



Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi

BSPAD, Cilt 6, Sayı 13



Sosyal Sorumluluklara Yönelik Yeni Nesil Fon Türü: Sürdürülebilir (ESG)

Yatırım Fonları¹

New Generation Fund Type for Social Responsibilities: Sustainable (ESG) Investment Funds

Dr. Hamit ÖZMAN

Adnan Menderes Üniversitesi

hamit.ozman@adu.edu.tr

orcid.org/0000-0002-2637-2414

ÖZET

Bu çalışmanın temel motivasyonu iş dünyasında ve sermaye piyasalarında ortaya çıkan sosyal sorumluluk doktrini ve sürdürülebilir (ESG) yatırım fonlarına olan yatırımcı talebidir. Buna ek olarak, ilgili alanda Türkiye'deki durumun ortaya konulması amaçlanmıştır. Çalışmada 2014-2022 dönemine ait BIST-100 (XU100) ve BIST Sürdürülebilirlik Endeksi (XUSRD) verileri analiz edilmiş olup her iki endeksin getiri performansı, risk düzeyi ve birbirleri ile olan korelasyonu hesaplanmıştır. Buna göre, zarar görülen yıllarda (2015, 2018) XUSRD'nin BIST-100 karşısında daha iyi bir performans elde etmediği görülmüştür. Literatür ve ABD piyasalarından farklı olarak Türkiye'de XUSRD endeksine ait standart sapmanın (risk düzeyi), BIST-100 endeksine göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir. Çalışmada, XUSRD endeksinin günlük volatilitesi (dalgalanma) haritası oluşturulmuş olup benzer şekilde, BIST-100 endeksine göre daha geniş bir bant aralığında getirilerin gerçekleştiği gözlenmiştir. Söz konusu veriler ışığında, Türkiye borsalarına yatırım yapan bir yatırımcı için, BIST Sürdürülebilirlik endeksinin, BIST-100 yatırımlarındaki riski azaltmak üzere bir hedging (riskten korunma) aracı olarak değerlendirilmemesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Sosyal Sorumluluk, Para ve Sermaye Piyasaları, Sürdürülebilir (ESG) Fonlar, Yeşil Bono, Riskten Korunma

Jel Sınıflandırması: E44, F21, G15, G32

ABSTRACT

The main motivation of this study is the social responsibility doctrine in the business world, capital markets and the investor demand for sustainable (ESG) mutual funds. In addition, it is aimed to present the situation in Turkey in the relevant field. BIST-100 (XU100) and BIST Sustainability Index (XUSRD) data for the 2014-2022 period were analyzed and the return performance, risk level and correlation with each other of both indices were calculated within the scope of the study. Accordingly, it has been observed that the BIST Sustainability Index did not outperform BIST-100 in the years (2015 and 2018) in which Borsa Istanbul suffered losses. It has been determined that the standard deviation (risk level) of the XUSRD index in Turkey is higher than the BIST-100 index, contrary to

¹ Makale Gönderim Tarihi: 15.04.2022 – Makale Kabul Tarihi: 21.06.2022

the literature and the US financial markets. In the study, the daily volatility (fluctuation) map of the XUSRD index was created. Similarly, it was observed that returns were realized in a slightly wider band gap compared to the BIST-100 general index. In the light of the aforementioned data, it has been concluded that for an investor investing in the Turkish stock markets, the BIST Sustainability index should not be considered as a hedging tool to reduce the risk in BIST-100 investments.

Keywords: Social Responsibility, Money and Capital Markets, Sustainable (ESG) Funds, Green Bonds, Hedging

JEL Codes:E44, F21, G15, G32

Giriş

Günümüzde, çok uluslu küresel şirketlerin, ülkelerin ulusal kaynaklarını sömürme konusunda fırsatçı davrandıkları, maksimum kâr hedefi kapsamında benmerkezci bir pozisyon aldıkları ve yerel topluluklara yeterince katkıda bulunmadıkları, sıklıkla dile getirilen bir argümandır. Söz konusu şirketler, sosyal sorumluluk konusuna yeterince önem verip uygun etik politikalar izledikleri takdirde, az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere dezavantajlı ülke ve gruplar için, aynı zamanda bir sosyal dönüşüm unsuru haline gelebilmektedir. Özellikle, iş yaratma ve kapasite kullanım oranını arttırma, beşeri sermayenin gelişimi, iyi bir yönetim sisteminin oluşturulması, dış pazarların çeşitlendirilmesi, başta bilgi-işlem olmak üzere teknoloji transferi ve ülkelerarası sosyal, siyasal ilişkilerin gelişmesi konusunda küresel firmalar kilit bir role sahiptir.

Yaşanan toplumsal ve siyasal gelişmeler neticesinde, sosyal normlar günümüzde giderek değişime uğramaktadır. Bu durum beraberinde firmaların iş yapma biçimlerini de değiştirmektedir. İş dünyasının önde gelen liderleri, artık şirketlerinin toplumsal düzen içinde nasıl bir rol oynaması gerektiğine dair daha fazla sorgulama ve arayış içindedir. Benzer şekilde yeni yatırımcı modeli, yatırım yapmayı planladığı şirketlerin iklim değişikliğine, sürdürülebilir büyümeye, toplumsal refaha ve daha adil bir işgücü piyasasına ne tür katkı sağlamakta olduklarına daha fazla odaklanmaktadır. Her ne kadar şirketler ve yatırımcılar geçmiş dönemlerde dar bir perspektif ile kısa vadeli olarak iş süreçlerine odaklanmış olsalar da, artık uzun vadeli bir değer yaratmak için müşteri, çalışan, tedarikçiler gibi diğer paydaşları ve toplumun genelini daha fazla dikkate almak gerekmektedir. Nitekim artık bir şirketi anlamak ve değerlendirmek için sadece finansal performansına bakmak yeterli olmayıp şirketlerin yukarıda ifade edilen diğer hususlara odaklanmaları gerekliliği de ortaya çıkmıştır.

Firmaların değişen algıları ile ilgili 2019 yılında önemli bir gelişme yaşanmıştır. Ağustos-2019'da Amerika'nın en büyük şirketlerinin 181 üst düzey yöneticisi (CEO), bir şirketin ana amacının hissedar getirisini en üst düzeye çıkarmak şeklinde olan bir geleneksel ön kabulün, artık geçerli olmadığı kararını aldı. Yayınlanan bildiriye, “şirketler sadece hissedarlarına hizmet etmemeli, aynı zamanda müşterilerine değer sunmalı, çalışanlarına yatırım yapmalı, tedarikçilerle adil davranmalı ve faaliyet gösterdikleri toplulukları desteklemelidir” kararı alındı. Bu taahhütler sadece sözde kalmadı, aynı zamanda eyleme de geçirildi. Nitekim bu deklarasyonu imzalayan şirketler, yayınladıkları faaliyet raporuna göre işçilere yatırım yapmış, salgın ile mücadelede öncü bir rol üstlenmiş ve hizmet verdikleri toplulukları desteklemişlerdir. Diğer bir ifade ile söz konusu şirketler, bu taahhütleri vermelerinden bir yıl sonra yayınladıkları raporda, mevcut krizler aracılığıyla tüm paydaşların yararına çalışma taahhütlerini önemli oranda yerine getirdiklerini rakamlar vererek kamuoyu ile paylaşmışlardır. Bu grup, toplamda 19 milyon çalışana sahip, ARGE faaliyetlerine 225 milyar \$ yatırım yapan, 8 milyar \$'ın üzerinde bağışta bulunan, KOBİ'ler için 488 milyar \$ gelir sağlayan ve 360 milyar \$ hissedarlara kar payı dağıtan firmalardan oluşmakta olup aralarında Amazon, Apple, Blackrock, CitiGroup, Coca-Cola, Ford, Pfizer, UPS, Oracle gibi dünyanın ve ABD'nin önde gelen firmaları yer almaktadır (Business Roundtable, 2019:1).

1. Sürdürülebilir (ESG) Fonlar

Sürdürülebilirlik kavramının kökeni 1970'lerin erken dönemlerine kadar götürülebilir. 1972 yılında, bir düşünce kuruluşu olan Roma Kulübü tarafından yayınlanan eserin ismi “Büyümenin Sınırları” (The Limits to Growth) olup çalışmada MIT üniversitesi araştırmacıları yer almıştır. Meadows vd. (1972) tarafından yapılan araştırma ve simülasyonlara göre, eğer gerekli önlemler alınmaz ise dünyanın doğal kaynakları küresel ağlar ile birbirlerine bağlı olduğu için 2050'den itibaren sosyal ve ekonomik

sistemde çöküş kaçınılmaz olacaktır. Bununla birlikte eğer sürdürülebilirlik ilkeleri yeterince uygulanabilir ise, bu eserin yazarlarına göre yeryüzünde sonsuza kadar yaşanabilecek bir toplum ve dünya yaratılabilir. Bu eserin yanı sıra konu ile ilgili başka girişimlerde gerçekleşmiştir. Yine aynı yıl yapılan 1972 yılında İsveç’deki Birleşmiş Milletler Çevre Konferansı, çevresel konulara eğilen ilk uluslararası konferans olma özelliğini taşımaktadır. Bu gelişmelerin dışında yine 1979’da ilk kez yapılan Dünya İklim Konferansı, 1997 yılında uygulamaya konulan Kyoto Protokolü, Eylül-2010 tarihinde Birleşmiş Milletler tarafından ortaya konulan “Binyıl Kalkınma Hedefleri” (Millennium Development Goals), 2015 yılında üzerinde anlaşma sağlanan ve Türkiye’nin de 7 Ekim 2021 tarihinde onayladığı Paris Antlaşması, bu konudaki gelişmelerin temel yapıtaşlarını oluşturmaktadır. Uluslararası alanda, süreçte geline son aşama ise 2019’da ortaya konulan “Avrupa Yeşil Mutabakatı” (The European Green Deal)’dır. Bu kapsamda 2050 yılına kadar dünyanın ilk iklim-nötr kıtası olma vizyonu ile yola çıkan Avrupa Komisyonu, 2030 yılına kadar aşağıdaki alanlarda üye ülkelere hedefler belirlemiştir. Özellikle hali hazırda devam etmekte olan Rusya-Ukrayna savaşı, Avrupa’nın enerji bağımlılığındaki kırılganlıklarını gözler önüne sermiş olup ülkelerin söz konusu bu hedefleri 2030 yılını beklemeden, daha yakın bir zaman diliminde gerçekleştirmesi gerektiğini net bir şekilde ortaya koymuştur (KPMG European Green Deal Policy Guide,2022:2).

- Sera gazı emisyonlarında minimum %55 kesinti
- Yenilenebilir enerjide %32’nin üzerinde pay
- Enerji verimliliğinde en az %32,5 iyileşme

ESG fonları, ismini çevreci (environment), sosyal (social) ve yönetim (governance) sözcüklerinin baş harflerinden almakta olup getiri ve sosyal faydayı uyum içinde maksimize etmeyi amaçlar. Bu fonlar, sahip olduğunuz değerler sistemi doğrultusunda yatırım yapmayı sağlamakta olup örneğin birikimleriniz ve yatırımlarınız ile bütün şirketlerini, terörizm destekçilerini, silah üreticilerini ya da kumar oynatan şirketleri finanse etmek istemeyen yatırımcılar için alternatifler sunan fon türleridir. İklim değişikliği sorunlarını önemseyen, düşük karbon emisyonlarına odaklanan, daha düşük atık ve enerji tüketimine sahip şirketler çevreci olarak değerlendirilirken; tedarikçilerine ve çalışanlarına daha pozitif davranan, onlara eşit iş fırsatları ve adil ücretler sunan firmalar daha sosyal olarak kabul edilmektedir. Yönetişim tarafında ise iş etiğine sahip, evrensel yönetim standartları ile yönetilen, denetim ve şeffaflığa önem veren kurumlar bu alanda daha fazla ön plana çıkmaktadır. Bu tür şirketler ve bu firmalara yatırım yapan fonlar, böylelikle kısa vadeye odaklanmak yerine daha uzun vadeye odaklanarak sürdürülebilir bir başarı çizgisi belirlemekte ve aynı zamanda riski azaltmaktadırlar.

Ünlü yatırım bankası Morgan Stanley (2018), dünya çapında 118 emeklilik şirketi, kamusal varlık kuruluşları, sigorta ve diğer büyük varlık yönetim şirketlerini kapsayan ‘Sustainable Signs’ adındaki anket çalışmasında, sürdürülebilir yatırımdaki eğilimler, motivasyonlar, zorluklar ve uygulama yaklaşımları hakkında, bu kuruluşlardaki yetkililerden bilgi toplamıştır. Bu anket sonuçlarına göre yatırımcıların % 84’ü bu tür çevreci fonlara yatırım yapma konusunda bir arayış ve eğilim içerisinde; nitekim bu yatırımcıların % 60’ı son dört yıl içerisinde ilgili bu fonlara yatırım yapmış durumdadır. Kuruluşa göre sürdürülebilir yatırım uygulamalarının daha fazla benimsenmesi için yatırımcıların net faydalar belirleyebilmesi önem arz etmektedir. Anlamlı verilere ve doğru araçlara sahip olmak, bu süreci hızlandırmakta ve kalıcı hale getirmektedir. Ankete göre, varlık sahipleri tarafından belirtilen en büyük zorluklar arasında kaliteli sürdürülebilirlik verilerinin mevcudiyeti (% 23) ve sürdürülebilir yatırım hakkında bilgi eksikliği (% 16) yer almaktadır. Raporun sonuç bölümüne göre, varlık sahiplerinin dörtte üçünden fazlası sadece bu fonlara yatırım yapmakla kalmıyor; artık yatırımları aracılığıyla küresel sürdürülebilirliği sağlamada sorumlulukları olduğunu kabul ediyorlar. Bununla birlikte bu alandaki sürdürülebilirliği benimsemelerinin arkasındaki itici güçler olarak risk ve getiriyi de göz önünde tutuyorlar.

2. Literatür

İş dünyasının ve üst düzey yöneticilerinin sorumlulukları ile ilgili olarak literatürde farklı bakış açıları bulunmaktadır. Ünlü iktisatçı A.Smith, çalışmalarında (Ahlaki Duygular Kuramı -The Theory of Moral Sentiments & Ulusların Zenginliği - TheWealth of Nations) bencillik ve ekonomik çıkarı her ne kadar ön plana çıkarsa da, etik ve sağduyuyu bir kenara itmemiştir; bununla birlikte kendisi bencilliğin, piyasa faaliyetlerinde hâkim faktör olacağını öngörmüştür. Smith, Ahlaki Duygular Kuramı’nda

ekonomik çıkar (para kazanma hırsı) ile erdemli/etik bir yaşamın, birlikte nasıl bir araya getirilebileceğini ahlak felsefesinin temel çalışma/problem alanlarından biri olarak görmüştür. Benzer şekilde Marshall (1920) 'ekonomik insan' tam anlamıyla bencil olmadığından, iktisatçının 'etik güçleri' de hesaba katması gerektiğini vurgulamıştır (akt: Windsor,2006; 112).

Nobel ödüllü ünlü iktisatçı Friedman(1970) ise, yazdığı bir makalede “iş dünyasının sosyal sorumluluğu karını arttırmaktır” diyerek şirketlerin kaynaklarının sosyal girişimlere harcanmaması gerektiğini ifade etmiştir. Diğer bir ifade ile bir ekonomi gücünü, piyasa aktörlerinin ahlakına ilişkin mantıksız beklentilere dayanmamasından almaktadır. ‘Kapitalizm ve Özgürlük’ adlı eserinde de sosyal sorumluluk doktrini eleştirerek bu olguyu özgür bir toplumda "temelde yıkıcı bir doktrin" olarak tanımlamıştır. Bu yönüyle Friedman, şirketlerin sosyal sorumluluklarının olduğunu ve buna göre davranmaları gerektiğini düşünen işadamlarını “özgür bir toplumun temelini baltalayan entelektüel güçlerin kuklaları oldukları” için eleştirmektedir.

Friedman’a göre “sadece insanların sosyal sorumlulukları vardır; işletmeler yapay kuruluşlar oldukları için böyle bir doğal sosyal sorumlulukları bulunmaz. Bir şirket yöneticisi, işletme sahiplerinin çalışanıdır ve işverenlerine karşı doğrudan sorumluluğu vardır. Bu sorumluluk, işi onların isteklerine uygun olarak yürütmektir; ahlaki ve hukuk kurallarına dikkat ederek mümkün ölçüde daha fazla para kazandırmaktır.” Ünlü iktisatçı makalesinde şu soruyu sormaktadır: “Şirket yöneticisinin iş insanı sıfatıyla bir ‘sosyal sorumluluğu’ olduğunu söylemek ne demektir?” Bu ifade, “işverenlerinin çıkarına olmayan bir şekilde hareket etmesi gerektiği anlamına gelmektedir. Örneğin, bir fiyat artışı şirketin menfaatine olacak olsa bile, enflasyonu önlemenin toplumsal hedefine katkıda bulunmak için ürünün fiyatını yükseltmekten kaçınmak zorunda kalacaktır. Şirket karları pahasına, yoksulluğu azaltma sosyal hedefine katkıda bulunmak için daha nitelikli mevcut işçiler yerine kalifiyesiz işsizleri işe alacaktır. Bir şirket yöneticisi bu şekilde davranırsa hem yasa koyucu, hem yürütmeyi uygulayan hem de hukukçu olacaktır. Bu durumda bu kişi özel sektörün bir çalışanı olarak görünmesine rağmen, gerçekte bir kamu çalışanı, bir memur olur. Memur olacaklar ise, siyasi bir süreçle seçilmeleri gerekir.” Nitekim yazara göre ‘sosyal sorumluluk’ doktrininin, kıt kaynakların alternatif kullanımlara tahsisini belirlemede piyasa mekanizmalarının değil, siyasi mekanizmaların uygun bir yol olduğu şeklindeki sosyalist görüşün kabulünü içinden barındırmasının temel nedeni budur.

Friedman için ‘sosyal sorumluluk örtüsü’, özgür bir toplumun temellerine açıkça zarar vermektedir; yazara göre “özgür bir toplumda, ‘iyi’ insanların ‘iyilik’ yapması zordur, ancak bu, özellikle de bir kişinin iyiliği diğerinin kötülüğü olduğundan ‘kötü’ insanların ‘kötülük’ yapmasını zorlaştırmak için ödenmesi gereken küçük bir bedeldir”. Friedman makalesine şöyle devam etmektedir. “Enflasyonla mücadeleye katkıda bulunması gerektiği söylendi, hangi eyleminin bu amaca katkıda bulunacağını nasıl bilecek? Şirketini yönetmede, muhtemelen bir ürün üretmede, satmada ya da finanse etmede bir uzmandır. Ama seçimiyle ilgili hiçbir şey onu enflasyon konusunda bir uzman yapmıyor. Ürününün fiyatını düşük tutması, enflasyonist baskıyı azaltacak mı, yoksa müşterilerinin eline daha fazla harcama gücü bırakarak, onu başka bir yere yönlendirecek mi? Ya da daha düşük fiyat nedeniyle daha az üretirse, bu durum sadece kıtlıklara mı katkıda bulunacak?” Geleneksel finans teorisinin de benzer bir yönelim ile “yöneticinin tek görevi, hissedarların karını maksimize etmektir” anlayışı içerisinde olduğu geçmiş dönemler boyunca sürekli vurgulanmıştır.

Günümüzde büyük işletmelerin % 90' ından fazlası, kurumsal sosyal sorumluluğa odaklanan özel programlara sahiptir; birçok CEO ve üniversite de, firmaların sosyal sorumluluk taahhüdünü olumlu bir tutum ile dile getirmektedir. İş dünyası belki de kendisinin bile tahmin ettiğinden çok daha hızlı bir şekilde sosyal sorumluluk projelerinde yer almaktadır. Buna karşın bu alanlarda firmaların güçlü bir şekilde yer alması, mutlaka firmaların kârlılık hedefleri ile çatıştığı anlamına gelmemektedir (Hedblom vd.,2019; 41). Sosyal sorumluluk doktrini savunanlar, temelde toplumun en üst düzey ilke olduğu görüşündedir. Bu doktrini benimseyen bazı akademisyenler, iş dünyası tarafından daha yaşanılabilir bir dünya yaratma çabasının, mutlaka kar maksimizasyonu ile çelişmek zorunda olmadığını vurgulamaktadır. Bu görüşe sahip olanlar, sosyal sorumluluk kapsamında şirketlerce yapılan yatırımların aslında kârı artırdığını iddia etmişlerdir; örneğin Waddock ve Graves (1997), S&P-500 endeksinde yer alan 469 şirketi analiz ettikleri çalışmalarında, sosyal sorumluluk ile firmaların finansal performansları arasında pozitif ilişki tespit etmişlerdir. Yazarlar, finansal performansın aynı zamanda iyi sosyal performansla da bağlı olduğunu belirterek, bu durumu sosyal mecralarda iyi performans göstermenin, iyi bir yönetim

uygulamasıyla bağlantılı olabileceği şeklinde açıklamaktadırlar. Statman ve Glushkov (2009), 1992-2007 yıllarını analiz ettikleri çalışmalarında sosyal sorumluluğa yüksek derecede önem veren şirketlerin düşük önem veren şirketlere göre daha düşük kazanç elde ettiklerini belirlemişlerdir. Yazarlara göre, sürdürülebilir fonlara yatırım yapan yatırımcılar, geleneksel yatırımcılara kıyasla getiri açısından bir avantaj elde etmektedir. Bazı sektörler, doğası gereği daha yüksek sosyal sorumluluk puanları aldıkları için firmaları sektörel bazda değerlendirmek gerekir. Buna göre, yüksek performanslı sosyal açıdan sorumlu portföyler oluşturmak isteyen portföy yöneticileri, yüksek sosyal sorumluluk derecelendirmesine sahip hisse senetlerine yönelik sınıfının en iyisi seçerek portföyler oluşturmalıdır fakat pratikte ise incelenen portföylerde bu dağılım görülmemiştir (Statman ve Glushkov,2009: 17-18).

Konu ile ilgili olumlu görüşler olmasına rağmen, ampirik literatürde firmanın kârlılık üzerinde sosyal sorumluluk harcamalarının olumlu bir etkisinin olup olmadığı konusunda net bir fikir birliği bulunmamaktadır. Negatif ilişki, ‘firmanın sosyal sorumluluk harcamalarının kurumun maliyet avantajları aştığında, finansal performans bozulabilir’ şeklinde ortaya çıkmaktadır. Trebuçq ve D’arcimoles (2002:12-14), Fransa için yapmış oldukları çalışmada kurumsal sosyal performansın finansal performansla bir ilişkisi olmadığı sonucuna ulaşmışlardır; bununla birlikte yazarlar çalışmalarının sonuç bölümünde, gelecek dönemde bu ilişkinin pozitif olarak değişeceğini öngörmüşlerdir. Humphrey vd. (2012: 626) ise yüksek ve düşük kurumsal sorumluluk derecelendirmesine sahip İngiliz şirketlerinin riske uyarlanmış performansında anlamlı bir fark bulunmadığı belirlemişlerdir. Yazarlara göre çalışmada ulaşılan ampirik kanıtlar, yatırımcıların ve yöneticilerin risk veya getiri açısından önemli bir finansal maliyet (veya fayda) oluşturmadan bir sosyal sorumluluk yatırımı yapabileceklerini veya iş stratejisi uygulayabileceklerini göstermektedir. Windsor (2006), kurumsal sosyal sorumluluğun henüz tam olarak gelişmemiş ve tartışmaya açık bir kavram olduğunu belirterek bu kavramı ‘etik sorumluluk’ ve ‘ekonomik sorumluluk’ olmak üzere birbiri ile çatışan iki temel alt bileşene ayırır. Etik sorumluluk teorisi, firmaların ve hükümetlerin fedakârlık görevlerini ön plana çıkaran ve paydaş haklarını güçlendiren bir toplumsal ve kamusal politikayı savunur. Ekonomik sorumluluk teorisi ise yalnızca minimalist kamu politikasına ve geleneksel iş etiğine bağlı olarak piyasa zenginliği yaratılmasını savunur.

Sürdürülebilir fonların gelişimi her ne kadar son dönemde bir ivme katetmiş olsa, bu fonların ilk kullanımını 1971 yılında “Pax World Fun” adıyla ABD’de gerçekleştirmiştir. Luther Tyson ve Jack Corbett, Vietnam Savaşı’nı desteklemeyen kilise varlıkları için bir yatırım fonu oluşturmak amacıyla kurulan bu fon, sonrasında silah üreticilerinin dışında, tütün endüstrisi şirketleri ve kirlilik kaydı bulunan firmaları da yatırım havuzlarında çıkarmıştır (The Sustainable Business Case Book, T.Y).

Aw vd. (2017), ESG kavramını, “yatırım yapılan şirketlerin faaliyetlerini yönetim, çevresel ve sosyal etki perspektiflerinden değerlendirmek için kullanılan bir dizi kriter” olarak tanımlamaktadır. Yazara göre sosyal sorumluluk yatırımları, “sosyal ve çevresel değişim meydana getirmek için finansal getiri ve etik davranışı dikkate alan bir yatırım tezidir.” Yue vd. (2020), sürdürülebilir yatırımın artan popülaritesinin yatırımda ek riskler yaratıp yaratmadığını değerlendirmek üzere, Aralık 2014 – Aralık 2018 dönemini inceledikleri çalışmalarında 30 sürdürülebilir fon, 30 adet ise geleneksel fonu analiz etmişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre sürdürülebilir fonlar, geleneksel fonlardan daha az riskli olduğunu belirlenmiştir fakat yazarlar, bu fonların daha yüksek getiri sağlayabileceğini doğrulayacak net bir kanıt bulamamışlardır. Benzer şekilde ESG fonları lehine pozitif anlamda güçlü ilişki bulamayan başka araştırmalar da mevcut olup Folger-Laronde vd. (2022), çalışmalarında ETF’lerin daha yüksek sürdürülebilirlik performansının, ciddi bir piyasa gerilemesi sırasında yatırımları finansal kayıplardan korumadığını göstermektedir.

Gündüz (2018), 2013-2016 dönemini incelediği çalışmasında o dönem itibariyle sürdürülebilirlik endeksinde yer alan 42 şirketi analiz etmiştir. Çalışmada firmanın finansal performans göstergeleri olarak, aktif karlılık (ROA), özsermaye karlılığı (ROE), Tobin’s Q oranı ve PD/DD oranı kullanılmıştır. Buna göre, sürdürülebilirlik endeksi içinde yer alanın firmaların finansal performanslarına herhangi bir etkisinin bulunmadığı tespit edilmiştir. Yazara göre bu durum, Borsa İstanbul’daki yatırımcıların sürdürülebilirlik olgusunu yatırım kararlarında önemli bir faktör olarak görmediğini göstermektedir, dolayısıyla bu endekste yer almak söz konusu firmaları ekonomik bir yarar temin etmemektedir.

Nakai vd.(2013), 2003-2010 dönemi için yaptıkları çalışmada ise sürdürülebilirlik endesinde yer alan fonların diğer fonlara göre daha iyi bir performans gösterdiğini belirlemişlerdir. Yazarlara göre,

endekse dâhil olmak, yatırımcılar tarafından önemli ölçüde olumlu değerlendirilmektedir, bununla birlikte endeksten çıkarılmak ise hisse fiyatlarında önemli bir düşüşe yol açmamaktadır. Benzer şekilde Steen vd. (2019), 146 fonu inceledikleri çalışmalarında, yatırımları, yüksek ESG derecesine sahip Avrupa şirketlerine yönlendirmenin finansal bir ödül olabileceğini ve fonun notunun iyileştirilmesine katkıda bulunabileceğini göstermişlerdir. Sosyal sorumluluk fonları ile getiri performansı arasındaki ilişkiye yönelik pozitif görüş bildiren çalışmalardan bir diğeri Alda vd. (2020) tarafından gerçekleştirilmiştir. Yazarlar, geleneksel emeklilik fonlarının çevresel, sosyal ve yönetim faktörlerini dikkate alma derecesini analiz ettikleri çalışmalarında, Ocak 2016 - Aralık 2018 dönemine ilişkin 21 ESG fonu ve 221 geleneksel fonu incelemişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre ESG fonları diğer geleneksel fonlara göre daha yüksek getiri performansı ve buna karşılık daha düşük oynaklık göstermişlerdir.

Literatürde, sürdürülebilir fonların herhangi bir maliyeti beraberinde getirip getirmediği, hangi dönemlerde daha iyi performans gösterdiğine ve daha fazla ilgi gösterildiğine ilişkin çalışmalar da bulunmaktadır. Davranışsal iktisadın temsilcilerinden Shefrin ve Statman(1993)'a göre “insanlar kötü ekonomik zamanlarda iyi zamanlardan daha fazla olumsuz kurumsal davranışları fark eder. Bu nedenle, yatırımcılar, politikacılar, düzenleyiciler, düşüş eğilimine sahip piyasalarında aşağı yönlü risklere daha fazla dikkat etmektedir.” Verwijmeren ve Derwall (2010) ise yüksek çalışan memnuniyeti ölçütlerine sahip firmaların daha düşük iflas riski ile karşı karşıya kaldığı sonucuna ulaşmıştır. Yazarlar, aynı zamanda güçlü kurumsal yönetim uygulamalarının kurumsal acente maliyetlerini azalttığını belirlemişlerdir.

Literatürde, yatırımcıların sosyal olarak sorumlu hissettikleri fonlara yatırım yaparken bir bedel ödeyip ödemediklerine veya ekstra bir getiri elde edip etmediğine dair çalışmalar da söz konusudur. Nofsinger ve Varma (2014) makalelerinde, özellikle kriz dönemlerinde geçerli olmak üzere, ESG fonlarının aşağı yönlü riski sınırlayıp sınırlamadığını test etmişlerdir. Yazarlara göre bu fonlar, yüksek büyüme dönemlerinde diğer fonların genel olarak gerisinde kalmakla birlikte kriz dönemlerinde daha iyi performans göstermektedirler. Çünkü bu tür şirketlerinin büyük çapta olumsuz olaylarla karşılaşma ve bunlara maruz kalma ihtimali daha düşüktür. Benzer şekilde, çalışan haklarına karşı saygılı olan diğer bir ifade ile sosyal kaygıları yüksek olan firmaların, çalışanlarla ilgili davalara maruz kalma olasılığı daha düşüktür. Dolayısıyla sorumlu firmalar yasal kovuşturmalardan ve cezalardan daha uzak bir şekilde faaliyetlerini sürdürürler; piyasa düzenleyicisi kurumlarla ve hükümetlerle daha istikrarlı ilişkiler içinde çalışmalarını devam ettirirler. Çalışmalarında 2000–2011 dönemi baz alınarak ESG kategorisinde 29 milyar \$ büyüklüğündeki 240 ABD yurtiçi yatırım fonu araştırmaya dâhil edilmiş olup bu fonların ortalama yıllık getirisi % 2,56 olarak gerçekleşmiştir; diğer geleneksel fonlar ise yıllık ortalama % 2,60 getiri elde etmiştir (Nofsinger ve Varma,2014; 185). On bir yıllık süreç içerisinde 2001’de sekiz ay ve 2008’de ise on sekiz ay süren iki resesyon (durgunluk) dönemi bulunmaktadır. ESG fonları normal dönemlerde yıllıklandırılmış ortalama % 15,8 getiri elde ederken, sözü edilen durgunluk ve kriz dönemlerinde bu fonlarda %18,7 oranında zarar gerçekleşmiştir. Her ne kadar zarar söz konusu olsa da diğer fonlara göre ESG fonları % 1,18 oranında daha iyi performansa göstermiştir. Normal dönemlerde ise ESG fonları diğer geleneksel fonlar ile kıyaslandığında ortalama olarak % 0,67 – 0,95 oranında daha düşük performans sergilemiştir.

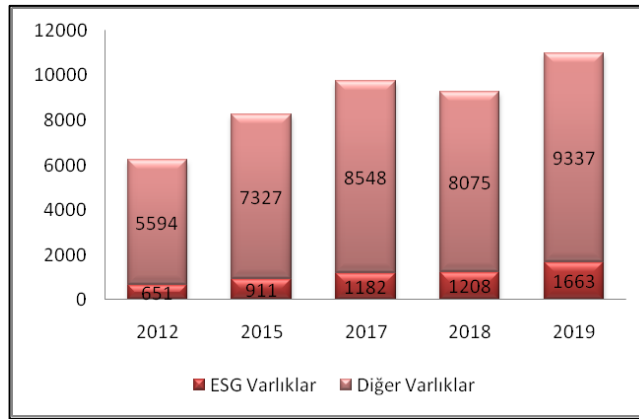
3. Sürdürülebilir Fonların (ESG) Pazar Potansiyeli ve Mevcut Durum

Küresel Sürdürülebilir Yatırım Derneği verilerine göre, ESG varlıkları (fonlar, bono ve tahviller vb), 2016'da 22,8, 2018'de 30,6 trilyon doları aşarak 2020'de 35 trilyon dolara ulaşmıştır. Söz konusu rakam, yönetilen toplam küresel varlıkların üçte biri olup 2025 yılına kadar küresel ESG aktiflerinin, 50 trilyon dolar seviyesine ulaşması muhtemel görünmektedir (Bloomberg, 2021: 1). Price Waterhouse Coopers - PWC (2021) raporunda, iyi senaryo tahmininde 2025'de Avrupa'daki yönetilen toplam fon büyüklüğünün yaklaşık % 50'sini ESG fonları oluşturacaktır. Bu veri, 2019-2025 dönemi için % 28,8'lik bir yıllık büyümeye işaret etmektedir. Kuruluşa göre, geçmiş yıllarda birçok yatırımcı için ESG fonlarına yatırım yapmak, yüksek getirilerden fedakârlık anlamına gelmekteydi. Fakat son yapılan çalışmalar bu tür fonlar ile getiri arasında da güçlü bir birliktelik olabileceğini göstermiştir. Nitekim ESG fonları, 2020 yılında salgının başlangıç döneminde (yılın ilk üç ayında) % 12,2 değer kaybederken, ABD'de S&P 500 endeksi bunu iki katı oranında değer kaybetmiştir (Kishan ve Chasan,2020:1).

Sürdürülebilir fonlar, dünyada giderek artan bir ilgi ile karşı karşıya olup son olarak ABD’de 2021’de, bir önceki yıla göre % 35’lik bir artışla, net giriş açısından bir rekor olan yaklaşık 70 milyar dolarlık net akış çekmiştir (Bioy ve Boyadzhiev, 2020:1). Bu giriş ile birlikte ülkede, sürdürülebilir fonlardaki varlıklar, yılsonunda 357 milyar dolarlık rekor bir seviyeye ulaşmıştır. Aynı raporda, ABD’de 2015-2019 yılları arasında ortalama 30 sürdürülebilir fon finansal piyasalara ihraç edilirken bu sayı 2020’de 71, 2021’de ise 121 adet olmuştur. Dünyanın önde gelen danışmanlık ve denetim firması PWC (2017) tarafından gerçekleştirilen ankete göre 2013 yılında dünya genelinde, şirketlerin sadece % 55’inin sosyal sorumluluk kapsamında politikaları var iken, günümüzde bu oran % 83 düzeyine çıkmıştır. Söz konusu raporda, 2022 yılında kurumsal yatırımcıların % 77’si çevreye, topluma ve çalışanına duyarlı olmayan firmalara olan yatırımlarını durduracağını ifade ederken, bu oran portföy yönetim şirketlerinde ise sadece % 14 düzeyinde kalmıştır. Portföy yönetim şirketleri her ne kadar bu fonlara olumlu yaklaşırsa da bu fonların tarihsel performans bilgileri ve varlık süreleri henüz çok uzun vadeli olmamasından kaynaklı olarak bazı çekincelere sahiptir.

PWC, hali hazırda AB’de toplam fonların içerisinde % 15,1’lik pazar payına sahip olan bu sürdürülebilir fonların, 2025’de farklı senaryolar dâhilinde % 41 ile % 57 arasında bir paya sahip olacağını tahmin etmektedir. Kuruluşun raporuna göre AB’deki ESG fonları toplam küresel fonların % 70’ini oluşturmakta olup bu kıtayı % 21 ile Kuzey Amerika izlemektedir. Asya-Pasifik ülkelerinde ise bu oran % 8,2’de kalmaktadır. Avrupa ülkelerinde ise ilk sırayı % 21’lik pay ile Lüksemburg almakta iken, bu ülkeyi % 11,9 ile Fransa, % 9,4 ile İsveç izlemektedir.

Grafik 1. Avrupa’da ESG ve Geleneksel Fonların Büyüklüğü (milyar euro)

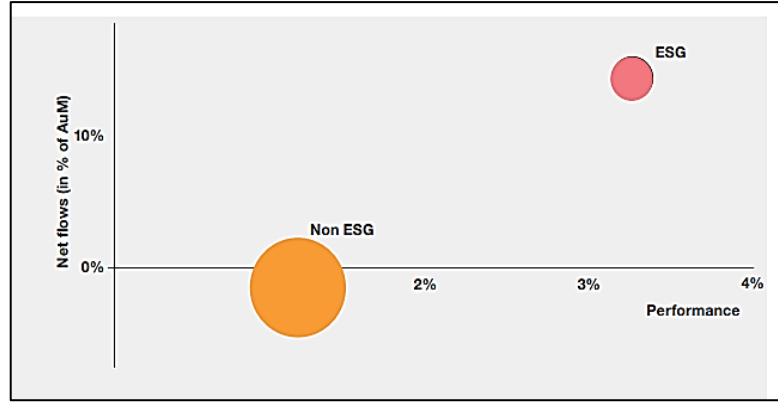


Kaynak: PWC (2021)

ESG fonları sadece hisse senedine değil aynı zamanda tahvil-bono ve para piyasası araçlarına da yatırım yapmaktadır. Bununla birlikte en büyük pay hisse senetlerinde olup toplam büyüklüğün yaklaşık yarısı hisse senedi piyasasında bulunmaktadır. 2011 yılı öncesine ilişkin bu fonların ve diğer geleneksel fonların performanslarına ilişkin veriler ikinci bölümün sonunda belirtilmiştir. PWC (2021) ise 2010-2019 yılları arasındaki getiriler ile ilgili bir çalışma gerçekleştirmiş olup buna göre ESG fonları bu dokuz yıllık dönemde geleneksel fonlara göre % 9 puan daha fazla getiri elde etmişlerdir.

Benzer şekilde fon rating kuruluşu Morningstar’ın sonuçlarına göre ESG fonlarının % 60’ı son on yılda diğer geleneksel fonlara göre daha yüksek performans göstermiştir. Morningstar raporunda ayrıca on yıl ve daha öncesinde kurulan ESG fonlarının % 72’sinin hala aktif olduğunu, buna karşılık geleneksel fonların % 46’sının hayatta kalabildiğini ve faaliyetine devam ettiğini belirtmiştir (Bioy ve Boyadzhiev, 2020; 2-3). PWC’nin raporundaki bir diğer önemli nokta ise fona giren sermaye miktarı ile ilgili olup 2019’un başından 2020 yılının Nisan ayına kadarki dönemde geleneksel fonlara giriş nete neredeyse sıfır iken ESG fonlarına girişler % 15’in üzerinde artmıştır. Bu dönemde getiri performansı da benzer şekilde ESG fonları lehine gerçekleşmiş ve bu fonların bu dönemdeki getirisi % 3’ü aşar iken diğer fonlarda bu oran % 1 civarında kalmıştır.

Grafik 2. Fonlara Sermaye Girişi ve Fon Performansları *



Kaynak: PWC (2021) * 31.12.2018 – 30.04.2020 dönemi

Sürdürülebilir yatırım fonları gerek kurumsal gerekse bireysel yatırımcılar tarafından giderek daha yakından takip edilmekte ve bu fonlara olan ilgi artmaktadır. Pazarda her ne kadar diğer fon türlerinin görece ağırlığı devam etse de yapılan projeksiyonlar, sürdürülebilir fonların bu arayışı hızlı bir şekilde kapatabileceğini göstermektedir. Bu fonların tarihsel performans verileri ile ilgili olarak daha orta vadeli bir veritabanı oluşturulmuş ve bu fonların operasyonel maliyetleri biraz daha aşağıya çekildiği takdirde, portföy yönetim şirketlerinin daha temkinli olan duruşları pozitif anlamda değişecek ve bu alana daha yoğun miktarda yatırım yapacaklardır.

4. Türkiye’deki Görünüm ve Değerlendirme Kriterleri

‘BIST Sürdürülebilirlik Endeksi’, Borsa İstanbul’da 04.11.2014 itibarıyla oluşturulmuş olup 08.04.2022 itibarıyla 62 şirket bu endeks kapsamında yer almaktadır (Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi, TY). Borsa İstanbul, bu kavramı şöyle tanımlamaktadır: “Kurumsal sürdürülebilirlik, şirketlerde uzun vadeli değer yaratmak amacıyla, ekonomik, çevresel ve sosyal faktörlerin kurumsal yönetim ilkeleri ile birlikte şirket faaliyetlerine ve karar mekanizmalarına uyarlanması ve bu konulardan kaynaklanabilecek risklerin yönetilmesidir.” Değerlemeye tabi şirketler listesi her yıl Aralık ayında revize edilerek Borsa İstanbul tarafından ilan edilmektedir. Endekste bir hisse senedinin ağırlığı toplam fon büyüklüğü %15’ini geçemez. Endeksin oluşturulmasındaki amaç ve beklenen katkılar ise şunlardır:

- “Endeksin hesaplanmaya başlanmasıyla kurumsal risklerini ve fırsatlarını etkin bir şekilde yöneten firmalara rekabet avantajı sağlanırken, bu firmalara sermaye çekmek ve finansman sağlamak amacıyla yeni bir endeks ortaya çıkmış olmaktadır.
- Türkiye ve dünya için önemli olan sürdürülebilirliğe ilişkin meselelere firmaların nasıl yaklaştıklarını ortaya koymakta, şirketlerin faaliyetlerinin ve aldıkları kararların bağımsız olarak değerlendirilmesini ve bir anlamda tescil edilmesini sağlamaktadır.
- Endeks, şirketlere kurumsal sürdürülebilirlik performanslarını yerel ve küresel anlamda karşılaştırma imkânı vermektedir. Endeks ile firmalara kurumsal şeffaflık, hesap verebilirlik ve sürdürülebilirlik konularına ilişkin risk yönetim becerilerini geliştirme imkânı tesis etmiş olmaktadır. Bu durumun şirketler için bir rekabet fırsatı yaratacağı, endekse alınan şirketlerin kamuoyu nezdinde bilinirliklerinin ve itibarlarının artacağı düşünülmektedir.” (Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi, TY)

EIRIS (Ethical Investment Research Services Limited), Borsa İstanbul şirketlerini uluslararası sürdürülebilirlik kriterlerine göre değerlemeye tabi tutmakta ve değerlemelerde “kamuya açık” bilgileri kullanmaktadır. EIRIS² tarafından hazırlanan değerlendirme kriterlerinin bazıları şunlardır:

1.1. Çevresel Değerlendirme Kriterleri:

² “EIRIS, çevresel, sosyal ve yönetsel (ESG) alanda araştırmalar yapan bir küresel kuruluştur. Londra, Paris ve Washington’da yer alan ofisleri bulunmaktadır. EIRIS, Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri (UNPRI) imzacısı bir kuruluştur.” (EIRIS, 2015: 165)

-
- 1.1.1. Destekleyici kaynaklarla birlikte, yönetim kurulu düzeyinde sorumluluk
 - 1.1.2. Kamuya açıklanmış bir çevresel politika metni
 - 1.1.3. Tüm kilit alanlar için amaç ve hedef odaklı yaklaşım taahhüdü
 - 1.1.4. Takip, denetim ve kamuyu aydınlatma taahhüdü
 - 1.1.5. ICC, CERES, UNEP gibi çevresel örgütlere üyelik
 - 1.1.6. ISO 14001 sertifikasyonu ve EMAS sertifikası
 - 1.1.7. Faaliyet raporunda açılmış davalar, alınan cezalar ve yaşanan kazalar gibi konularla ilgili detaylar
 - 1.1.8. Şirketin çevreye ilişkin verilerinin, bağımsız bir firma tarafından onaylanması
 - 1.1.9. Şirketin CO2 emisyon verilerini açıklaması
 - 1.1.10. Sektörel bazda operasyonel verimliliklerin açıklaması
-

4.2. Sosyal Değerlendirme Kriterleri:

- 4.2.1. Dünya Çalışma Örgütü'nün (ILO) faaliyet alanlarına ilişkin en az iki kapsayan alanı içeren beyan (çocuk işçi çalıştırmama, zorla çalıştırmama, örgüt kurma özgürlüğü, toplu sözleşmeler yapabilme ve fırsat eşitliği vb.)
 - 4.2.2. Firmanın OECD'nin çok uluslu şirketler için 'Rehber İlkelerini' açıkça desteklemesi
 - 4.2.3. Yerli toplumun haklarına destek beyanında bulunulması
 - 4.2.4. Şirketin, Birleşmiş Milletler Küresel İlkeler Sözleşmesi'ni imzalamış olması
 - 4.2.5. İnsan haklarına yönelik firma politikalarını, paydaş olduğu tedarikçilerle yaptığı yazılı anlaşmalara ekleme
 - 4.2.6. İnsan hakları politika uygulamalarının takip edilmesi
 - 4.2.7. Üst yönetimden bir kişinin, sağlık ve güvenlik konularından sorumlu olduğunun belirtilmesi
 - 4.2.8. İnsan hakları politikalarına yönelik uyum ve yaşanan ihlallerin ayrıntılarını içeren bir taahhüt beyanı
 - 4.2.9. Raporla, insan haklarıyla ilgili konuların bağımsız bir tarafça onaylandığının ortaya koyulması
Şirketin tedarik zinciri politikasının, çocuk işçi çalıştırma ve zorla çalıştırma yasağı, ayrımcılık yapmama, sendikal hakların desteklenmesi
 - 4.2.10.
-

4.3. Yönetişim Kriterleri:

- 4.3.1. Yönetim Kurulu Başkanlığı ile Genel Müdürlük pozisyonlarının birbirinden ayrılması
 - 4.3.2. Yönetim Kurulunun %33'ten fazlası icra görevi olmayan, bağımsız üyelerden oluşması
 - 4.3.3. Çoğunluğu icracı olmayan, bağımsız üyelerden oluşan bir denetim komitesi bulunması
 - 4.3.4. Şirket yöneticilerinin ücretlerinin açıklanması
 - 4.3.5. Kanun ve yönetmeliklere uyum
 - 4.3.6. Şirketin genel etik kurallarına uyumu konusunda yönetim kurulu düzeyinde resmi bir belgenin varlığı
 - 4.3.7. Personel eğitimi
 - 4.3.8. Risk bazlı değerlendirme
 - 4.3.9. Etik politikaların müteâhhitlere, tedarikçilere ve acentelere bildirilmesi
 - 4.3.10. Rüşvet ihbar sisteminin kurulması ve bu sistemden nicel verileri içeren raporların düzenli olarak çekilmesi
-

Kaynak: EIRIS (2015)

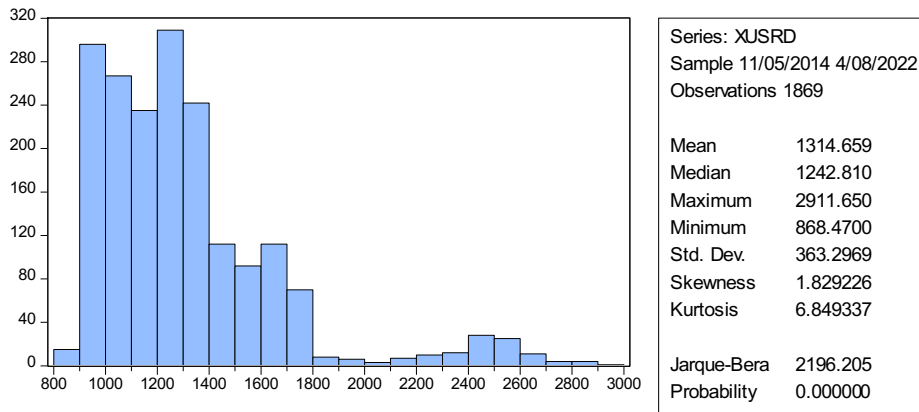
Türkiye’de sürdürülebilir fonlar ile ilgili bazı portföy yönetim şirketlerinin çalışmaları bulunmaktadır. ESG fonunun bir örneğini yerli yatırımcıya sunan bir finansal kuruluş³, fonun temel hedefini “sürdürülebilirlik kriterlerine uygun sermaye piyasası araçlarına ve yenilenebilir enerji projelerini destekler yatırımlar yaparak; TL bazında enflasyon ve mevduat getirisinin üzerinde bir performansı, düşük oynaklıkla yatırımcısına sunmak” şeklinde belirlemiştir. Fonun yatırım stratejisi incelendiğinde ise ‘BIST Sürdürülebilirlik Endeksi’ kapsamındaki şirketlerin ve yurt dışında genel kabul görmüş ‘sürdürülebilirlik endekslerine’ dâhil yabancı şirketlerin ortaklık payları ile bu şirketlerin ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım ön plana çıkmaktadır. Bunun yanı sıra, devlet garantisi altındaki rüzgâr ve güneş enerjisi vb. projelerin finansmanı amacıyla ihraç edilen, yine yenilenebilir kaynaklar ile üretilen elektriğin dağıtım ve pazarlamasını gerçekleştiren şirketlerin ihraç ettiği özel sektör borçlanma araçları da fonun yatırım evrenini oluşturmaktadır. Bir diğer fon⁴ (temiz enerji karma fon ve sürdürülebilirlik hisse senedi fonu) ise 18.01.2021 itibariyle yatırımcılara sunulmuştur. Bu fonun yatırım stratejisi incelendiğinde ağırlıklı olarak yurt dışı varlıklara (%70- 80 bandında) yatırım yapılmaktadır. Bu yatırım fonlarının dışında bazı emeklilik şirketlerinin de benzer sürdürülebilir fonları⁵ bulunmaktadır. Türkiye’de sadece ESG fonu benzer hisse senedi fonları bulunmamakta aynı zamanda yeşil bono (greenbond) ihraçları da özel sektör firmaları tarafından gerçekleştirilmektedir. Bunlara örnek olarak TSKB’nin 2016 yılında gerçekleştirdiği 300 milyon \$’lık ihraç, 2019’daki Garanti BBVA’nın 50 milyon \$’lık ihracı, 2020’deki Zorlu Enerji’nin 50 milyon TL’lik ihracı ve Akbank’ın 50 milyon \$’lık ihracı örnek olarak verilebilir.

5. Yöntem ve Bulgular

Çalışma kapsamında 05.11.2014 – 08.04.2022 dönemine ait BIST-100 (XU100) ve BIST Sürdürülebilirlik Endeksi (XUSRD) verileri birincil kaynaktan (Borsa İstanbul veritabanından) elde edilmiş olup her iki endeksin getiri performansı, risk düzeyi ve birbirleri ile olan korelasyonu, E-views 10 istatistik programı kullanılarak ölçülmüştür. Ek olarak, her iki endeksin söz konusu döneme ait histogram dağılımları çıkarılmıştır. Çalışma kapsamında hem BIST Sürdürülebilirlik Endeksi’nde hem de BIST—100’de yer alan şirketler belirlenmiştir. Buna göre 08.04.2022 itibariyle 51 adet şirketin hem XUSRD hem de XU100 endeksi içinde yer aldığı tespit edilmiştir. BIST-100 endeksinde yer almayan fakat XUSRD endeksi içinde yer alan firma sayısı ise 11 adet olarak ölçülmüştür.

Elde edilen histogram analizlerine göre, BIST-100 endeksinde 800-1200 ve XUSRD endeksinde ise 1000-1800 seviyelerinde yoğunlaşma görülmektedir. Bir risk ölçüsü olarak her iki endeksin standart sapmaları hesaplanmış olup buna göre literatürün ve ABD finansal piyasalarının aksine XUSRD endeksinin standart sapmasının, BIST-100 endeksinde göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Grafik 3. XUSRD Endeksi Histogram

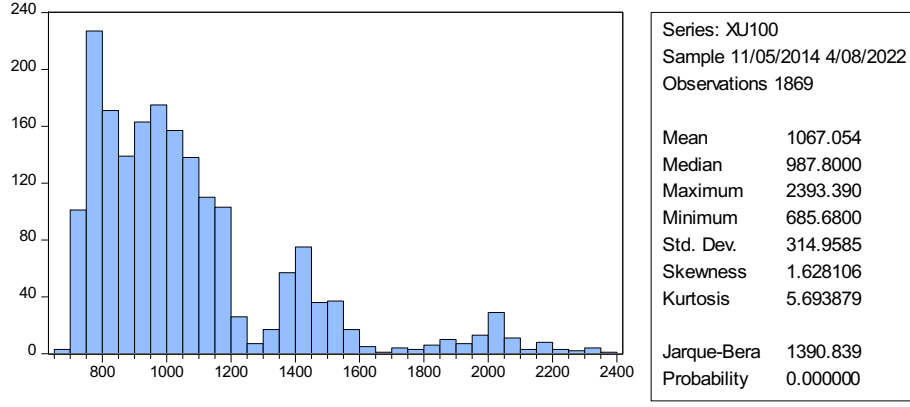


Grafik 4: BIST-100 Endeksi Histogram

³ Aktif Portföy Yönetim Şirketi; <https://www.aktifportfoy.com.tr/downloads/fonlar/ESG-Sunum-1120020.pdf>

⁴ Garanti BBVA Temiz Enerji Karma Fon ve Sürdürülebilirlik Hisse Senedi Fonu

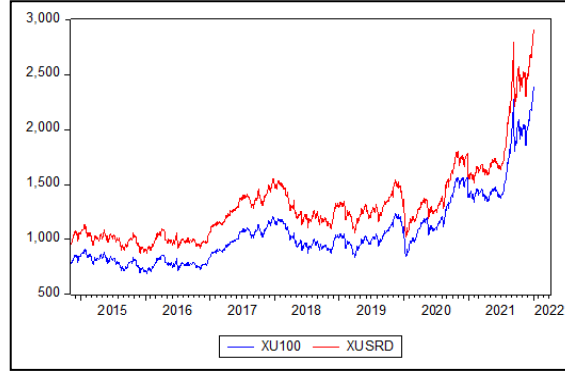
⁵ Garanti BBVA Emeklilik ve Allianz Emeklilik. Örneğin APG kodlu sürdürülebilir emeklilik fonunun 08.04.2022 itibariyle son bir yıldaki getirisi % 82 olarak gerçekleşirken, BIST-100 endeksinin getirisi %71,2 olarak gerçekleşmiştir. (<http://www.besfongetirileri.com/fon-karti/APG>)



Kaynak: Borsa İstanbul endeks verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

‘BIST Sürdürülebilirlik Endeksi’ kuruluşundan bu yana (04.11.2014) getiri anlamında ilk büyük sıçramasını 2016 yılının ortalarında itibaren yapmış olup endeks, 2017 yılı yaz aylarına kadar parlak performansını sürdürmüştür. Bu tarihten itibaren günlük dalgalı bir getiri performansı gösteren endeks, özellikle 2019 yılının ortalarından itibaren sert bir yükseliş yaşamıştır. BIST-100 içinde yer alan birçok şirketin aynı zamanda XUSRD endeksi içerisinde yer almasından dolayı her iki endeksin fiyat performansları birbirine yakın düzeyde seyretmiştir.

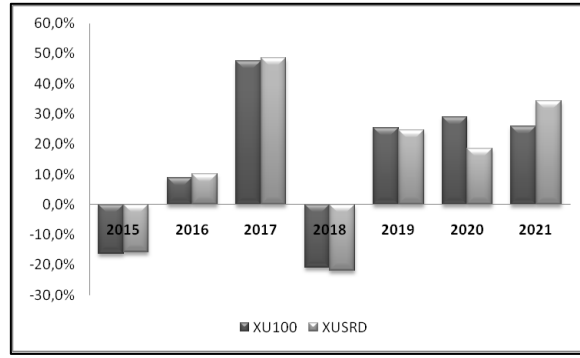
Grafik 5. BIST Sürdürülebilirlik Endeksi – Tarihsel Performans



Kaynak: Borsa İstanbul endeks verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

İkinci bölümün sonunda yer verildiği üzere finansal piyasalarda görülen yüksek büyüme dönemlerinde dünya genelinde ağırlıklı olarak, sürdürülebilir fonların getirisi, genel endeksin altında kalmaktadır. Kriz dönemlerinde ise bu tür fonlarda görülen zarar, genel endekse göre daha düşük seviyelerde gerçekleşebilmektedir. Bu çalışmada söz konusu ilişki Türkiye için test edilmiş olup buna göre Grafik.6’dan da anlaşılacağı üzere, Borsa İstanbul’da zarar görülen yıllarda (2015 ve 2018) BIST Sürdürülebilirlik Endeksi’nin, BIST-100 karşısında daha iyi bir performans elde etmediği görülmüştür. Söz konusu verilerden elde edilen bir diğer tespit ise, 2015-2019 dönemlerinde her iki endeksin getirileri birbirine yakın seyrederken, 2020 yılında söz konusu fark BIST-100 endeksi lehine açılmıştır. 2021 yılına gelindiğinde ise BIST-100 endeksi, BIST sürdürülebilirlik endeksinden daha düşük bir performans sergilemiştir.

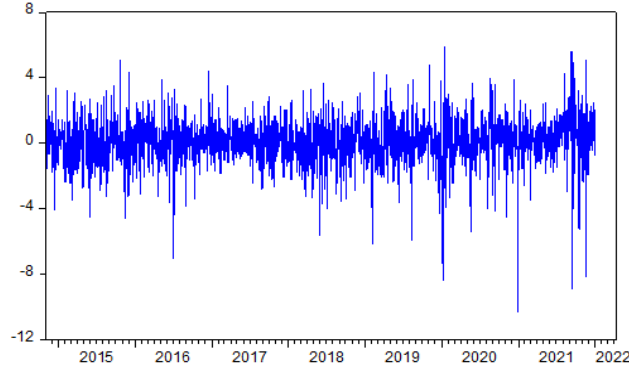
Grafik 6: BIST Sürdürülebilirlik Endeksi – Yıllık Getiriler



Kaynak: Borsa İstanbul Endeks verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

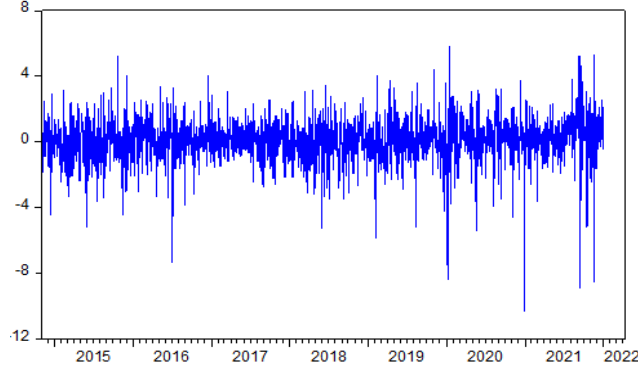
XUSRD endeksinin günlük volatilitesi (dalgalanma) E-views aracılığı ile oluşturulmuş olup BIST-100 genel endeksine göre kısmen daha geniş bir bant aralığında getirilerin gerçekleştiği gözlenmiştir (Bkz: Ek. Tablo.1). Yine Grafik.7 ve Grafik.8'den de anlaşılacağı üzere özellikle 2019 yılının ikinci yarısından itibaren oynaklığın arttığı dikkati çekmektedir. Söz konusu veriler ışığında, Türkiye borsalarına yatırım yapan bir yatırımcı için, BIST sürdürülebilirlik endeksinin, BIST-100 yatırımlarındaki riski azaltmak üzere bir hedging (riskten korunma aracı) olarak değerlendirilmemesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Nitekim her iki endeks kullanılarak oluşturulan kovaryans ve korelasyon matrisi sonucuna göre BIST-100 ve XUSRD endeksi arasında 0,99 oranında çok güçlü bir korelasyon ilişkisi bulgusuna ulaşılmış olup bu sonuç, söz konusu iki endeksin birbirlerinin riskini azaltacak bir risk azaltım mekanizması olarak kullanılmasının sağlıklı sonuçlar vermeyeceğini göstermektedir.

Grafik 7. XUSRD Endeksi Günlük Volatilité



Kaynak: Borsa İstanbul Endeks Verileri

Grafik 8: BIST-100 Endeksi Günlük Volatilité



Kaynak: Borsa İstanbul Endeks Verileri

Tablo.1: Kovaryans & Korelasyon Matrisi

Korelasyon	XU100	XUSRD
XU100	1	
XUSRD	0,991	1
Kovaryans	XU100	XUSRD
XU100	99145,76	
XUSRD	113337,8	131914

Kaynak: Borsa İstanbul endeks verileri kullanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Beşinci bölümün ilk paragrafında da vurgulandığı üzere 08.04.2022 itibarıyla 51 adet şirketin hem XUSRD hem de XU100 endeksi içinde yer aldığı tespit edilmiştir. BIST-100 endeksinde yer almayan fakat XUSRD endeksi içinde yer alan firma sayısı ise 11 adet olarak ölçülmüştür. Endeksteki firmaların faaliyet alanları incelendiğinde birçok farklı sektörden firmanın bu endeks içinde yer aldığı gözlenmiştir. (Bkz: Ek. Tablo.1 ve Ek. Tablo.2). Endeks kapsamında yer alan şirketlerin getirileri incelendiğinde birbirlerinden oldukça farklı performanslar dikkati çekmektedir. Örneğin XUSRD endeksinde yer alan bir şirket (Doğuş Oto) üç yılda % 1568 getiri elde ederken, söz konusu dönemde % 14 zarar eden firma (Halk Bankası) da bulunmaktadır Benzer şekilde, sürdürülebilirlik endeksinde son üç yılda % 752 getiri elde eden bir şirket (Türk Traktör), son bir yılda ise sadece % 16 getiri elde ederek yıllık bazda en düşük getiri performansı sergileyen şirketlerden biri olmuştur. Son üç yıllık ve yıllık getirilere ilişkin olarak, söz konusu dalgalı görünüm, son üç yıllık performanslarda yine en üst sıralarda yer alan Vestel Beyaz, Logo Yazılım, Brisa gibi şirketlerde gözlenmiştir (Bkz: Ek. Tablo.3). Her ne kadar sürdürülebilirlik endeksinde Doğuş Oto son üç yılda en yüksek getiriyi elde etmiş olsa da, BIST-100 endeksi içinde ise aynı döneme ait getiri sıralamasında Gübretaş ve Hektaş'ın ardında üçüncü sırada yer alabilmiştir (Bkz: Ek. Tablo.4). Volatil fiyat hareketlerinin nedenlerinden biri olarak Türkiye'de sürdürülebilir fonlara olan nakit girişinin düzenli bir pozitif yönlü trende sahip olmaması belirtilebilir. Bir diğer gerekçe ise Türkiye'de portföy yönetim şirketleri gibi kurumsal yatırımcıların bu endekslerde yer alan firmalara uzun vadeli bir yatırım perspektifi ile bakmayıp kısa ve orta vadeli bir yatırım mantığı ile yaklaşmasıdır. Benzer durum BIST'deki bireysel yerli yatırımcılar için de geçerlidir. Son yıllarda 2010'lu yıllardan farklı olarak, yaşanan bazı makro istikrarsızlıklardan dolayı Borsa İstanbul'da hisse senetlerinde yerli-yabancı sahiplik oranı yerliler lehine el değiştirmiştir. Yerli yatırımcıların yabancı yatırımcılara göre hisse senedi portföylerini daha kısa süreli olarak değiştirmeleri, sürdürülebilirlik endeksindeki hisselerin de etkilemekte ve fiyat hareketlerinde yüksek dalgalı bir görünüm yaşanmasına neden olabilmektedir.

6. Tartışma ve Sonuç

Günümüzde çevreci fonlara yatırım yapmak niş bir yatırım aracı olmaktan çıkarak ana akım yatırım stratejilerinden birine dönüşmüş durumdadır. Sürdürülebilir (ESG) fonlar, giderek daha fazla ilgi görmekte olup daha şimdiden anlamlı bir sermaye büyüklüğüne ulaşmıştır. Küresel yatırımcılar, bu fonlara 2016'da 22,8 trilyon \$ yatırım yaparken, 2020'de bu rakam 35 trilyon \$'a yükselmiştir. Söz konusu rakam, toplam yönetilen varlıkların üçte biridir. Sürdürülebilir yatırımdaki bu ivmelenme birkaç faktörün bir araya gelmesi ile birlikte ortaya çıkmıştır. Bu noktada risk yönetimi ve bu fonların getiri potansiyeli, yatırımcıların bu fonlara ilişkin motivasyonlarındaki artışta önemli faktörler olarak değerlendirilebilir. Bunun yanı sıra kurumsal itibar, yeni pazar fırsatları, etik yönetim uygulamaları, tüketicinin firmaya yönelik tutumu gibi alanlarda da olumlu katkı sağlamaktadır.

Kurumsal sosyal sorumluluk yatırımları, özellikle paydaş ilişkilerini iyileştirmeleri durumunda, işletmeye katma değer yaratabilir. Çalışanlar, tedarikçiler ve müşteriler ile iyi ilişkiler, firmanın uzun vadede hayatta kalması için gereklidir. Toplum destekleyen bu tür eylemler, şirketlerin itibarını artırabilir ve satışlar üzerinde olumlu bir etkiye sahip olabilir. Genel toplum açısından bakılacak olursa bu fonların popülerlik kazanması, gelir ve varlık eşitsizliği azaltmak, sağlık ve eğitim gibi hizmetlerin

daha ulaşılabilir olmasını ve genele yayılmasını sağlamak, iklim değişikliğiyle mücadele etmek gibi birçok konuda daha adil bir dünya düzeni oluşturulmasına katkıda bulunacaktır.

Her ne kadar bu fonlar için yüksek getiri elde edileceği konusunda net bir güvence vermek söz konusu olmasa da, genel itibarıyla bakıldığında, ekonomik kırılganlıkların arttığı kriz ve durgunluk dönemlerinde bu fonlar bir koruma aracı olarak kilit bir yatırım aracı olma görevini üstlenmektedir. PWC'nin anketinde vurgulandığı üzere küresel varlık yöneticilerine göre salgın, ESG fonlarına yönelik yaklaşımları olumlu oranda etkileyecektir (% 97) ve gelecek dönemde bu fonlar ile geleneksel fonlar arasındaki büyüklük farkı giderek kapanacaktır (% 94). Artık giderek daha fazla yatırımcı, uzun vadede sürdürülebilir iş uygulamalarının maliyetleri ve riskleri azaltmaya yardımcı olabileceğine inanmaktadır. Bu durum aynı zamanda orta ve uzun vadede, yatırım getirileri üzerinde net pozitif finansal etkiye neden olabilecektir. Bunun yanı sıra sürdürülebilir fonlar ya da sosyal sorumluluk yatırımları, yeni pazarlar için bir fırsat penceresi oluşturabilir ve iş performansını artırabilir.

Son on yıla ilişkin finansal veriler ve yapılan araştırmalar, sürdürülebilir fonların diğer geleneksel fonlara göre daha iyi performans ortaya koyduğunu göstermektedir. Yine kriz ve durgunluk dönemlerinde genel borsa endekslerine ve hisse senetlerine kıyasla daha az değer kaybettikleri, genel kabul görmektedir. Bu çalışma kapsamında yapılan analizden elde edilen bulgular, söz konusu durumun geçmiş veriler baz alındığında Türkiye için gerçekleşmediğini göstermektedir. BIST-100 içinde yer alan birçok şirketin (51 adet) aynı zamanda XUSRD endeksi içerisinde yer almasından dolayı her iki endeksin fiyat performansları birbirine yakın düzeyde seyretmiştir. Nitekim çalışmada, BIST-100 içinde yer alan şirketlerin endeks içindeki ağırlıklarına da yer verilmiş olup buna göre hem BIST-100'de hem de XUSRD endeksi içinde yer alan şirketleri payı % 80,9 olarak hesaplanmıştır. Gerek XUSRD gerekse BIST-100 endeksi kullanılarak oluşturulan kovaryans ve korelasyon matrisi sonucuna göre BIST-100 ve XUSRD endeksi arasında 0,99 oranında çok güçlü bir korelasyon ilişkisi bulgusuna ulaşılmıştır. Gerek BIST endeksinin yapısı gerekse ülkedeki yerleşik yatırım algısından dolayı kısa vadede söz konusu güçlü korelasyonun azalması pek muhtemel görünmemektedir. Bu baz senaryo dikkate alındığında, söz konusu iki endeksin birbirlerinin riskini azaltacak bir risk azaltım mekanizması olarak kullanılması, yakın vadede yatırımlar için gerekli korumayı sağlayamayacaktır.

Sürdürülebilir (ESG) fonların gelişme potansiyeline karşılık süreci kısmen yavaşlatabilecek bazı zorluklar da bulunmaktadır. Bu tür sürdürülebilir fonları ihraç eden firmalar ya da bu ihraçları portföylerinde değerlendiren bireysel ve kurumsal yatırımcılar için regülasyonlar oldukça önem arz etmektedir. Bu alana ilişkin düzenlemelerin yeterli bir standartta olmaması, bu alandaki raporlamaların yeterince kaliteli ve düzenli olmaması, bu alana yatırım yapanları bazı riskler altında bırakabilir. Başta bu tür fonların etkin bir şekilde sınıflandırılması, notlandırılması, net standartların oluşturulması gibi önlemlerin yanı sıra tüketicilerin ve yatırımcıların, firmaların bu alana yönelik uygulamalarının doğruluğunu kolaylıkla ve açık bir şekilde takip edebilmeleri, bu alana yönelik olan ilgilinin daha fazla artmasına imkân tanıyacaktır. Bu tür fonların geçmişi çok uzun olmadığı için bu konuda yeterli verinin bulunmayışı, bu tür yatırımların operasyonel maliyetleri arttırabileceği endişesi ve firmaları kategorize ederken bu alanda tam donanımlı yeterli uzman personelin bulunmayışı gibi endişeler, zaman içerisinde giderilebilir ise bu alandaki ivmelenme hız kesmeden devam edebilir. Ek olarak, bireysel ve kurumsal yatırımcıların bu fonlara yönelmesi ile yarattıkları etkinin ölçülebilmesi ve bu katkıların belirgin bir şekilde belirlenmesi de gelecekteki potansiyel için önem arz etmektedir. Bu noktada firmalara ve bu tür sürdürülebilir fonlara yüksek düzeyde bir denetim, raporlama ve bilgi paylaşımı ölçütleri getirilmesi, sürecin daha sağlıklı ve geniş katılımlı olarak ilerlemesine katkıda bulunacaktır.

Son olarak, finansal sistem, ülkelerin düşük karbon emisyonuna sahip bir ekonomi yaratmalarında en kritik alanlardan birisidir. Bu noktada bu alana önem veren firmalar ve kurumsal/bireysel yatırımcılara yönelik birtakım teşviklerin verilmesi bu fonlara yönelik ilginin daha da artmasına imkân tanıyacaktır. Örneğin birtakım vergi teşvikleri firmaların bu alana yönelik ilgilileri daha somut bir şekilde ortaya koymalarını kolaylaştırabilecektir. Bunun yanı sıra bu tür firmaların ihtiyaç duydukları kredi ve nakit desteğini kolaylaştırıcı adımların atılması, sürdürülebilirlik konusuna odaklı çalışmak üzere istihdam edilen personelin sosyal güvenlik primlerinin devlet tarafından karşılanması, söz konusu şirketlerin imaj ve prestijini artırıcı kurumsal iletişim faaliyetlerinin kamu desteği ile gerçekleştirilmesi gibi teşvikler, şirketlerin bu alana yönelik motivasyonlarını güçlü bir şekilde arttıracaktır.

EKLER

Ek. Tablo 1. Hem Sürdürülebilirlik Endeksi Hem de BIST-100 Endeksinde Yer Alan Firmalar

Hisse Senedi	Hisse Senedi	Hisse Senedi
AG Anadolu Grup	Garanti BBVA	TAV Havalimanları
Akbank TAS	Global Yatırım	Tekfen Holding
Aksa Akriklik	Hacı Ömer Sabancı Holding	THY
Aksa Enerji Üretim	İskenderun Demir	Tofaş
Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	Kardemir D	TSKB
Anadolu Efes Malt	Kerevitaş	Turkcell İletişim Hizmetleri
Arçelik A.Ş.	Koç Holding	Tüpraş
Aselsan	Kordsa Teknik	Türk Telekomünikasyon A.Ş
BIM Mağazalar	Logo Yaz. San. Ve Tic. A.Ş.	Türk Traktör
Brisa Bridgestone A.Ş.	Mavi Giyim Sanayi	Türkiye Halk Bankası
Coca-Cola İçecek A.Ş.	Migros	Türkiye İş Bankası C
Çimsa Çim. San. Ve Tic. A.Ş.	Otokar	Ülker Gıda San. Ve Tic. A.Ş.
Doğan Şirketler Grubu	Pegasus Hava Taşımacılığı	Vakıfbank
Doğuş Oto. Ser. Ve Tic. A.Ş.	Petkim	Vestel Beyaz
ENKA	Şekerbank T.A.Ş.	Vestel Elektronik San.
Erdemir	Şişecam	Yapı Kredi
Ford Otomotiv San. A.Ş.	Şok Marketler	Zorlu Enerji

Kaynak: Borsa İstanbul (T.Y). *Sürdürülebilirlik Endeksi*. * 08.04.2022 itibarıyla

Ek. Tablo 2. Sürdürülebilirlik Endeksinde Yer Alıp BIST-100'de Bulunmayan Firmalar

Şirket	Şirket
Akenerji	Bizim
Akiş GYO	Enerjisa Enerji
Anadolu Anonim Türk Sig. Şti.	Netaş Telekom
Anadolu Hayat	Polisan Holding A.Ş.
Anel Elek. Proje Taahhüt Ve Tic. A.Ş	Tat Gıda Sanayi
Aygaz A.Ş.	

Kaynak: Borsa İstanbul (T.Y). *Sürdürülebilirlik Endeksi*. * 08.04.2022 itibarıyla

Ek. Tablo 3.Sürdürülebilirlik Endeksi İçinde Yer Alan Şirketlerin Hisse Senedi Getirileri *

Hisse	1 Yıllık	3 Yıllık	Hisse	1 Yıllık	3 Yıllık
Doğuş Oto. Ser. Ve Tic. A.Ş.	141%	1568%	Türk Telekomünikasyon A.Ş	76%	178%
Aksa Enerji Üretim	161%	1237%	Aselsan	86%	170%
Aksa Akrilik	200%	1015%	Koç Holding	121%	160%
Türk Traktör	16%	752%	Hacı Ömer Sabancı Holding	120%	156%
Kardemir D	115%	633%	Vestel Elektronik San.	-8%	154%
Ford Otomotiv San. A.Ş.	67%	593%	THY	196%	152%
Vestel Beyaz	32%	457%	BİM Mağazalar	28%	141%
Tofaş	150%	437%	Netaş Telekom	-34%	129%
İskenderun Demir	119%	421%	Yapı Kredi	122%	127%
Logo Yaz. San. Ve Tic. A.Ş.	13%	416%	TSKB	18%	111%
Erdemir	109%	404%	Mavi Giyim Sanayi	76%	109%
Otokar	27%	394%	Turkcell İletişim Hizmetleri	58%	105%
Çimsa Çim. San. Ve Tic. A.Ş.	65%	393%	Tüpraş	175%	92%
Brisa Bridgestone A.Ş.	9%	323%	TAV Havalimanlar	113%	91%
ENKA	115%	316%	Bizim	-6%	88%
Coca-Cola İçecek A.Ş.	64%	308%	Türkiye İş Bankası C	109%	85%
Enerjisa Enerji	59%	276%	Anadolu Efes Malt	40%	74%
Pegasus Hava Taşımacılığı	57%	274%	Zorlu Enerji	0%	70%
Aygaz A.Ş.	126%	271%	Akiş GYO	17%	67%
Arçelik A.Ş.	92%	270%	Garanti BBVA	100%	55%
Doğan Şirketler Grubu	16%	261%	Anadolu Anonim Türk Sig. Şti.	-13%	53%
Petkim	67%	239%	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	11%	47%
Migros	22%	232%	Akbank TAS	79%	41%
Kordsa Teknik	55%	228%	Şok Marketler	-4%	37%
AG Anadolu Grup	80%	224%	Şekerbank T.A.Ş.	-4%	26%
Tat Gıda Sanayi	26%	223%	Global Yatırım	-28%	25%
Akenerji	5%	207%	Polisan Holding A.Ş.	3%	2%
Şişecam	137%	205%	Tekfen Holding	52%	1%
Anel Elek. Proje Taahhüt Ve Tic. A.Ş	-63%	194%	Vakıfbank	14%	-8%
Anadolu Hayat	45%	193%	Ülker Gıda San. Ve Tic. A.Ş.	-22%	-10%
Kerevitaş	-29%	182%	Türkiye Halk Bankası	19%	-14%

Kaynak: Borsa İstanbul (T.Y), Endeks Verileri kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır. * 08.04.2022 itibariyle

Ek. Tablo 4.BIST-100 Endeksi İçinde Yer Alan Şirketlerin Hisse Senedi Getirileri*

Hisse	1 Yıllık	3 Yıllık	Hisse	1 Yıllık	3 Yıllık
Gübretaş	23%	3011%	Kordsa Teknik	55%	228%
Hektaş Tic. T.A.Ş.	164%	1797%	AG Anadolu Grup	80%	224%
Doğuş Oto. Ser. Ve Tic.	141%	1568%	Şişecam	137%	205%
İş GYO	714%	1512%	Kerevitaş	-29%	182%
SASA Polyester	98%	1428%	Gözde Girişim	36%	181%
Aksa Enerji Üretim	161%	1237%	Torunlar GYO	97%	179%
RTA	-49%	1141%	Türk Telekomünikasyon A.Ş	76%	178%
Alarko Holding A.Ş.	170%	1105%	ODAŞ Elektrik	-16%	175%
Aksa Akrilik	200%	1015%	Çemaş	9%	175%
Borusan Yatırım	-4%	993%	Aselsan	86%	170%
Sarkuysan Elektrolitik	25%	903%	Verusa Holding	-7%	160%
İş Yatırım Menkul Değerler	28%	900%	Koç Holding	121%	160%
Türk Traktör	16%	752%	Yataş	-30%	157%
ERBOSAN	60%	678%	Hacı Ömer Sabancı Holding	120%	156%
Kardemir D	115%	633%	Vestel Elektronik San.	-8%	154%
Alkim Alkali Kimya A.Ş.	45%	601%	THY	196%	152%
Ford Otomotiv San. A.Ş.	67%	593%	BİM Mağazalar	28%	141%
Deva Holding A.Ş.	8%	578%	Yapı Kredi	122%	127%
Net Holding A.Ş.	134%	565%	TSKB	18%	111%
Alarko GYO	62%	530%	Mavi Giyim Sanayi	76%	109%
Bera	-58%	487%	Turkcell İletişim Hizmetleri	58%	105%
İndeks	17%	482%	Tüpraş	175%	92%
Vestel Beyaz	32%	457%	TAV Havalimanlar	113%	91%
Tofaş	150%	437%	Emlak Konut GYO	41%	87%
İskenderun Demir	119%	421%	Türkiye İş Bankası C	109%	85%
Logo Yaz. San. Ve Tic.	13%	416%	Anadolu Efes Malt	40%	74%
Erdemir	109%	404%	Zorlu Enerji	0%	70%
Koza Anadolu	94%	399%	Garanti BBVA	100%	55%
Otokar	27%	394%	Albaraka Türk Katılım Bankası	11%	47%
Çimsa Çim. San. Ve Tic.	65%	393%	Akbank TAS	79%	41%
Kartonsan San. Ve Tic. A.Ş.	-11%	368%	Şok Marketler	-4%	37%
İDC	-9%	367%	Şekerbank T.A.Ş.	-4%	26%
Ege Endüstri Ve Tic. A.Ş.	19%	357%	Global Yatırım	-28%	25%
Brisa Bridgestone A.Ş.	9%	323%	Tekfen Holding	52%	1%
Karsan Oto. San. Ve Tic.	53%	321%	Vakıfbank	14%	-8%
İpek Doğal	56%	318%	Ülker Gıda San. Ve Tic. A.Ş.	-22%	-10%
Teknosa	-11%	317%	Türkiye Halk Bankası	19%	-14%
ENKA	115%	316%	Adese Gayrimenkul	-66%	-32%
Coca-Cola İçecek A.Ş.	64%	308%	İş Finansal Kiralama	33%	-46%
Türkiye Sigorta	-8%	307%	Ard Grup	-36%	-
Eczacıbaşı İlaç	50%	300%	Aydem Yenilenebilir Enerji AS	-	-
Oyak Çimento	52%	287%	Başkent Doğalgaz	-	-

Pegasus Hava Taşımacılığı	57%	274%	Biotrend Yatırım	-	-
Arçelik A.Ş.	92%	270%	Can2 Termik AS	-	-
Selçuk Ecza Deposu	24%	262%	Esenboğa Elektrik	-5%	-
Doğan Şirketler Grubu	16%	261%	Gen Ilac ve Sağlık Ürünleri	-	-
Koza Altın İşletmeleri A.Ş.	32%	261%	Girisim Elektrik Taahhüt Ticaret	-	-
Parsan	4%	248%	Kervan Gıda	-30%	-
Petkim	67%	239%	Qua Granite Hayal	66%	-
Migros	22%	232%	Ziraat GYO	-	-

Kaynak: Borsa İstanbul (T.Y), Endeks Verileri kullanılarak yazar tarafından hesaplanmıştır. * 08.04.2022 itibarıyla

Ek. Tablo 5. BIST-100'de Firmaların Endeks Ağırlıkları

Hisse Kodu	Ağırlık (%)	Hisse Kodu	Ağırlık (%)	Hisse Kodu	Ağırlık (%)	Hisse Kodu	Ağırlık (%)
EREGL	9,84	TTKOM	0,89	ULKER	0,39	IZMDC	0,19
BIMAS	6,07	SARKY	0,87	VESBE	0,39	SELEC	0,19
TCELL	4,59	AKSA	0,84	VAKBN	0,38	GENIL	0,18
GARAN	4,47	AEFES	0,82	BERA	0,35	GOZDE	0,18
KCHOL	4,44	KOZAA	0,79	DOAS	0,35	YATAS	0,18
TUPRS	4,44	EKGYO	0,77	EGEEN	0,34	BASGZ	0,17
SISE	3,78	MGROS	0,72	KORDS	0,34	BRISA	0,17
AKBNK	3,46	ISDMR	0,71	ISMEN	0,33	KARTN	0,16
THYAO	3,46	TKFEN	0,68	CIMSA	0,31	SKBNK	0,16
FROTO	3,28	TTRAK	0,64	ODAS	0,31	AYDEM	0,15
SAHOL	3,05	ENJSA	0,63	İPEKE	0,29	CEMAS	0,15
ASELS	2,45	İSGYO	0,63	TSKB	0,29	İSFİN	0,15
İSCTR	2,29	SOKM	0,63	CANTE	0,28	ZOREN	0,15
SASA	2,27	PGSUS	0,62	ALKİM	0,26	QUAGR	0,14
KRDMD	1,94	AKSEN	0,59	BRYAT	0,25	VERUS	0,14
YKBNK	1,87	OYAKC	0,57	KARSN	0,25	BİOEN	0,13
ARCLK	1,72	VESTL	0,55	ECİLC	0,22	ADESE	0,12
TOASO	1,65	DOHOL	0,53	TRGYO	0,22	ARDYZ	0,12
PETKM	1,43	OTKAR	0,52	İNDES	0,21	PARSN	0,12
CCOLA	1,42	HALKB	0,51	NTHOL	0,21	TKNSA	0,12
ENKAI	1,33	LOGO	0,51	ALGYO	0,2	KERTV	0,11
KOZAL	1,17	ALARK	0,5	ERBOS	0,2	KRVGD	0,11
GUBRF	1,14	AGHOL	0,49	TURSG	0,2	RTALB	0,09
TAVHL	1,07	MAVI	0,46	DEVA	0,19	GESAN	0,08

Kaynak: Borsa İstanbul (T.Y), Endeks Verileri. * 31.12.2021 itibarıyla

Kaynakça

- Alda, M. (2020). ESG Fund Scores in UK SRI and Conventional Pension Funds: Are the ESG Concerns of the SRI Niche Affecting the Conventional Mainstream?. *Finance research letters*, 36, 101313.
- Aw, E. N., LaPerla, S. J., & Sivin, G. Y. (2017). A Morality Tale of ESG: Assessing Socially Responsible Investing. *The Journal of Wealth Management*, 19(4), 14-23.

- Bioy, H. & Boyadzhiev, D. (2020). How Does European Sustainable Funds' Performance Measure Up?. Erişim Tarihi: 24.12.2020, Erişim Adresi: https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/emea/shared/guides/ESG_Fund_Performance_2020.pdf
- Bloomberg (2021, July 20). *BI expects ESG ETFs to reach \$1 trillion and ESG Debt \$11 trillion by 2025*. Erişim Tarihi: 17.01.2022. Erişim Adresi: <https://www.bloomberg.com/company/press/esg-assets-rising-to-50-trillion-will-reshape-140-5-trillion-of-global-aum-by-2025-finds-bloomberg-intelligence/>
- Borsa İstanbul (T.Y). *Sürdürülebilirlik Endeksi*. Erişim Tarihi: 24.12.2021, Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/165/bist-surdurulebilirlik-endeksi>.
- Borsa İstanbul (T.Y). *Endeks Verileri*. Erişim Tarihi: 28.03.2022. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/175/endeks-verileri>
- Business Roundtable (2019). *Statement on the Purpose of a Corporation*. Erişim Tarihi: 08.01.2020, Erişim adresi: <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>
- EIRIS (2015). *BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Araştırma Metodolojisi*. Erişim Tarihi: 10.01.2022, Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/165/bist-surdurulebilirlik-endeksi>
- Folger-Laronde, Z., Pashang, S., Feor, L. & Eialfy, A. (2022). ESG Ratings and Financial Performance of Exchange-traded Funds During the COVID-19 Pandemic. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(2), 490-496.
- Friedman, M. (1970) . The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits. *The New York Times*. Erişim Tarihi: 24.12.2020, <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>
- Gündüz, Ç. (2017). *Sürdürülebilirlik Endeksinin Firmaların Hisse Senedi Değerine ve Karlılığına Etkisinin İncelenmesi: BIST- 100 Endeksindeki Firmalar Üzerine Bir Araştırma* (Doktora Tezi). Adnan Menderes Üniversitesi/Sosyal Bilimler Enstitüsü, Aydın
- Hedblom, D., Hickman, B. R. & List, J. A. (2019). Toward an Understanding of Corporate Social Responsibility: Theory and Field Experimental Evidence (No. w26222). *National Bureau of Economic Research*.
- Humphrey, J. E., Lee, D. D. & Shen, Y. (2012). Does It Cost to Be Sustainable? *Journal of Corporate Finance*, 18 (3), 626–639
- Kishan, S. & Chasan, E. (2020). Older ESG Funds Outperform Their Newer Rivals in Market Tumult. Erişim Tarihi: 20.12.2020, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-03-13/older-esg-funds-outperform-their-newer-rivals-in-market-tumult>
- KPMG (2022). *The European Green Deal Policy Guide*. Erişim Tarihi: 12.03.2022. Erişim Adresi: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2022/01/green-deal-policy-guide-web-2022.pdf>
- Morgan Stanley (2018). *Sustainable Signals: Asset Owners Embrace Sustainability*. Erişim Tarihi: 05.01.2021, Erişim adresi: <https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/sustainable-signals-asset-owners-2018-survey.pdf>
- Nakai, M., Yamaguchi, K., & Takeuchi, K. (2013). Sustainability membership and stock price: an empirical study using the Morningstar-SRI Index. *Applied Financial Economics*, 23(1), 71-77.
- Nofsinger, J.& Varma, A. (2014). Socially Responsible Funds and Market Crises. *Journal of Banking & Finance*, 48, 180-193.
- PWC (2021). 2022: *The Growth Opportunity of the Century*. Erişim Tarihi: 15.01.2021, Erişim adresi: <https://www.pwc.lu/en/sustainable-finance/esg-report-the-growth-opportunity-of-the-century.html>
- PWC (2017). *From “nice-to-have” to “must-have*. Erişim Tarihi: 15.01.2021, Erişim adresi: <https://www.pwc.de/en/private-equity/pwc-study-on-sustainability-from-nice-to-have-to-must-have.html>
- Shefrin, H. & Statman, M. (1993). Ethics, Fairness and Efficiency in Financial Markets. *Financial Analysts Journal*, 49(6), 21-29.
- Statman, M.& Glushkov, D. (2009). The Wages of Social Responsibility. *Financial Analysts Journal*, 65(4), 33-46.
- Steen, M., Moussawi, J. T., & Gjolberg, O. (2020). Is there a relationship between Morningstar’s ESG ratings and mutual fund performance?. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 10(4), 349-370.

Meadows, D. H., Randers, J., & Meadows, D. L. (2013). *The Limits to Growth* (1972). In *the Future of Nature* (pp. 101-116). Yale University Press (1972).. Erişim Tarihi: 15.11.2021. Erişim Adresi: <https://www.clubofrome.org/publication/the-limits-to-growth/>

The Sustainable Business Case Book (T.Y). Chapter 12: Case: Sustainable Investing: Pax World Helping Investors Change the World. Erişim Tarihi: 15.06.2022. https://saylordotorg.github.io/text_the-sustainable-business-case-book/index.html

Trebucq, S. & d'Arcimoles, C. H. (2002). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link: Evidence From France. *Univ. of Bordeaux Dept. of Int'l Acc'tg Working Paper*, (02-01).

Verwijmeren, P. & Derwall, J. (2010). Employee Well-Being, Firm Leverage, and Bankruptcy Risk. *Journal of Banking & Finance*, 34(5), 956-964.

Waddock, S. A. & Graves, S. B. (1997). The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 303-319.

Windsor, D. (2006). Corporate Social Responsibility: Three Key Approaches. *Journal of Management Studies*, 43(1), 93-114.

Yue, X. G., Han, Y., Teresiene, D., Merkyte, J., & Liu, W. (2020). Sustainable funds' performance evaluation. *Sustainability, MDPI*, 12(19), 8034.