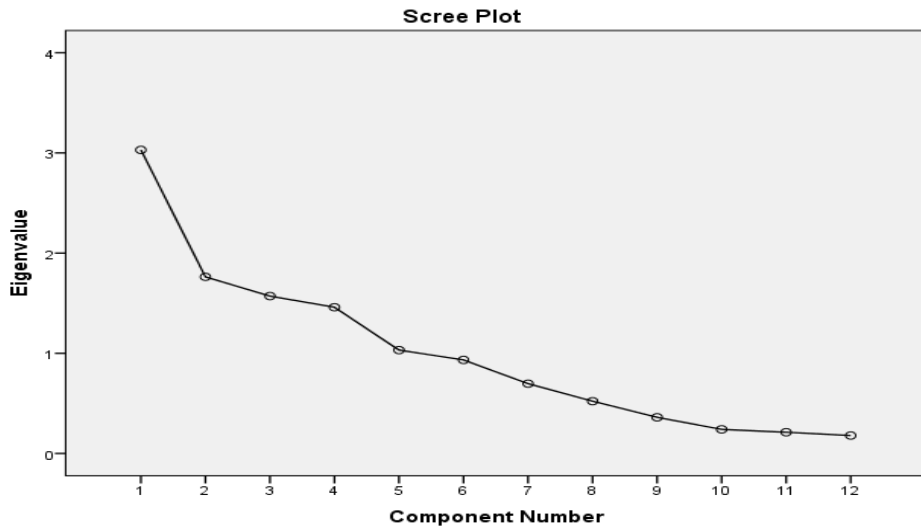
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,597
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	1252,567
	df	66
	Sig.	,000

**Tablo 5.4.** Faktör Analizi Öncesi KMO ve Bartlett Test İstatistikleri

Tablo incelendiğinde Kaiser Meyer örneklem yeterliliği istatistiğinin 0,5'in üzerinde olduğu görülür. Söz konusu istatistik örneklem büyüklüğünün faktör analizine kabul edilebilir derecede uygun olduğunu göstermektedir. Bartlett test istatistiğinin ise % 95 güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülür. Bartlett test istatistiği örneklem veri matrisinin faktör analizi için rotasyon işlemine uygun olduğunu göstermektedir.

Faktör analizinde uygun faktör sayısına karar verebilmek için scree plot grafiği incelenebilir. Scree plot grafiği Şekil 5.1.'de sunulmuştur.

**Şekil 5.1.** Faktör Analizi Scree Plot Grafiği



Grafik incelendiğinde öz değer düşüşünün 5. faktörden sonra azaldığı gözlemlenir. Bu durumda 5 temel bileşenli (faktörlü) yapının uygun faktör yapısı olacağı söylenebilir. Faktör sayısına karar vermeden önce açıklanan varyans oranları da incelenebilir. Faktörler tarafında açıklanabilen varyans oranları tablo 5.5.'te verilmiştir.

Faktör	İlk Öz Değerler			Türetilmiş Ağırlıklı Kareler			Rotasyon Kareli Ağırlıklar		
	Top.	% Var.	Küm %	Top.	% Var.	Küm %	Top.	% Var.	Küm %
1	3,030	25,248	25,248	3,030	25,248	25,248	1,968	16,396	16,396
2	1,763	14,692	39,939	1,763	14,692	39,939	1,954	16,281	32,677
3	1,571	13,091	53,031	1,571	13,091	53,031	1,891	15,755	48,432
4	1,460	12,163	65,193	1,460	12,163	65,193	1,782	14,847	63,280
5	1,032	8,598	73,791	1,032	8,598	73,791	1,261	10,511	73,791
6	,934	7,781	81,573						
7	,697	5,806	87,378						
8	,522	4,349	91,727						
9	,361	3,008	94,736						
10	,241	2,006	96,742						
11	,212	1,764	98,506						
12	,179	1,494	100,000						

**Tablo 5.5.** Açıklanan Varyans Oranları

Tabloda görüleceği üzere 1. ve 2. Faktör ayrı ayrı toplam varyansın yaklaşık %16'sını açıklayabilmektedir. Bununla birlikte, 3. Faktör yaklaşık %15, 4. Faktör yaklaşık %15 ve 5. faktör yaklaşık %10 varyans açıklayıcılığına sahiptir. 5 faktör birlikte toplam varyansın yaklaşık %74'ünü açıklayabilmektedir. Bu oranın %70'in üzerinde olması faktör yapılarının geçerliliği bakımından istenen bir durumdur. 5 faktörlü yapı için değişkenler arası gruplandırma ve faktör yükleri tablo 5.6.'daki gibidir.

	Bileşen				
	1	2	3	4	5
ROE	,781				
ROA	,762				
YYG	,632				
OP		,936			
NM		,902			
QUR			,918		
CUR			,913		
DEB				,886	
FILL				,775	
RET					
AST					,595
INV					,561

**Tablo 5.6.** Rotasyon Faktör Matrisi

Tablo incelendiğinde tüm değişkenlerin faktör yüklerinin 0,5'in üzerinde olduğu görülür. 1. Faktör 3 değişkenden oluşurken, diğer faktörler ikişer değişkenden oluşmaktadırlar. Faktörler ve madde eşleşmeleri tablo 5.7.'deki gibidir.

Faktör	Madde
F 1	ROE
	ROA
	YYG
F 2	OP
	NM
F 3	QUR
	CUR
F 4	DEB
	FILL
F 5	AST
	INV

**Tablo 5.7.** Faktör Madde Eşleşmeleri

Faktör analizi sonucu ortaya çıkan faktör yapısına göre değişkenler oluşturulduğunda araştırma modelleri şu şekilde güncellenmelidir.

$$EPS_{it} = \beta_0 + \beta_1 F1_{it} + \beta_2 F2_{it} + \beta_3 F3_{it} + \beta_4 F4_{it} + \beta_5 F5_{it} + \beta_6 EZR_{it} + \epsilon_{it}$$

$$HSF_{it} = \beta_0 + \beta_1 F1_{it} + \beta_2 F2_{it} + \beta_3 F3_{it} + \beta_4 F4_{it} + \beta_5 F5_{it} + \beta_6 EZR_{it} + \epsilon_{it}$$

### 5.3. Yatay Kesit Bağımlılığının İncelenmesi

Birim kök testleri ile çalışmada yer alan değişkenlerin durağanlıkları sınanmadan önce değişkenlerin yatay kesit bağımlılıklarının ortaya konması gerek yöntem seçimi bakımından gerekse verinin yapısını anlamak bakımından önemlidir. Seriler arasındaki yatay kesit bağımlılığının dikkate alınıp alınmaması elde edilecek sonuçları önemli ölçüde etkilemektedir (Breusch ve Pagan 1980; Pesaran 2004). Kullanılacak birim kök testleri ve panel eş bütünleşme testleri açısından yatay kesit bağımlılığı önemlidir. Bu çalışma 10 yıllık veri içermesi bakımından uzun dönem ko-bütünleşme ilişkinlerinin ve nedensellik analizlerinin yapılmasına uygun değildir. Fakat yatay kesit bağımlılığı olan veriler için yapılacak birim kök sınamaları konusunda dikkatli olmak gerekir, yatay kesit bağımlılığın olması durumunda durağan olmayan seriler birim kök sınamalarında durağan gibi görünebilirler, bu bakımdan yatay kesit bağımlılığının incelenmesi gerekir. Zaman boyutu T'nin yatay kesit boyutu N'den küçük olduğu durumlarda Pesaran CD testi yatay kesit bağımlılığın tespiti için uygun bir testtir (Pesaran 2004). Bu çalışmada birim sayısını 30 ve zaman sayısının 10 olduğu göz önünde bulundurulduğunda yatay kesit bağımlılığının Pesaran CD testi ile irdelenmesine karar verilmiştir. Modelde yer alan değişkenlere ait Pesaran CD testi test istatistikleri tablo 5.8.'deki gibidir.

Değişken	Pesaran CD İstatistiği	d.f	p
EPS	986.056	435	0.000*
HSF	1442.055	435	0.000*
F 1	668.448	435	0.0027*
F 2	558.7891	435	0.0043*
F 3	347.258	435	0.0021*
F 4	857.058	435	0.001*
F5	966.3411	435	0.0026

**Tablo 5.8.** Yatay Kesit Bağımlılığı Simgeler

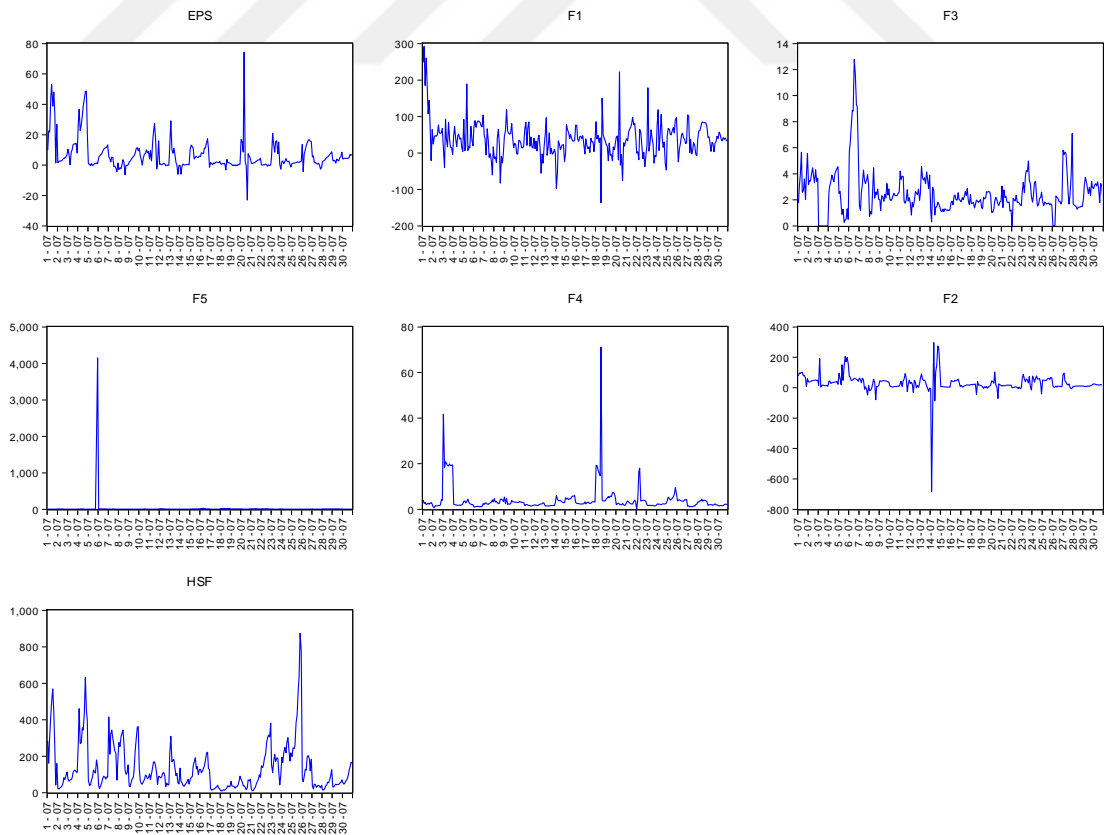
Tablo 5.8. incelendiğinde tüm değişkenler için birimler(firmalar) arası bağımsızlık olduğunu öne süren sıfır hipotezleri reddedilir. Bu durumda paneli oluşturan firmalar arasında tüm değişkenler bakımından yatay kesit bağımlılığı vardır. Panel firmalarının herhangi birinde değişkenlerdeki bir değişim diğer firmalardaki aynı değişkeni de etkileyecektir.

#### 5.4. Birim Kök İncelemesi

Değişkenlerdeki yatay kesit bağımlılığı gözönünde bulundurulduğunda değişkenlerin birim kök sınamalarında 4 farklı birim kök sınaması sonucuna göre karar verilmesi tercih edilebilir. Değişkenlere ait birim kök sınamaları istatistikleri tablo 5.9.'da raporlanmıştır.

Araştırmada yer alan değişkenlere ait birimlere göre kategorize edilmiş zaman grafikleri Şekil 5.2.'deki gibidir.

Şekil 5.2. Birimlere Göre Kategorize Edilmiş Zaman Grafikleri





Değişken	Levin, Lin & Chu t		Im, Pesaran and Shin W-stat		ADF - Fisher Chi-square		PP - Fisher Chi-square	
	istatistik	p	istatistik	p	istatistik	p	istatistik	p
EPS	-11.571	0.000	-1.647	0.049	76.858	0.070	64.353	0.327
D(EPS)*	-10.461	0.000	-4.885	0.000	132.368	0.000	244.269	0.000*
HSF	-1.872	0.030	0.878	0.812	62.404	0.390	56.914	0.589
D(HSF)*	-4.744	0.000	-2.321	0.010	93.021	0.004	183.694	0.000*
F1*	-8.022	0.000	-3.003	0.001	101.601	0.000	133.477	0.000
F2*	-50.849	0.000	-7.492	0.000	90.811	0.000	102.379	0.000
F3*	-7.373	0.000	-2.864	0.002	99.159	0.000	138.320	0.000
F4	0.120	0.548	0.370	0.644	61.008	0.439	106.293	0.000*
D(F4)*	0.386	0.005	-1.778	0.037	93.230	0.003	312.565	0.000
F5	-0.494	0.310	1.180	0.881	51.941	0.761	92.100	0.004
D(F5)*	-6.344	0.000	-2.832	0.002	103.384	0.000	235.279	0.000

D(X): X Değişkenin 1. Farkını Temsil Eder. \* Değişkenin % 95 Güven Düzeyinde Durağan Olduğunu Gösterir

**Tablo 5.9.** Birim Kök Sınamaları

Birim kök testlerinin tamamı için sıfır hipotezi seride birim kök olmadığı yönünde iken, alternatif bir hipotezi, seride en az bir birim kök olduğu yani durağan olmadığı yönündedir. Hatırlanacağı üzere serilerin tamamı yatay kesit bağımlılığa sahip olduğu için birden fazla (4) birim kök testi sonucunun değerlendirilmesi serilerdeki birim kök varlığının araştırılması için daha güvenilir olacaktır. Yukarıda yer alan 4 birim kök testi için çoğunluk test seride birim kök olmadığı hipotezini kabul ediyorsa serinin birim kök içermediği düşünülmüştür. Eşitlik durumunda veya sıfır hipotezini reddeden testlerin çoğunlukta olması durumunda serinin farklı alınıp birim kök testleri tekrarlanmıştır.

Tablo 5.8.'de görüleceği üzere EPS, HSF, F4 ve F5 değişkenleri düzey değerlerde durağan değiller iken, birinci farklarında durağanlaşmaktadırlar. Diğer tüm değişkenler ise düzey değerlerde durağandır. Bu durumda EPS, HSF, F4 ve F5 değişkenlerinin birinci farkları diğer değişkenlerin ise düzey değerleri ile analize devam edilmesine karar verilmiştir. Değişkenlerin durağan oldukları halleri ile analize dahil edilmesi ile araştırma modelleri aşağıdaki gibi düzenlenebilir;

$$d(EPS_{it}) = \beta_0 + \beta_1 F1_{it} + \beta_2 F2_{it} + \beta_3 F3_{it} + \beta_4 d(F4)_{it} + \beta_5 d(F5)_{it} + \beta_6 EZR_{it} + \epsilon_{it}$$

$$d(HSF)_{it} = \beta_0 + \beta_1 F1_{it} + \beta_2 F2_{it} + \beta_3 F3_{it} + \beta_4 d(F4)_{it} + \beta_5 d(F5)_{it} + \beta_6 EZR_{it} + \epsilon_{it}$$

## 5.5. Panel Veri Modeli Karar Aşaması

Söz konusu modellerin tahmininden önce son olarak yapılması gereken bir analiz ise modellerin rastsal etkiler tahmin tekniği ile mi, yoksa sabit etkiler tahmin tekniği ile mi tahmin edileceğinin belirlenmesidir. Rastsal etkiler ve sabit etkiler modelleri arasında seçim için hausman test istatistikleri kullanılabilir. Hausman test istatistiğinde hipotezleri şu şekildedir; H0: Rastsal etkiler modeli sabit etkiler modelinden daha etkindir, H1: sabit etkiler modeli rastsal etkiler modelinden daha etkindir. Hausman test istatistikleri tablo 5.10.'da sunulmuştur.

Model	Ki-Kare Değeri Değeri	d.f	p
1. Model	30.366	6	0.000*
2. Model	4.455	6	0.615

\* H0 Hipotezinin reddedilir

**Tablo 5.10.** Hausman Test İstatistikleri

Tablo incelendiğinde 1.modelde rastsal etkiler modelinin daha etkin olduğunu öne süren sıfır hipotezi reddedilir ve sabit etkiler modelinin daha etkin olduğunu öne süren alternatif hipotez kabul edilir. 2. modelde ise rastsal etkiler modelinin daha etkin olduğunu öne süren hipotez kabul edilir. Daha açık bir ifade ile 1.model için sabit etkiler, 2. Model için ise rastsal etkiler modeli tercih edilmelidir

## 5.6. Model Tahminleri

Modellerin tahmini sırasında tüm modellerde değişen varyans sorununun olduğu görülmüş ve sorunun çözümü için White sürecinde tahmin yapılmıştır. Değişen varyansın araştırılması için sabit etkiler modelinde değiştirilmiş Wald testi, rastsal etkiler modelinde ise Levene Brown ve Forstye testleri kullanılmalıdır (Güriş 2015). Bir diğer varsayım olan otokorelasyonsuzluğun testi için ise sabit etkili modellerde

Baltagin Wu LBI testi, rastsal etkili modellerde ise Lagrange Çarpanı (LM) testi uygulanmıştır. Modellerde otokorelasyon problemi görülmediğinden bunun ile ilgili bir çözümlenmeye gerek duyulmamıştır.

#### 5.6.a. 1. Model Tahmini

$$d(\text{EPS}_{it}) = \beta_0 + \beta_1 F1_{it} + \beta_2 F2_{it} + \beta_3 F3_{it} + \beta_4 d(F4)_{it} + \beta_5 d(F5)_{it} + \beta_6 \text{EZR}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modele ait sabit etkiler yöntemi ile tahmin sonuçları tablo 5.11’de paylaşılmıştır.

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	p
F1	0.084	0.010	8.179	0.000*
F2	0.009	0.006	1.396	0.163
F3	0.507	0.399	1.272	0.204
F4	0.117	0.089	1.320	0.187
F5	0.000	0.001	0.242	0.808
EZR	1.46	0.730	2.00	0.004*
R-Kare	0.24	Düzeltilmiş R-Kare	0.22	
F	15.777	F (p)	0.0000*	

Bağımlı Değişken = d(ESP), \* % 95 Güven düzeyinde istatistiksel olarak manidarlığı simgeler

**Tablo 5.11.** 1. Model Sabit Etkiler Model Tahmini

Tablodan görüleceği üzere modelin anlamlılık testi (F) olasılık değeri 0.000 olup modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu göstermektedir. Modelde yer alan bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişimlerin yaklaşık %22’sini

açıklayabilmektedir (Düzeltilmiş R Kare = 0.22). Modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki yordayıcılıklarının istatistiksel manidarlıkları incelendiğinde ROA, ROE ve YYG değişkenlerinden oluşan F1 bağımsız değişkeni ve EZR bağımsız değişkenlerinin EPS üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir ( $p < 0.005$ ). Öte yandan F2, F3, F4 ve F5 bağımsız değişkenlerinin istatistiksel olarak bağımlı değişken üstünde anlamlı bir etkisi gözlemlenmemiştir. Daha açık bir ifade ile araştırma kapsamında veri toplanan firmalarda ilgili yıllarda entegre raporlamanın zorunlu hale gelmesinin modelde manidar bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

#### 5.6.b. 2. Model Tahmini

$$d(\text{HSF}_{it}) = \beta_0 + \beta_1 F1_{it} + \beta_2 F2_{it} + \beta_3 F3_{it} + \beta_4 d(F4)_{it} + \beta_5 d(F5)_{it} + \beta_6 \text{EZR}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Modele ait rastsal etkiler yöntemi ile tahmin sonuçları tablo 5.12’de paylaşılmıştır.

Değişken	Katsayı	Std. Hata	t-istatistiği	p
F1	0.525	0.124	4.236	0.000*
F2	0.013	0.079	0.166	0.867
F3	0.121	4.892	0.024	0.980
F4	1.059	1.074	0.986	0.324
F5	0.001	0.017	0.880	0.379
EZR	3.09	1.696	0.954	0.000*
R-Kare	0.34	Düzeltilmiş R-Kare	0.32	
F	6.344	F (p)	0.0000*	

Bağımlı Değişken = d(HSF), \* % 95 Güven düzeyinde istatistiksel olarak manidarlığı simgeler

**Tablo 5.12. 2. Model Rastsal Etkiler Model Tahmini**

Tablodan görüleceği üzere modelin anlamlılık testi (F) olasılık değeri 0.000 olup modelin istatistiksel olarak anlamlı olduğu göstermektedir. Modelde yer alan bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişimlerin yaklaşık %32'sini açıklayabilmektedir (Düzeltilmiş R Kare = 0.22). Modelde yer alan bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerindeki yordayıcılıklarının istatistiksel manidarlıkları incelendiğinde ROA, ROE ve YYG değişkenlerinden oluşan F1 bağımsız değişkeni ve EZR bağımsız değişkenlerinin EPS üzerindeki etkileri istatistiksel olarak anlamlı ve pozitifdir ( $p < 0.005$ ). Öte yandan F2, F3, F4 ve F5 bağımsız değişkenlerinin istatistiksel olarak bağımlı değişken üstünde anlamlı bir etkisi gözlemlenmemiştir. 1. Modelin sonuçları 2. Model tahminleri ile teyid edilmiş olup iki modelde de araştırma kapsamında veri toplanan firmalarda ilgili yıllarda entegre raporlamanın zorunlu hale gelmesinin manidar bir etkiye sahip olduğu gözlemlenmiştir.

## BÖLÜM VI

### SONUÇ

Yaşanan küresel boyuttaki ekonomik krizler neticesinde firmaların performansının değerlendirilmesinde kullanılan yegâne aracın finansal tablolar olması eleştirilmeye başlanmıştır. Finansal tabloların geçmişe yönelik bilgiler sunmasından dolayı paydaşların ve yatırımcıların geleceğe yönelik işletmelerin yaratacağı değeri öngörmesi zor bir hal almıştır.

Ayrıca küresel ekonomide yıllar itibariyle işletmelerin aktiflerindeki gayri maddi hakların ağırlığı artan üssel bir ivme yakalamış olup işletmelerin hesaplanabilen değerinin en önemli belirleyici unsurlarından biri haline gelmiştir. Bu gelişmeler ışığında finansal olmayan bilgilerin de kaliteli bir şekilde raporlanması tartışılmaya başlanmıştır. Bununla birlikte, yılsonu parasal hadlerle ölçülen faaliyet sonuçlarına verilen önem azalarak sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir değer yaratma olgusu yaygınlaşmaya başlamıştır. Böylece sürdürülebilirlik ve barındırdığı ekonomik, sosyal ve çevresel unsurları işletmelerin yönetmesi gereken ve iş stratejilerine, planlarıyla bütünleştirmesi zaruri bir hal almıştır.

Ancak finansal raporlamaya bakış geleneksel görüşten uzaklaşsa da işletmelerin nihai amacının paydaşların servetlerini mümkün olan en üst seviyeye çıkarmaktan uzaklaştığını söylemek mümkün değildir. Finansal analiz bakış açısından bunu yapmanın bir yolu hisse senedi fiyatlarının mümkün olan en üst seviyeye çıkarılmasıdır. Bir diğer yolu ise paydaşların elde ettikleri nakit akımları yani pay başı kazanç miktarını mümkün olan en üst seviyeye çıkarmaktır.

Öte yandan, değişmekte olan raporlama algısı ise işletmelerin iş planlarına ve stratejilerine yansiyarak hedeflerine sürdürülebilir değer yaratma ve büyüme unsurlarını bütünleştirmiştir. Böylelikle finansal raporlama zaman içinde sürdürülebilirlik raporlamasının da önem kazanması ve evrilmesiyle günümüzde Entegre Raporlama biçimine bürünmeye başlamıştır.

Entegre Raporlamanın gelişim süreci ne kadar finansal piyasaların ihtiyaçları doğrultusunda gelişmiş olsa da günümüzde Güney Afrika haricinde gönüllülük bazında yapılıyor olması ve test edilmiş standartlarının mevcut olmaması beklenen verimin alınmasına engel olmaktadır.

Firmaların değerleri ve finansal rasyoları arasındaki ilişkiyi inceleyen birçok çalışma literatürde mevcut olup bu çalışmalara Entegre Raporlama dâhil edilmemiştir. Hisse başı kar ve hisse senedi fiyatları ile finansal rasyolar arasındaki ilişkiyi inceleyen deneysel çalışmalar belirli doğrusal veya doğrusal olmayan bağları ortaya koymuş olsa da bu ilişkiye Entegre Raporlamanın etkilerinin dâhil edildiği deneysel bir araştırma mevcut değildir.

Bu çalışmada hisse başı kar ve hisse senedi fiyatları ile finansal rasyolar arasındaki ilişki kukla değişken zorunlu entegre raporlama olacak şekilde kullanılarak sınanmıştır.

Gupta ve Modise'in (2012) uzun vadede fiyat-kar payı ve fiyat-kazanç oranları üstünde yaptığı tespitler ile sonuçlar paralellik göstermiş olup entegre raporlamanın zorunlu hale geldiği son 5 yıldan itibaren elde edilen sonuçlar kısa vadede  $H_1$  hipotezinin geçerliliğini doğrulamıştır.

F1 faktörünün iki modelde de istatistiksel olarak anlamlı çıkmış olması Jitmaneroj'un (2017) elde ettiği sonuçlarla uyumaktadır.

Bununla birlikte, elde edilen model tahminleri literatürde hisse senedi fiyatlamaları ile ilgili mevcut Rapach ve Wohar (2005) ve Campbell ve Shiller'a (1998) ait çalışmalarla paralellik göstermiştir.

Çalışma sonuçları Aydemir, Ögel ve Demirtaş'ın (2012) çalışmasına uygun olarak karlılık oranları ve hisse başı kar arasında anlamlı ve pozitif yönlü bir ilişki tespit etmiştir. Diğer taraftan, Kurtaran ve vd. (2015) ait çalışma ile de karlılık oranları ve bağımlı değişken arasında tespit edilen ilişki paralellik göstermiştir. Karlılık oranlarındaki anlamlı ilişkiyi Yıllık Ciro Büyüme Oranı da desteklemekte ve bağımlı değişken ile anlamlı ve pozitif bir ilişki göstermektedir.

Nihai olarak ise kukla değişken olarak kullanılan Entegre Raporlama Zorunluluğu'nun bağımlı değişkendeki değişimleri iki modelde de açıklamada istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar vermiştir. Elde edilen analitik sonuçlar Entegre Raporlamanın geçerliliğini ve faydalarını eleştiren çalışmaların çoğaldığı bir dönemde uygulama çerçevesinin faydalarını analitik olarak doğrulamış olması yönünden önem arz etmektedir. Ancak, Entegre Raporlamanın temel amacı uzun vadeli işletme devamlılığını ve değer yaratma süreçlerini desteklemek olup veri setleri oluşmaya devam ettikçe deneysel çalışmaların yenilenerek orta ve uzun vadeli sonuçlarının test edilmesi gerekmektedir.



## KAYNAKÇA

- Accenture UN Global Compact. 2010. “CEO Study A New Era of Sustainability in the Utilities Industry”.
- Adams, Carol A. 2015. “The International Integrated Reporting Council : A call to action”. *Critical Perspectives on Accounting* 27. Elsevier Ltd: 23–28.  
doi:10.1016/j.cpa.2014.07.001.
- Adams, Carol A, Brad Potter, Prakash J Singh, ve Jodi York. 2016. “Exploring the implications of integrated reporting for social investment (disclosures)”. *British Accounting Review* 48 (3). Elsevier Ltd: 283–96. doi:10.1016/j.bar.2016.05.002.
- Akdoğan, N., ve N. Tenker. 2007. *Finansal Tablolar ve Mali Analiz Teknikleri*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Akgüç, Öztin. 1994. *Finansal Yönetim*. 9. Baskı. İstanbul: Avcıol Basım-Yayın.
- Aktaş, Metin. 2008. “İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında Hisse Senedi Getirileri ile İlişkili Olan Finansal Oranların Araştırılması”. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi* 37 (2): 137–50.
- Aktaş, Ramazan, Mete Doğanay, Atılım Murat, ve Eşref S. Başcı. 2013. “Finansal Yönetim”. İçinde *Finansal Yönetime İlişkin Genel İlkeler*, 135–44. Sausem Yayınları.
- Aktaş, Ramazan, ve Mehmet B. Karan. 2000. “Predicting Stock Returns Using Fundamental Information and Multivariate Statistical Modelling: An Empirical study on Istanbul Stock Exchange”. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 18 (2): 433–50.

- Andrew, George Knauer, ve Serafeim. 2014. "Attracting Long-Term Investors Through Integrated Thinking and Reporting: A Clinical Study of a Biopharmaceutical Company". *Journal of Applied Corporate Finance* 26 (2): 57–64. doi:10.1007/978-1-4614-9173-6.
- Ang, Andrew, ve Geert Bekaert. 2006. "Stock Return Predictability: Is it There ?" New York.
- Aydemir, Oğuzhan, Serdar Ögel, ve Gökhan Demirtaş. 2012. "Hisse Senetleri Fiyatlarının Belirlenmesinde Finansal Oranların Rolü". *Celal Bayar Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Yönetim ve Ekonomi Dergisi* 19 (2): 278–88.
- Aydın, Sevgi. 2015. *Entegre Raporlama*. İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Aydın, Sevgi. 2015. "Kurumsal Raporlamanın Evrilme Sürecine İlişkin bir İrdeleme". *Mali Çözüm Dergisi* Temmuz-Ağu: 61–72.
- Ayrıçay, Yücel, ve Veysel Eren Türk. 2014. "Finansal Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: BİST’de bir Uygulama". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı Ekim: 53–71.
- Baboukardos, Diogenis, ve Gunnar Rimmel. 2016. "Value relevance of accounting information under an integrated reporting approach: A research note". *Journal of Accounting and Public Policy* 35 (4). Elsevier Inc.: 437–52. doi:10.1016/j.jaccpubpol.2016.04.004.
- Basu, S. 1977. "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis". *The Journal of Finance* 32 (3): 663–82. doi:10.1111/j.1540-6261.1977.tb01979.x.

- Basu, S. 1983. "The relationship between earnings' yield, market value and return for NYSE common stocks". *Journal of Financial Economics* 12 (1): 129–56. doi:10.1016/0304-405X(83)90031-4.
- Beck, Cornelia, John Dumay, ve Geoffrey Frost. 2017. "In Pursuit of a 'Single Source of Truth': from Threatened Legitimacy to Integrated Reporting". *Journal of Business Ethics* 141 (1): 191–205. doi:10.1007/s10551-014-2423-1.
- Bergeron, Claude. 2013. "Dividend sensitivity to economic factors, stock valuation, and long-run risk". *Finance Research Letters* 10 (4): 184–95. doi:10.1016/j.frl.2013.07.004.
- Bhatt, Pushpa, ve Sumangala Jk. 2012. "Impact of Earnings per share on Market Value of an equity share: An Empirical study in Indian Capital Market". *Journal of Finance, Accounting and Management* 3(2) (July): 1–14.
- Bierman, Harold. 1986. "Common Stock Equivalent, Earnings per Share, and Stock Valuation". *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 1 (1): 62–70. doi:10.1177/0148558X8600100106.
- Bierman, Harold, ve Jerome E Hass. 2009. "Explaining Earnings Per Share Growth". *The Journal of Portfolio Management* 35: 166–69. doi:10.3905/JPM.2009.35.4.166.
- Birgili, Erhan, ve Murat Düzer. 2010. "Finansal Analizde Kullanılan Oranlar ve Firma Değeri İlişkisi: İMKB'de bir Uygulama". *Muhasebe ve Finansman Dergisi* 46 (Nisan 2010): 74–83.
- Bloomberg. 2012. "SUSTAINABILITY REPORT".

- Breusch, T. S., ve A. R. Pagan. 1980. “The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics”. *The Review of Economic Studies* 47 (1). Oxford University Press: 239. doi:10.2307/2297111.
- Bushee, Brian J, ve F. Noe Christopher. 2000. “Corporate Disclosure Practices , Institutional Investors , and Stock Return Volatility”. *Journal of Accounting Research* 38: 171–202.
- Büyüksalvarcı, Ahmet. 2010. “Finansal Oranlar ile Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişkinin Analizi: İMKB İmalat Sektörü Üzerine Bir Araştırma”. *Muhasebe ve Finansman Dergisi* ekim 2010 (48): 130–41.
- Campbell, John Y. 1999. “Asset prices, consumption, and the business cycle”. İçinde *Handbook of Macroeconomics*, 1:1231–1303. Elsevier. doi:10.1016/S1574-0048(99)10032-6.
- Campbell, John Y., ve Robert J. Shiller. 1988. “Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends”. *The Journal of Finance* 43 (3): 661–76. doi:10.1111/j.1540-6261.1988.tb04598.x.
- Cengiz, Hülya, ve Seden Özbek Püskül. 2016. “Hisse Senedi Getirileri ve Kârlılık Arasındaki İlişki : Borsa İstanbul Endeksinde İşlem Gören İşletmelerin Analizi”. *Yalova Sosyal Bilimler Dergisi* 7 (12): 295–306.
- Chaudhry, Mukesh K, Robert J Boldin, Ibrahim Affaneh, Geoffrey Tickell, Mukesh K Chaudhry, Robert J Boldin, Ibrahim Affaneh, ve Geoffrey Tickell. 2015. “Dividend policy and earnings : a study of short- and long-term causality Dividend policy and earnings : a study of short- and long-term causality” 6846 (November): 5445–59. doi:10.1080/00036846.2015.1049337.

- Churet, Cecile, ve Robert G. Eccles. 2014. "Integrated reporting, quality of management, and financial performance". *Journal of Applied Corporate Finance* 26 (1): 7–18. doi:10.1007/978-1-4614-9173-6.
- Clement, M., R. Frankel, ve J. Miller. 2003. "Confirming Management Earnings Forecasts, Earnings Uncertainty and Stock Returns". *Journal of Accounting Research* 41 (4): 653–79.
- Cozma Ighian, Diana. 2015. "Integrated Reporting - The Future of Financial Reporting". *Internal Auditing & Risk Management* 2 (2): 125–34.
- Çakır, Hafize M., ve İlhan Küçük Kaplan. 2012. "İşletme Sermayesi Unsurlarının Firma Değeri ve Karlılığı Üzerindeki Etkisinin IMKB’de İşlem Gören Üretim Firmalarında 2000-2009 Dönemi İçin Analizi". *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, sayı Ocak: 69–86.
- Çoban, Serap. 2014. "The Interaction Between Firm Growth and Profitability: Evidence From Turkish (Listed) Manufacturing Firms". *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi* IX (II): 73–82.
- Damanpour, Fariborz, ve J. Daniel Wischnevsky. 2006. "Research on innovation in organizations: Distinguishing innovation-generating from innovation-adopting organizations". *Journal of Engineering and Technology Management* 23 (4): 269–91.
- Druckman, P., ve J. Fries. 2010. "Integrated Reporting: The Future of Corporate Reporting?"
- Dumitru, Madalina, ve Gabriel Jinga. 2015. "Integrated Reporting Practice for Sustainable Business: A Case Study". *Audit Financiar* 13 (127): 117–25.

<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=103454823&site=ehost-live>.

Easton, Peter. 2016. "Estimating the Cost of Capital Using Stock Prices and Near-term Earnings Forecasts". *Journal of Applied Corporate Finance*, Springer Texts in Business and Economics, 28 (3). New York, NY: Springer New York: 87–94. doi:10.1111/jacf.12195.

Easton, Peter D. 2004. "PE ratios, PEG ratios, and estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital". *The Accounting Review*. doi:10.2308/accr.2004.79.1.73.

Eaton, Gregory W., ve Bradley S. Paye. 2017. "Payout Yields and Stock Return Predictability: How Important Is the Measure of Cash Flow?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52 (4): 1639–66. doi:10.1017/S0022109017000370.

Eccles, Robert, ve Kyle Armbruster. 2011. "Integrated Reporting in the Cloud". *IESE Insight First Quar* (8): 13–21.

Eccles, Robert G., Ioannis Ioannou, ve George Serafeim. 2011. "The Impact of a Corporate Culture of Sustainability on Corporate Behavior and Performance". *Harvard Business Review*.

Eccles, Robert G., ve M.P. Krzus. 2010. *One Report: Integrated Reporting for a Sustainable Strategy*.

Eccles, Robert G., George Serafeim, ve Pippa Armbruster. 2012. Integrated Reporting in South Africa.

- Eccles, Robert G, ve Daniela Saltzman. 2011. "Achieving Sustainability Through Integrated Reporting". *Stanford Social Innovation Review* Summer: 56–61. doi:10.1016/j.sbspro.2013.08.672.
- Ekşit, A. 2014. "No Title". <http://ekonomi.haber7.com/ekonomi/haber/1237157-uluslararası-entegre-raporlama-konseyi-yuksek-konsey-toplantisi>.
- Elmacı, Orhan, ve Şerafettin Sevim. 2017. "Entegre Raporlamada Küresel Gelişmeler ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi". *Uluslararası Sosyal ve Eğitim Bilimleri Dergisi* 4 (8): 17–35. doi:10.20860/ijoses.334739.
- Epstein, J. Marc, ve A. Geiger Marshall. 1994. "Investor Views of Audit Assurance: Recent Evidence of Expectation Gap". *Journal of Accountancy*.
- Ergüden, A Engin, Can Kaya, ve A R Zafer Sayar. 2017. "Integrated Assurance for Non-Financial Reporting". *International Journal of Economics, Commerce and Management* V (1): 72–81.
- Erhan, Deniz U. 2012. "Oran Analizi Yöntemi ile Stratejik Yönetimin Yapılandırması". *Muhasebe ve Denetime Bakış*, sayı Kasım: 41–55.
- Fama, Eugene F, ve Kenneth R French. 1988. "Dividend yields and expected stock returns". *Journal of Financial Economics* 22 (1). North-Holland: 3–25. doi:10.1016/0304-405X(88)90020-7.
- Fărcas, Theodory Viorica. 2015. "Development of Corporate Reporting over Time : From a Traditional System to an". *Audit financiar* 4 (124): 106–13.
- Fasan, Marco, Chiara Mio, ve Rubens Pauluzzo. 2016. "Internal Application of IR Principles: Generali's Internal Integrated Reporting". *Journal of Cleaner*

*Production*, 1–42.

Fig, D. 2007. “The context of corporate social and environmental responsibility”.

*Çinde Staking their claims: Corporate social and environmental responsibility in South Africa*, 1–12. Scottsville: University of KwaZulu-Natal Press.

Financial Reporting Council. 2011. “Combating clutter in annual reports”.

Ganesh, M. Pandit, ve J. Rubenfield Allen. 2016. “The Current State of

Sustainability Reporting by Smaller S&P 500 Companies”. *The CPA Journal*, sayı June.

Gençoğlu, Ümit Gücenme, ve Alp Aytaç. 2016. “Kurumsal Sürdürülebilirlik

Açısından Entegre Raporlamanın Önemi ve BIST Uygulamaları”. *The Journal of Accounting and Finance* Ekim: 51–66.

Givoly, Dan, ve Carla Hayn. 2002. “Rising Conservatism: Implications for Financial Analysis”. *Financial Analysts Journal* 58 (1): 56–74.

doi:10.2469/faj.v58.n1.2510.

Gregory Mankiw, N., ve Matthew D. Shapiro. 1986. “Do we reject too often?: Small

sample properties of tests of rational expectations models”. *Economics Letters* 20 (2). North-Holland: 139–45. doi:10.1016/0165-1765(86)90161-8.

GRI. 2011. “GRI Reports List”.

[www.globalreporting.org/Report\\_Service/GRI\\_Report\\_List](http://www.globalreporting.org/Report_Service/GRI_Report_List).

Gupta, Rangan, ve Mampho P. Modise. 2012. “Valuation Ratios and Stock Return

Predictability in South Africa: Is It There?” *Emerging Markets Finance and Trade* 48 (1): 70–82. doi:10.2753/REE1540-496X480104.



- Güler, Aras, ve Gaye Uğur Sarıoğlu. 2015. “Kurumsal Raporlamada Yeni Dönem: Entegre Raporlama”, sayı T/2015: 10–567.
- Güriş, Selahattin. 2015. *Stata ile Panel Veri Modelleri*. Der Yayınevi.
- Havlová, Kristýna. 2015. “What Integrated Reporting Changed: The Case Study of Early Adopters”. *Procedia Economics and Finance* 34 (15). Elsevier B.V.: 231–37. doi:10.1016/S2212-5671(15)01624-X.
- Healy, PM, ve KG Palepu. 2001. “Information assymetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature”. *J Account Econ* 1–3 (31): 405–40.
- Heunks, Felix J. 1998. “Innovation, Creativity and Success”. *Small Business Economics* 10 (3): 263–72. doi:10.1023/A:1007968217565.
- Hoff, Belinda, ve David Wood. 2008. “The Use of Non-Financial Information: What Do Investors Want?”
- Horrigan, James O. 1965. “Some Empirical Bases of Financial Ratio Analysis.” *Accounting Review* 40 (3). American Accounting Association: 558.  
<https://ezproxy.etu.edu.tr/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=4482734&site=eds-live&scope=site>.
- IIRC. 2012. “Towards Integrated Reporting, Communicating Value in the 21st Century”, 1–30. [www.theiirc.org](http://www.theiirc.org).
- . 2013. “International Integrated Reporting Framework”.
- . 2014. “Assurance on <IR> : An Exploration of Issues”.
- Ikoku, Alvan E, Ahmad Hosseini, ve Chukwunonso T Okany. 2010. “Can Price-

Earnings Ratios Predict Stock Prices? Evidence from the Nigerian Equity Market”. *International Journal of Finance* 22 (4): 6581–6611.

<http://ezproxy.lib.monash.edu.au/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=ecn&AN=1296735&site=ehost-live&scope=site>.

Ioana, Dragu, ve Tiron-tudor Adriana. 2014. “Research Agenda on Integrated Reporting: New Emergent Theory and Practice”. *Procedia Economics and Finance* 15 (14). Elsevier B.V.: 221–27. doi:10.1016/S2212-5671(14)00488-2.

Ioana, Dragu, ve Tudor-Tiron Adriana. 2013. “New Corporate reporting trends. Analysis on the evolution of integrated reporting”. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series* 22 (1): 1221–29.

İçerli, Yılmaz, ve Cenk Akkaya. 2006. “Finansal Açıdan Başarılı Olan İşletmelerle Başarısız Olan İşletmeler Arasında Finansal Oranlar Yardımıyla Farklılıkların Tespiti”. *İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi* 20 (1): 413–21.

James, Marianne L. 2013. “Sustainability and Integrated Reporting: A Case Exploring Issues, Benefits and Challenges”. *Journal of the International Academy for Case Studies* 19 (7): 89–95.

Jhunjhunwala, Shital. 2013. “Beyond Financial Reporting-International Integrated Reporting Framework”. *Indian Journal of Corporate Governance*, 73–81.

Jitmaneroj, Boonlert. 2017. “The impact of dividend policy on price-earnings ratio”. *Review of Accounting and Finance* 16 (1): 125–40. doi:10.1108/RAF-06-2015-0092.

“JSE Listings Requirements”. 2017. Erişim Şubat 22.

<https://www.jse.co.za/content/JSERulesPoliciesandRegulationItems/JSE>

Listings Requirements.pdf.

Karaca, Süleyman Serdar, ve Eşref Savaş Başçı. 2011. “Hisse Senedi Performansını Etkileyen Rasyolar ve IMKB 30 Endeksinde 2001-2009 Dönemi Panel Veri Analizi”. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 16 (3): 337–47.

Karaca, Süleyman Serdar, ve Reşid Çiğdem. 2013. “Türkiye Ekonomisi’nde Yaşanan 1994 - 2001 Ekonomik Krizlerinin ve 2008 Küresel Ekonomik Krizinin İmalat Sanayi Sektörüne Etkilerinin Finansal Oranlar ile İncelenmesi”. *Business and Economics Research Journal* 4 (3): 41–54.

Kargin, Sibel, Hakan Aracı, ve Hüseyin Aktaş. 2013. “Entegre Raporlama : Yeni Bir Raporlama Perspektifi”. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi* 1: 27–46.

Kay, J. 1995. “Foundations of corporate success: How business strategies add value”. *Oxford University Press*.

Kaya, Can T., A. Engin Ergüden, ve A.R Zafer Sayar. 2016. “Essence of Integrated Reporting : A Holistic Framework for sustainability and Value Creation”. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences* 6 (1): 35–40. doi:10.6007/IJARAFMS/v6-i1/1954.

Kaya, H.Pınar. 2015. “Entegre Raporlama Sisteminin Ortaya Çıkış Sebepleri ve Şirketlere Sağlayacağı Faydalar”. *Muhasebe ve Denetim Bakış* Haziran 20 (45). Union of Chambers of Certified Public Accountants of Turkey (TURMOB): 38–39.

<https://ezproxy.etu.edu.tr/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=103214360&site=eds-live&scope=site>.

Kendall, M. G., ve A. Bradford Hill. 1953. “The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices”. *Journal of the Royal Statistical Society* 116 (1): 11.

doi:10.2307/2980947.

Khan, Mo, George Serafeim, ve Aaron Yoon. 2014. “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality”.

Kilian, Lutz. 1999. “Exchange rates and monetary fundamentals: what do we learn from long-horizon regressions?” *Journal of Applied Econometrics* 14 (5): 491–510. doi:10.1002/(SICI)1099-1255(199909/10)14:5<491::AID-JAE527>3.0.CO;2-D.

Kilian, Lutz, ve Mark P. Taylor. 2003. “Why is it difficult to beat the random walk forecast of exchange rates?” *Journal of International Economics* 60 (1): 85–107. doi:10.1016/S0022-1996(02)00060-0.

King Committee. 2002. “King Report on Corporate Governance for South Africa 2002”.

[http://library.ufs.ac.za/dl/userfiles/documents/Information\\_Resources/KingII  
Final doc.pdf](http://library.ufs.ac.za/dl/userfiles/documents/Information_Resources/KingII_Final_doc.pdf).

———. 2009. “King Code of Governance Principles for South Africa 2009”.

[http://c.ymcdn.com/sites/www.iodsa.co.za/resource/collection/94445006-4F18-  
4335-B7FB-7F5A8B23FB3F/King\\_III\\_Code\\_for\\_Governance\\_Principles\\_.pdf](http://c.ymcdn.com/sites/www.iodsa.co.za/resource/collection/94445006-4F18-4335-B7FB-7F5A8B23FB3F/King_III_Code_for_Governance_Principles_.pdf).

Kirby, Chris. 1997. “Measuring the Predictable Variation in Stock and Bond Returns”. *Review of Financial Studies* 10 (3): 579–630.

doi:10.1093/rfs/10.3.579.

Kothari, S. P., ve Jay Shanken. 1997. “Book-to-market, dividend yield, and expected

market returns: A time-series analysis”. *Journal of Financial Economics* 44 (2): 169–203. doi:10.1016/S0304-405X(97)00002-0.

KPMG and Financial Executives Research Foundation. 2011. “Disclosure overload and complexity: hidden in plain sight”.

Krızus, M.P. 2012. “Entegre Rporlama: Şimdi Değilse, Ne Zaman?” *Kurumsal Yönetim Dergisi*, 16.

Kurtaran, Ahmet, Ayten Kurtaran, Melike Çelik, ve Zekiye Temizler. 2015.

“Finansal Oranlar ile Firma Değeri İlişkisi”. *Global Journal of Economics and Business Studies* 4 (8): 35–45.

Lee, Sanghoon. 2014. “The relationship between growth and profit: Evidence from firm-level panel data”. *Structural Change and Economic Dynamics* 28. Elsevier B.V.: 1–11. doi:10.1016/j.strueco.2013.08.002.

Lewellen, Jonathan. 2004. “Predicting returns with financial ratios”. *Journal of Financial Economics* 74 (2): 209–35. doi:10.1016/j.jfineco.2002.11.002.

Lozano, R., ve D. Huisingh. 2011. “Inter-linking Issues and Dimensions in Sustainability Reporting”. *Journal of Cleaner Production* 19: 99–107.

Maas, Karen, Stefan Schaltegger, ve Nathalie Crutzen. 2016a. “Advancing the integration of corporate sustainability measurement , management and reporting”. *Journal of Cleaner Production* 133. Elsevier Ltd: 859–62. doi:10.1016/j.jclepro.2016.06.006.

———. 2016b. “Integrating corporate sustainability assessment, management accounting, control, and reporting”. *Journal of Cleaner Production* 136.

Elsevier Ltd: 237–48. doi:10.1016/j.jclepro.2016.05.008.

Margoshes, Sanford L. 1960. “Price/Earnings Ratio in Financial Analysis”. *Financial Analysts Journal* 16 (6): 125–30.

Martikainen, Teppo, ve Vesa Puttonen. 1993. “Dynamic linkages between stock prices, accrual earnings and cash flows: a cointegration analysis”. *Annals of Operations Research* 45 (1). Baltzer Science Publishers, Baarn/Kluwer Academic Publishers: 319–32. doi:10.1007/BF02282056.

Masulis, Ronald W. 1983. “The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates”. *The Journal of Finance* 38 (1): 107–26. doi:10.1111/j.1540-6261.1983.tb03629.x.

Miller, Merton H., ve Franco Modigliani. 1961. “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”. *The Journal of Business* 34 (4): 411. doi:10.1086/294442.

Modigliani, Franco, ve Merton H. Miller. 1958. “The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment”. *The American Economic Review* 48 (3): 261–97.

<http://ezproxy.etu.edu.tr:2062/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=3&sid=25d2c278-7ed8-4f65-920b-def89bcfafe5%40sessionmgr4010&hid=4102>.

Møller, Stig V., ve Magnus Sander. 2017. “Dividends, earnings, and predictability”. *Journal of Banking and Finance* 78: 153–63.

doi:10.1016/j.jbankfin.2017.02.008.

Molodovsky, Nicholas. 1955. “Stock Prices and Current Earnings”. *Financial Analysts Journal* 11 (4): 83–94. doi:10.2469/faj.v11.n4.83.

- Montecchia, Alessia, Filippo Giordano, ve Cecilia Grieco. 2016. “Communicating CSR : Integrated approach or Selfie Evidence from the Milan Stock Exchange”. *Journal of Cleaner Production* 136. Elsevier Ltd: 42–52.  
doi:10.1016/j.jclepro.2016.01.099.
- Nelson, Charles R., ve Myung J. Kim. 1993. “Predictable Stock Returns: The Role of Small Sample Bias”. *The Journal of Finance* 48 (2): 641. doi:10.2307/2328916.
- Ness, Karen E., ve A.M. Mirza. 1991. “Corporate social disclosure: A note on a test of agency theory”. *The British Accounting Review* 23 (3): 211–17.  
doi:10.1016/0890-8389(91)90081-C.
- Ohlson, James A. 1995. “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation”. *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661–87.  
doi:10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x.
- Orhan, Suphi, ve Hakan Yazarkan. 2011. “Küresel Finansal Krizin İMKB 30 Şirketlerine Etkilerinin Belirlenmesi Üzerine Bir Araştırma”. *Muhasebe ve Denetim Bakış*, sayı Ocak: 17–28.
- Ou, Jane A., ve Stephen H. Penman. 1989. “Financial statement analysis and the prediction of stock returns”. *Journal of Accounting and Economics* 11 (4): 295–329. doi:10.1016/0165-4101(89)90017-7.
- Öztürk, Hakkı. 2017. “Borsa İstanbul ’da ŞD/FAVÖK (Şirket Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar) ve F/K (Fiyat Kazanç) Çarpanları Üzerine Bir Analiz”. *Maliye Finans Yazıları*, sayı 108: 87–103. doi:10.1111/j.1540-6261.1977.tb01979.x.
- Pesaran, M. Hashem. 2004. “General Diagnostic Tests for Cross Section Dependence

- in Panels”. *Cesifo Working Paper No. 1229*. Apollo - University of Cambridge Repository. doi:10.17863/cam.5113.
- Pitelis, C.N., ve D.J. Teece. 2009. “The Nature and Essence of the Firm”. *European Management Review*, sayı 6: 5–15.
- Porta, Rafael La. 1996. “Expectations and the Cross-Section Returns of Stock”. *The Journal of Finance* 51 (5): 1715–42. doi:10.1111/j.1540-6261.1996.tb05223.x.
- Porter, Michael E. 1985. *Competitive Advantage: Creating and sustaining superior performance*. The Free Press.
- Rapach, David E., ve Mark E. Wohar. 2005. “Valuation ratios and long-horizon stock price predictability”. *Journal of Applied Econometrics* 20 (3): 327–44. doi:10.1002/jae.774.
- Rapach, David E., Mark E. Wohar, ve Jesper Rangvid. 2005. “Macro variables and international stock return predictability”. *International Journal of Forecasting* 21 (1): 137–66. doi:10.1016/j.ijforecast.2004.05.004.
- Rikanovic, Mladen. 2005. “Corporate Disclosure Strategy and the Cost of Capital - An empirical study of large listed German Corporations”. University of St.Gallen.
- Roberts, Leigh Georgia. 2017. “The South African Experience”. *The Cpa Journal*, sayı July: 10–13.
- Ruggiero, Pasquale, ve Patrizio Monfardini. 2013. “The Case of HERA”. İçinde *Integrated Reporting*, 313–30. Cham: Springer International Publishing. doi:10.1007/978-3-319-02168-3\_19.



- Saleh, Ahmed, ve Clare Roberts. 2017. "The impact of online corporate reporting quality on analyst following and properties of their EPS forecasts". *Accounting and Management Information Systems* 16 (1): 59–88.  
[ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/ami/articles/16\\_1\\_3.pdf](ftp://ftp.repec.org/opt/ReDIF/RePEc/ami/articles/16_1_3.pdf).
- Schulschenk, Jess. 2012. "Corporate Governance Research Programme: Interview Summary Report".
- Serafeim, George. 2015. "Integrated Reporting and Investor Clientele". *Journal of Applied Corporate Finance* 27 (2): 34–51. doi:10.1111/jacf.12116.
- Sulkowski, Adam, ve Sandra Waddock. 2014. "Beyond Sustainability Reporting: Integrated Reporting is practiced, required & more would be better". *University of St. Thomas Law Journal* 10:4 (Ocak): 1060–85. doi:10.2139/ssrn.2456328.
- Thel, Steve. 1990. "The Original Conception of Section 10(b) of the Securities Exchange Act". *Stanford Law Review* 42 (2): 385. doi:10.2307/1228964.
- Thomsen, Christa. 2013. "Encyclopedia of Corporate Social Responsibility". İçinde , editör Samuel O Idowu, Nicholas Capaldi, Liangrong Zu, ve Ananda Das Gupta, 2358–63. Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg.  
doi:10.1007/978-3-642-28036-8\_531.
- Topcu, Mustafa Kemal, ve Göksel Korkmaz. 2015. "Entegre Raporlama: Kavramsal bir İnceleme". *Dokuz Eylül İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 30 (1): 1–22.
- Uyar, Ali, ve Ersin Okumuş. 2010. "Finansal Oranlar Aracılığıyla Küresel Ekonomik Krizin Üretim Şirketlerine Etkilerinin Analizi:İMKB’de bir Uygulama". *Muhasebe ve Finansman Dergisi* Nisan (46): 146–56.

- Wang, Zheng. 2014. "Measuring investors' assessment of earnings persistence: Do investors see through smoothed earnings?" *Review of Quantitative Finance and Accounting* 42 (4): 691–708. doi:10.1007/s11156-013-0358-8.
- Welch, Ivo. 2004. "Capital Structure and Stock Returns". *Journal of Political Economy* 112 (1): 106–32. doi:10.1086/379933.
- White, Allen L. 2006. "Why we need global standards for corporate disclosure". *Law and Contemporary Problems* 69 (3): 167–86.  
<http://www.jstor.org/stable/27592143>.
- Yalçiner, Kürşat, Murat Atan, ve Derviş Boztosun. 2005. "Finansal Oranlarla Hisse Senedi Getirileri Arasındaki İlişki". *Muhasebe ve Finansman Dergisi* TEMMUZ 200 (27): 176–87.  
[http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=53312\\_cf8fe6b2a4d51db0fcba1f710674a06a&?](http://uvt.ulakbim.gov.tr/uvt/index.php?cwid=9&vtadi=TSOS&c=ebsco&ano=53312_cf8fe6b2a4d51db0fcba1f710674a06a&?)
- Yılmaz, Bülent, Murat Atik, ve Ahmet Okyay. 2017. "Geleceğin Raporlama Sistemi: Entegre Raporlama". *Muhasebe ve Denetime Bakış* 2017 (52): 95–108.
- Zarowin, Paul. 1990. "What Determines Earnings-Price Ratios: Revisited." *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 5 (3): 439–54.