



Gündoğdu, A. (2023). Sürdürülebilir finasta ESG fonları: Türkiye örneği. *Scala Para, Ekonomi ve Yatırım Dergisi*, 1 (1), 44-62.

ÖZGÜN MAKALE

Başvuru: 25/08/2023

Kabul: 20/12/2023

SÜRDÜRÜLEBİLİR FİNANSTA ESG FONLARI: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

ESG Funds in Sustainable Finance: The Case of Türkiye

Aysel GÜNDOĞDU*

* Doç. Dr., Finansoloji Eğitim ve Danışmanlık aysel@finansoloji.com

0000-0002-8362-4518

Öz

Sürdürülebilir finans, finansal piyasalarda yatırım yaparken çevreye ve inansa önem veren yatırımlara yönelmeyi ifade eder. ESG (Çevre, Sosyal, Yönetişim) fonları sürdürülebilir finansın ortaya koyduğu yatırım türlerinden biridir. Yatırımcıların etik değerlere önem veren şirketlere ve yatırım araçlarına önem vermeye başlamasıyla bu yatırımların geleneksel yatırımlardan farklı olarak getiri potansiyeli merak edilen konulardan biri olmuştur. Çalışmanın amacı; Dünyada hızla artan ESG fonlarının geleneksel fonlardan farklılıklarını ortaya koymaktır. Çalışmada Türkiye'deki tüm türlerde ESG fonlarının ortalama bir yıllık getirilerinin geleneksel fonlara göre %26 daha düşük olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Fon türlerine göre incelendiğinde fon sepeti şemsiye MKYF, katılım şemsiye MKYF, fon sepeti EYF türlerinde ESG bazlı fonların ortalama bir yıllık getirileri ESG olmayan fonlardan daha yüksektir.

Anahtar Kelimeler: Sürdürülebilir finans, ESG fon, sosyal sorumlu yatırım.

ABSTRACT

Sustainable finance refers to investments that give importance to the environment and people while investing in financial markets. ESG (Environmental, Social, Governance) funds are one of the investment types that sustainable finance reveals. As investors began to give importance to companies and investment instruments that attach importance to ethical values, the return potential of these investments, unlike traditional investments, has been one of the topics of interest. The aim of the study is to reveal the differences of ESG funds, which are rapidly increasing in the world, from traditional funds. In the study, it was concluded that the average one-year returns of all types of ESG funds in Türkiye are 26% lower than traditional funds. When analyzed by fund types, the average one-year returns of ESG-based funds are higher than funds without ESG in fund basket umbrella MKYF, participation umbrella MKYF, fund basket EYF types.

Keywords: Sustainable finance, ESG fund, socially responsible investment

1. GİRİŞ

Sanayileşme sürecinden sonra üretim ve tüketimin çevreye verdiği zarar giderek artmaktadır. Kâr edebilmek için doğaya zarar veren, çalışanlarını insani şartlar dışında çalıştıran işletmeler rekabet edebilmek için kötü yönetim stratejileri uygulamaktadır. Uluslararası rekabet koşullarında birbirinden etkilenen işletmelerin bu hareketleri küresel anlamda yayıldıkça sonunun nereye varacağı bilinmeyen bir sorun çemberi ortaya çıkmaktadır. Oysa hem çevreye minimum etki hem de başta çalışanları olmak üzere müşterilerine insani değerleri ön planda tutarak bir yönetim stratejisi oluşturmak mümkündür. İşte bu anlayış ile temeli atılan sürdürülebilirlik kavramı hem uygulamada hem de akademik çalışmalarda dikkat çeken bir konu haline almıştır.

Her yıl büyümek isteyen ülkeler, kıt kaynaklar ve büyüyen dünya nüfusu ile dünya ticaretinden daha fazla pay alma amacındadırlar. Sadece ekonomik büyümeye odaklanma durumunda ekonomik kalkınmanın dikkate alınmadığı toplumlarda gelişmişlikten söz etmek mümkün değildir. Ekonomik büyüme, ülke ekonomisinin miktar olarak büyüdüğünü gösterirken; ekonomik kalkınma bu büyümenin ne şekilde olduğunu, hangi kesimler arasında bölüşüldüğünü ve kaynakların nasıl kullandığını da açıklamaktadır. Bu noktada sürdürülebilirlik kavramının ekonomik kalkınma ile aynı amacı taşıdığı ifade edilebilir.

Finansta sürdürülebilirlik ve sürdürülebilir yatırımlar, toplum ve çevre üzerinde uzun vadeli olumlu bir etki yaratmayı amaçlayan yatırımlar için bir şemsiye terimdir. (Ahlklo & Lind; 2018). Sürdürülebilir yatırım için pek çok yöntem bulunmaktadır. Bunlar; (Şirketler için Sürdürülebilirlik Rehberi, 2020: 47)

- Dışarıda Bırakma: Tütün, içki, kumar gibi sektörlerin yatırım fonu kapsamının dışında bırakılmasıdır.
- En İyileri Alma: Sektördeki şirketler arasında sürdürülebilirlik performansı en iyi olan şirkete yatırım yapılmasıdır.
- Norma Dayalı Seçme: OECD, BM, UNICEF gibi uluslararası kurumların ilan ettiği asgari standartlara uygun faaliyet gösteren şirketlere yatırım yapılmasıdır.
- Sürdürülebilirlik İlkelerinin Entegrasyonu: Finansal analizlere ESG kriterlerinin sistematik ve açık şekilde dâhil edilerek yatırım yapılmasıdır.
- Doğrudan Sürdürülebilirlik Yatırımı: Yenilenebilir enerjiyle, yeşil teknolojiyle veya sürdürülebilir tarımla ilgili proje veya şirketlere yapılmasıdır.
- Etki Yatırımı: Toplumsal veya çevresel bir sorunu çözmeyi hedefleyen ve bu yolla olumlu etki yaratması beklenen şirketlere yatırım yapılmasıdır.
- Sahiplenme Etkisi: Pay sahipliğinin getirdiği hakların kullanılması, kurumsal yapısının olumlu anlamda etkilenmesi, genel kurula katılım gösterilmesi ve şirketin faaliyetlerinde söz sahibi olunmasıdır.

Sürdürülebilirlik fikri, her ne kadar 2000'li yıllarda daha yoğun tartışılmaya başlansa da geçmiş 1969'a kadar dayanmaktadır. IUCN (International Union for Conservation of Nature's) tarafından

1969'da sürdürülebilir yaşam kalitesinden bahsedilmişti. Yine sürdürülebilirlik 1972'de Stockholm'de düzenlenen Birleşmiş Milletler İnsan Çevresi Konferansı'nın ana temasıydı. Burada daha açık tanımlanan kavram, ekonomik büyüme ve sanayileşmenin çevreye zarar vermeden başarabilmeyi ifade ediyordu. 1992'de Rio'daki Birleşmiş Milletler Çevre ve Kalkınma Konferansı iş dünyası liderlerinden ve her türden sivil toplum kuruluşundan daha geniş katılım ile dikkat çekti. (Adams; 2006:1)

Ülke ekonomilerinin sürdürülebilirlik ilkesi ile anılması sürdürülebilir kalkınma kavramını ortaya çıkarmıştır. Bu kavram ilk defa 1987 yılında Birleşmiş Milletler tarafından yayınlanan Brundtland Raporu'nda tanımlanmıştır. Rapora göre sürdürülebilir kalkınma; *"Bugünün gereksinimlerini, gelecek kuşakların gereksinimlerini karşılama yeteneğinden ödün vermeden karşılayan kalkınma"*dır. Ülkelerin ekonomik olarak büyürken çevreyi koruyarak sosyal gelişim ilkeleri ile hareket etmelerini esas alan sürdürülebilir kalkınma, zamanla finansal piyasalara da yansımış, sürdürülebilir finans, sürdürülebilir fonlar, sürdürülebilir bankacılık gibi kavramlar sıkça kullanılmaya başlanmıştır.

Finansta etik yaklaşımlar için daha geriye gitmek gerekirse aslında dini yaklaşımlara dayanan bir geçmiş ile karşılaşmaktadır. Gerek İslami gerekse Yahudi inançlarındaki yasak alanlara yatırım yapılmaması fikri ile şekillenen etik yaklaşımlar günümüzde sürdürülebilirlik adı ile popüler olmuştur. Bu bağlamda sosyal sorumlu yatırımda iki tür motivasyona sahip yatırımcı vardır. Birincisi yatırımlarında insanı, çevreyi de düşünerek seçici davranan yatırımcıların kendilerini "iyi hissetmek" istemeleri, ikincisi ise kaliteli bir yaşam için yatırım yapan yatırımcılardır. Bu yatırımcılar paraları ile önemi bir sosyal etki yaratmaya odaklanırlar. (Schueth, 2003:190).

Dünya finans piyasaları, şirketlerin daha fazla sosyal sorumluluk ve çevre bilincine sahip olmaları hususunda ortak bir paydaya doğru hareket etmektedir. Bunun için sürdürülebilirlik raporları ile başlayan bu süreç, şirketlerin çalışanlarına, yatırımcılarına ve müşterilerine karşı sosyal sorumluluk konularında daha hassas yaklaşımı ile devam etmektedir. Artık ne müşteriler için ne de yatırımcılar için şirketin parasal değer ile ölçülen piyasa değeri yeterli olmamaktadır. Uzun vadede şirketin doğaya, insana ve manevi değerlere verdiği önem de verdiği hizmet ya da ürettiği ürün kadar önemli hale gelmektedir. (Gündoğdu; 2019)

Dünyada özellikle şirketlerin insana, doğaya olan etik dışı yaklaşımları tartışılmaktadır. Bu ortamda sermaye piyasalarının etik çerçevenin oluşması için sürdürülebilir kalkınma için ülke ekonomilerine verdiği destek oldukça önemlidir. Sermaye piyasaları etik yaklaşımın önemsenmesini sağlamaktadır. Bu çerçevede hem yatırım yapıp hem de çevreyi, insanı korumak için ESG fonları dikkat çekmektedir. ESG kriterleri çevresel, sosyal ve yönetsel olmak üzere üç ana kriterden oluşmaktadır. Aşağıdaki tablo 1'de bu kriterlerin detaylarına yer verilmiştir. Kriterlerin oldukça geniş bir alanı kapsadığı tablo da da görülmektedir. Çevresel faktörlerde dünyanın en önemli sorunlarından biri olarak kabul edilen iklim değişikliğinin etkilerini azaltmak, doğal kaynakları korumak, artan nüfus ile atık kontrolünü sağlamak en önemli amaçlar arasındadır.

ESG yatırımlarının sosyal kriterleri başta insan kaynağı olmak üzere ürünün güvenliği, yarattığı sosyal fırsatlar gibi geniş bir çerçevede şekillendiği görülmektedir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum, etik, vergi gibi konularında ESG yatırımlarında önemli bir yere sahiptir.

Tablo 1: ESG Kriterleri

Çevresel Kriterler			
İklim Değişikliği	Doğal Sermaye	Kirlilik ve Atık	Çevresel Fırsatlar
Karbon Emisyonu	Su Stresi	Toksit Emisyon ve Atık	Temiz Teknoloji
Karbon Ayakizi Raporlaması	Biyolojik Çeşitlilik ve Arazi Kullanımı	Paketleme Materyelleri ve Atık	Çevre Dostu Yapılar
Çevresel Etkinin Finansmanı	Hammadde Tedariği	Elektronik Atık	Yenilenebilir Enerji
İklim Değişikliği Hassasiyeti			
Sosyal Kriterler			
İnsan Kaynağı	Ürün Sorumluluğu	Muhalef Ortak	Sosyal Fırsatlar
İşgücü Yönetimi	Ürün ve Güvenlik Kalitesi	Kaynak Tartışması	İletişime Erişebilirlik
Sağlık ve Güvenlik	Kimyasal Güvenlik	Toplum İlişkileri	Finansa Erişebilirlik
İnsan Sermayesi Geliştirme	Tüketicinin Mali Durumunu Korumak		Sağlık Hizmetlerine Erişim
Tedarik Zinciri Standartları	Gizlilik ve Veri Güvenliği		Beslenme ve Sağlık Alanındaki Fırsatlar
	Sorumluluk Getiren Yatırım		
	Sağlık ve Demografik Riskin Sigortalanması		
Yönetimsel Kriterler			
	Kurumsal Yönetim	Kurumsal Davranışlar	
	Yönetim Kurulu	İş Etiği	
	Ücretler	Vergi Şeffaflığı	
	Sahiplik		
	Hesap Verilebilirlik		

Kaynak: MSCI ESG Ratings Methodology, June 2022.

Avrupa Parlamentosu ve Konsey Yönetmeliği (AB) 2020/852 amaçları doğrultusunda aşağıdakiler çevresel hedefler söz konusudur;

- İklim değişikliğinin azaltılması
- İklim değişikliğine uyum
- Su ve deniz kaynaklarının sürdürülebilir kullanımı ve korunması
- Döngüsel ekonomiye geçiş

- Kirliliğin önlenmesi ve kontrolü
- Biyoçeşitlilik ve ekosistemlerin korunması ve restorasyonu.

Literatür Taraması

Sürdürülebilirlik ile ilgili ilk çalışma Meadows'a aittir. 1972 yılında yayımlanan çalışma gerekli ilgiyi görememiş, sürdürülebilirlik konusu 2000'li yılların başından sonra dikkat çekmiştir. Finansal sürdürülebilirlik kapsamındaki çalışmaların önemli bir kısmı finansal performans ile sürdürülebilirlik arasındaki ilişkiyi test ederken diğer kısmı ise sürdürülebilir fonlar ile ilgilidir. Çalışmamızda ESG fonları diye anılan fonlar; literatürde sürdürülebilir fon, sosyal yatırım amaçlı fon, etik fon gibi isimlerle de yer almaktadır.

Bauer vd. (2006) çalışmalarında Avustralya'daki etik fonların performansı ile yatırım şekli arasında yeni bulgulara ulaşmışlardır. 1992–1996 döneminde ulusal etik fonlar, geleneksel fonlardan önemli ölçüde daha düşük performans gösterirken, 1996–2003 döneminde etik fonlar, geleneksel fonların performansına yaklaşmıştır. Yine Bauer vd. (2006) çalışmalarında Kanada'daki etik yatırım fonlarının geleneksel fonlara göre performans ve risklerini incelemişlerdir. Etik yatırım fonları ile geleneksel fonlar arasında istatistiksel olarak herhangi bir performans farkının olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Görüldüğü gibi yapılan çalışmalarda coğrafya faktörü farklı sonuçlara ulaşmaya sebep olabilmektedir. Bu durumu açıklanan çalışmalardan biri Alda (2020) geleneksel emeklilik fonları ile artan çevresel, sosyal ve yönetim faktörlerini dikkate alan ESG fonlarını analiz ettiği çalışmadır. ESG fonlarının özelliklerinin yaş, büyüklük gibi bazı faktörlerden etkilendiği sonucuna varmıştır.

Yue vd. (2020) çalışmalarında 30 adet sürdürülebilir ve 30 adet geleneksel fon örneklemini karşılaştırmışlardır. Bu çalışmanın bulguları, sürdürülebilir fonların geleneksel fonlardan daha az riskli olduğunu göstermektedir. Ancak, sürdürülebilir fonların geleneksel ölçütlere veya kıyaslama endeksine kıyasla daha yüksek getiri sağlayabileceğini doğrulayan net bir kanıt bulunamamıştır. Białkowski ve Starks (2016) çalışmalarında ESG fonları ile geleneksel fonların süreklilik ve büyüme açısından farklılıklarını ortaya koymuşlardır. Çalışmada fonların çeşitliliği dışındaki tüm faktörlerde ESG fonlarının geleneksel fonlara göre daha üstün olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Ateş vd. (2022) çalışmalarında Türkiye'de sürdürülebilir temalı fonların geleneksel fonlarla ve endekslerle performansları karşılaştırmalı olarak analiz etmişlerdir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre sürdürülebilir temalı fonların performanslarının geleneksel ikamelerine ve pazar endekslerine kıyasla daha iyi olduğu gözlemlenmiştir.

Pisani ve Russo (2021) MSCI Avrupa endeksindeki 30 sürdürülebilir fondan oluşan örneklemini finansal performansını getiri, oynaklık ve bulaşma riski açısından incelemişlerdir. Çalışmanın sonucuna göre; daha yüksek ESG derecesine sahip fonlar COVID-19 döneminde geleneksel fonlardan daha iyi performans göstermiştir.

Raghuandan ve Rajgopal (2022) çalışmalarında 2010'dan 2018'e kadar Amerika Birleşik Devletleri'ndeki ESG yatırım fonlarını incelemişlerdir. ESG fonları, aynı varlık yöneticisi ve yılı içindeki geleneksel fonlara göre finansal olarak daha düşük performans göstermiş, paydaşlar için etik endişeyi takip etmediği sonucuna ulaşılmıştır.

Cadelon vd. (2021) çalışmalarında ESG fonlarının portföy yöneticileri ile yatırımcıları arasındaki asimetrik bilgileri incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda bazı varlık yöneticilerinin kendilerini sosyal açıdan sorumlu olarak tanımladıkları ancak somut yatırım kararları almadıklarına dair ampirik kanıtlar ortaya çıkmıştır.

Fon dışındaki ESG uygulamalarının çeşitli faktörlere dayanarak yapıldığı pek çok araştırma da mevcuttur. Bu araştırma konularının başında ESG performansı ile finansal performans ilişkisine dayalı çalışmalar bulunmaktadır.

Saygılı vd. (2022) çalışmalarında ESG uygulamalarının Türkiye'de borsaya kote şirketlerde kurumsal finansal performans göstergelerini etkileyip etkilemediğini incelemişlerdir. Buna göre; çevresel açıklamaların finansal performans üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu ortaya konulmuştur. Paydaşların yönetime katılımı, ESG'nin sosyal boyutunda operasyonel verimliliğe katkıda bulunmaktadır.

Özer vd. (2023) işletmelerin ESG yatırımlarına yönelik çabalarının finansal performanslarına da yansıyor yansımadığını incelemişlerdir. 2009-2019 yılları arasında finans sektörü dışında yer alan firmaların ESG puanlarının piyasa temelli ve muhasebe temelli performans göstergeleri üzerindeki etkileri incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre ESG uygulamaları firmaların performans göstergeleri üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir.

Ye vd. (2022) çalışmalarında 2010–2018 yılları arasında ekonomik, çevresel ve sosyal boyutlara yansıyan ESG göstergeleri, hisse senedi getirileri ve sürdürülebilir performans arasındaki dinamik ilişkiyi araştırmışlardır. İncelenen firmalar tarafından performansın ekonomik, çevresel ve sosyal boyutları üzerinde yansıtıldığı şekliyle sürdürülebilir uygulamaların üç ölçüsünün de önemli ve olumlu bir etkisi olduğu sonucuna varılmıştır.

Laronde vd. (2022) çalışmalarında finansal getirileri ile ESG derecelendirmeleri arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Sonuçlara göre; daha yüksek sürdürülebilirlik performans seviyelerinin, ciddi bir piyasa gerilemesi sırasında yatırımları mali kayıplardan korumadığını göstermiştir.

Aswani vd. (2022) çalışmalarında 2005-2019 yılları arasında 2729 ABD şirketinden oluşan bir örneklem kapsamında şirketlerin karbon emisyonlarının hisse senedi getirileri ve şirket performansı ile ilişkisini incelemişlerdir. Çalışmanın sonucunda şirketlerin hisse getirileri ile emisyonları arasında pozitif bir ilişki tespit edilmiştir.

Lestari ve Frömmel (2022) gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde sosyal sorumlu yatırımların performansını incelemişlerdir. Çalışmanın sonuçlarına göre; gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelere gelen

sürdürülebilir hisse senedi portföyleri, Japon hisse senedi portföyü hariç, kıyaslama ölçütlerinden önemli ölçüde daha iyi performans göstermiştir. Benzer bir çalışmada da Şeker ve Şengür (2022) firmaların ESG skor ortalamalarını ülke düzeyinde incelemişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre ESG skorlarında üst sıralarda Avrupa Birliği'nde yer alan ülkelerin olduğu, alt sıralarda ise Uzak Doğu ülkelerinin yer aldığı tespit edilmiştir.

Zehir ve Aybars (2020) çalışmalarında ESG puanlarına göre oluşturulan ve Avrupa ve Türkiye'de yerleşik hisse senetlerinden oluşan portföylerin performansını incelemişlerdir. Çalışmanın bulgularına göre her iki portföy piyasa endeksinin altında performans göstermiştir. Sosyal sorumlu yatırım (SRI) ile portföy performansı arasında bir ilişki olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Özmen (2022) çalışmasında 2014-2022 dönemine ait BIST-100 (XU100) ve BIST Sürdürülebilirlik Endeksi (XUSRD) verileri ile her iki endeksin getiri performansı, risk düzeyi ve korelasyonu hesaplanmıştır. Çalışmanın sonucuna 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 risk düzeyinin BIST-100 endeksine göre daha yüksek olduğu tespit edilmiştir.

Ateş (2021) çalışmasında Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi üyeliği ile genel çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) puanlarının temsil ettiği kurumsal sosyal performans arasındaki bağlantıyı incelemiştir. Çalışmanın sonucunda BIST SI üyesi olan firmaların, BIST SI üyesi olmayan firmalara kıyasla, firma büyüklüğü, finansal risk, karlılık ve sermaye harcamaları değişkenleri kontrol altında tutulduğunda dahi, daha yüksek ESG performans puanlarına sahip olduklarını göstermiştir.

Gök ve Özdemir (2017) çalışmalarında Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksi'nin performansının kıyaslama endeksinin (BIST100) performansı ile karşılaştırmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre Sürdürülebilirlik Endeksi'nin yatırımcılar için finansal çıktı itibarıyla finansal bir teşvik ediciye sahip olmadığına işaret etmektedir.

Aydoğmuş vd. (2022) çalışmalarında 1720 firma üzerinde ESG performansının firma değeri ve karlılık üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmanın sonucuna göre; ESG faktörlerinden sosyal ve yönetim faktörlerinin firma değeri ile de oldukça önemli pozitif ilişkilere sahiptir. Ancak, çevre faktörünün firma değeri ile bir ilişkisi yoktur.

Akyıldırım vd. (2022) çalışmalarında Borsa İstanbul'da işlem gören firmalar ile ilgili çıkan ESG haberlerinin piyasa tarafından nasıl algılandığı, bu firmaların hisse senedi getirileri kullanılarak olay çalışması metodolojisi ile incelenmiştir. Firmalar hakkında çıkan olumsuz ESG haberlerinin sadece %10'a yakınının firmalar için anormal getiriye neden olduğu sonucuna varılmıştır.

Atasel ve Güneysu (2023) çalışmalarında BIST Tüm Endeksi'ndeki şirketlerin borç maliyeti ile ESG performansı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yapılan analizlerin sonucunda, borç maliyeti ile çevresel performans, sosyal performans ve toplam ESG performansı arasında anlamlı negatif yönlü bir ilişki

tespit edilmiştir. Borç maliyeti ile kurumsal yönetim performansı arasında ise istatistiki olarak anlamlı bir ilişki kurulamamıştır.

Keçeli ve Çankaya (2020) çalışmalarında firmaların yıllık ESG skoru ve finansal verilerinin değişiminin pay senedi fiyat değişimi ile ilişkisini panel veri regresyon analizi yöntemiyle analiz etmiştir. Çalışmanın sonucunda değişkenler arasında anlamlı bir ilişki tespit edilememiştir.

Kulalı (2022) çalışmasında Borsa İstanbul'da (BIST) işlem gören işletmelerin çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) kriterleri konusundaki performanslarının piyasa değeri ile ilişkisi ve bu ilişkide firma büyüklüğünün rolü araştırmışlardır. Çalışmanın sonucunda görece daha büyük şirketlerde pozitif etkilerin daha büyük olduğu anlaşılmıştır.

Yıkılmaz (2022) çalışmasında firmaların çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim faaliyetlerinin kâr payı dağıtım kararlarına etkisi incelenmiştir. ESG skorunun nakit kâr payı dağıtımıyla güçlü ve pozitif yönde ilişkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

ESG (Environmental, Social, Governance) Fonları

Sürdürülebilirlik, finans piyasaları için yeni bir kavram olmayıp son dönemde yaygınlaşan bir yaklaşımdır. İklim değişikliği, demokrasi, insan hakları, kurumsal yönetim konuları üzerine hassasiyet arttıkça sürdürülebilirlik daha fazla konuşulmaya başlanmıştır.

Sürdürülebilir finans, sürdürülebilir kalkınmayı destekleyen bir tür finansmandır. Yerel ve küresel ölçekte çevrenin korunması, sosyal gelişme ve ekonomik büyüme olmak üzere üç ayak vardır. (Canikli; 2022:27)

Levine'e (2005) göre, aşağıdaki beş kategori, teorik literatürün gözden geçirilmesinde ve bu literatürün finans ve büyüme üzerine iktisadi düşünce tarihine bağlanmasında yardımcı olur. Özellikle finansal sistemler:

- Muhtemel yatırımlar hakkında önceden bilgi üretmek ve sermaye tahsis etmek
- Finansman sağladıktan sonra yatırımları izlemek ve kurumsal yönetimi uygulamak
- Alım satımı, çeşitlendirmeyi ve risk yönetimini kolaylaştırmak
- Tasarrufları harekete geçirmek ve biriktirmek
- Mal ve hizmet alışverişini kolaylaştırmak

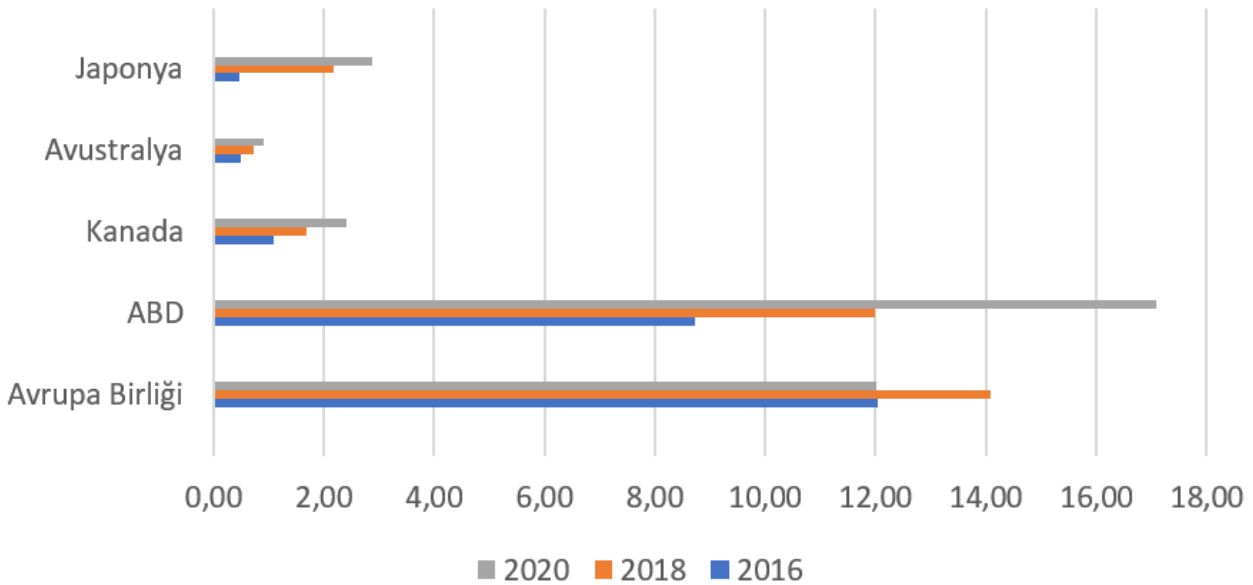
Yatırımcılar, finansal değişkenlere dayalı yatırım yapmaktadırlar. Yatırımın riski, beklenen getirisi, vadesi gibi ana faktörler ön plandadır. Bununla birlikte sürdürülebilirlik kavramı finansal araçların seçiminde yatırımcının kararını etkileyebilecek faktörler arasında yerini almıştır. Etik değerlere sahip yatırım araçlarının yaygınlaşması ile yatırım fonlarında da sürdürülebilirlik ilkelerine dayalı yeni fonları işlem görmektedir. Bu fonların literatürde ve finansal piyasalarda farklı isimlerle anıldığı anlaşılmaktadır. Genel olarak "Sürdürülebilirlik Fonları" denilse de "Kurumsal Sosyal Sorumluluk Fonları", "Sosyal Sorumlu Fonlar", "Etik Fonlar", "Çevre Fonları" gibi farklı ifadeler kullanılmaktadır. Bu

çalışmada hem çevresel hem sosyal hem de yönetim açısından ele alınan bir kavram olan ESG Fonları ifadesi kullanılmıştır.

Yatırım fonlarının yatırım seçiminde ve portföy şirketleriyle ilişkilerde ESG kriterlerini kullanması en sıcak yatırım trendlerinden biridir. Amerika Birleşik Devletleri'nde ESG verilerini kullanan fonlara yapılan yatırımlar, 2016'da 22,9 trilyon dolardan 2020'de 40 trilyon doların üzerine çıkarak son dört yılda neredeyse ikiye katlandı. (Curtis vd; 2021; 404)

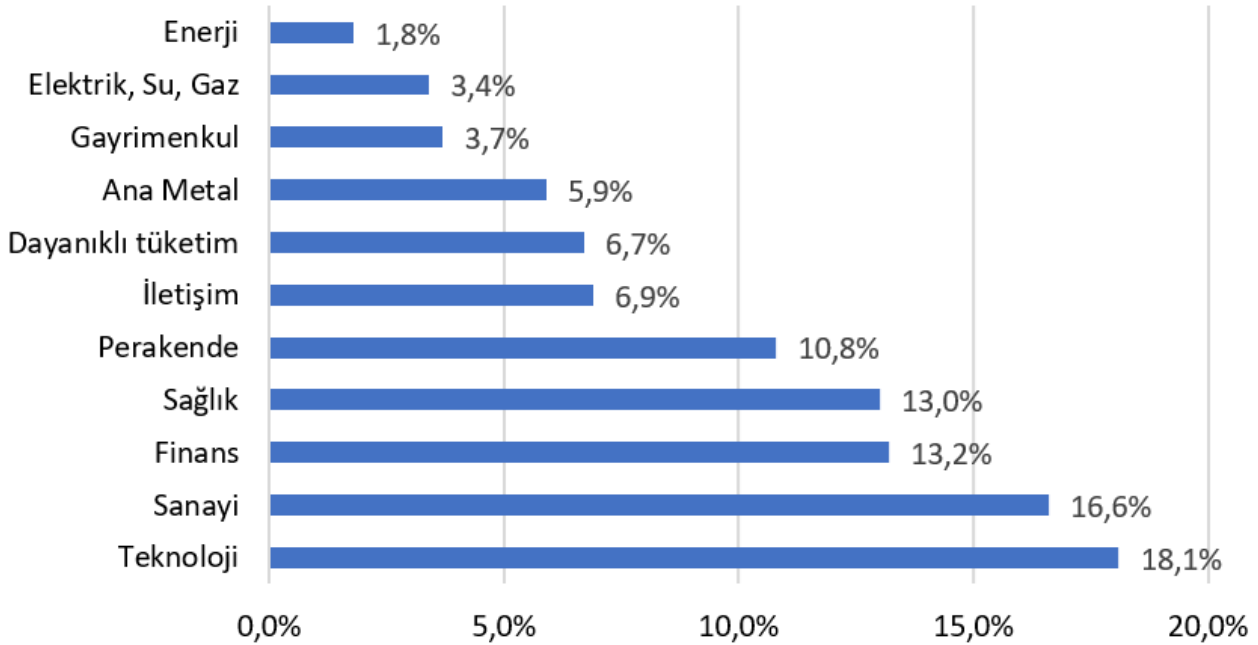
Sürdürülebilir yatırımın toplam küresel yatırım hacmindeki payı %36'dır. Aşağıdaki grafik 1'de küresel sürdürülebilir yatırım varlıklarının bazı ülkelere göre dağılımı yer verilmiştir. 2016 yılında küresel sürdürülebilir yatırımda en büyük pay AB ülkelerine aittken, 2020 yılında ABD lider konumdadır. 2020 yılı itibarıyla sürdürülebilir yatırım varlıklarının %48'i ABD'ye aittir. Bu varlıkların %75'i kurumsal, %25'i bireysel niteliktedir. (GSIA, 2020)

Grafik 1: Küresel Sürdürülebilir Yatırım Varlıklarının Bazı Ülkelere Göre Dağılımı



Kaynak: Global Sustainable Investment Review 2020, <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>, (21.07.2023)

2021 yılına ait küresel verilere göre ESG fonlarında en yüksek pay %18,1 ile teknoloji alanındaki fonlardır. Aşağıdaki Grafik 2'de detayları yer alan bilgilere göre; teknolojiye yatırım yapan ESG fonlarını sanayi, finans ve sağlık alanındaki fonlar takip etmektedir. En düşük pay ise enerji, elektrik, su, gaz ve gayrimenkul alanlarındadır.

Grafik 2: Dünya Çapında ESG Fonlarında Sektör Dağılımı**ESG Fonlarında Sektör Dağılımı**

Kaynak: Mosson, N. (2022). The Drivers of the Costs and Performance of ESG Funds. Paris: European Securities and Markets Authority, s.7.

ESG Fonlarının Geleneksel Fonlardan Farkları

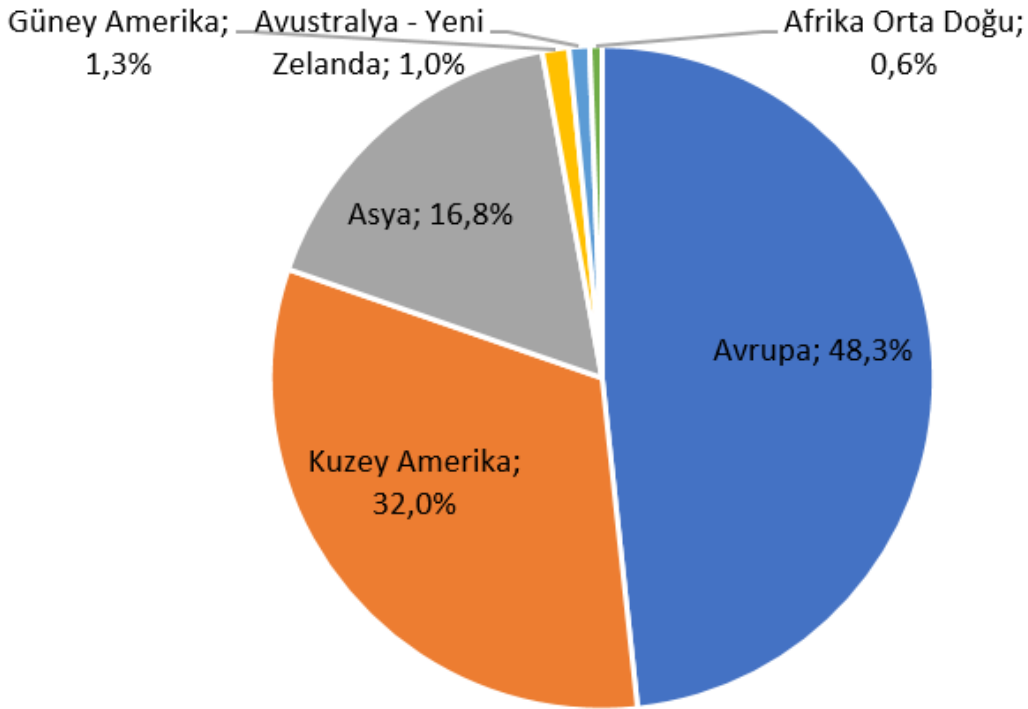
ESG fonlarını geleneksel yatırım fonlarından ayıran en önemli özellik yatırım politikalarında çevre, sosyal ve yönetim ilkelerine uygun yatırım araçlarına yer vermesidir. Bu fonlar, sosyal sorumlu fonlar olduğu için geleneksel fonlar gibi önceliği tüm yatırım türleri içerisinde en yüksek getiri sağlamak yerine etik açıdan ESG için uygun olan yatırımlar ile strateji oluşturmaktır.

Tütün, tütün mamulü ve alkollü içecekler üreten, nükleer santrallerinden enerji temin eden, silah ya da silah parçaları üretiminden kazanç sağlayan, ana faaliyeti kumar oyunlarına dayanan, yönetim kurulunda çeşitliliğe yer vermeyen, insan hakları ihlallerinde bulunan, genetik koduyla oynanmış ürünler üreten ve hayvan testlerini uygulayan şirketler çoğunlukla sosyal açıdan sorumlu yatırım fonları tarafından fon portföyüne dahil edilmezken, çevre dostu ürünler sunan, çalışanlar ve toplumla iyi iletişim kurabilen ve kurumsal yönetim ilkelerini başarıyla uygulayan şirketler ise fon portföyüne dahil edilmektedir. (Özgüç, 2003: 15)

ESG fonlarının geleneksel fonlardan en önemli farkı olan çevresel, sosyal ve yönetim ilkeleri üzerine eleştiriler de mevcuttur. Bu fonlar, iklim değişikliğine katkı, ırk ve cinsiyet eşitliği ve diğer acil sosyal sorunları ele almadıkları için eleştirilmektedir. Yatırımcılar, fonları seçerken çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) kriterlerine giderek daha fazla odaklanmaktadır. Söz konusu talebe karşılık ESG fonlarının sayısı da giderek artmaktadır. (Curtis vd; 2021; 393)

2021 ESMA verileri incelendiğinde ESG fonlarının %67'sinin büyük ölçekli şirketlerden, %9'unun küçük ölçekli şirketlerden oluştuğu dikkat çekmektedir. Diğer yandan aşağıdaki grafik 3'te yer alan bilgilere göre ESG fonlarının %48'i Avrupa'da ihraç edilmiştir. Avrupa'yı %32 ile Kuzey Amerika takip etmektedir.

Grafik 3: ESG Fonlarının İhraç Edildiği Bölgelere Göre Dağılım



Kaynak: Mosson, N. (2022). The Drivers of the Costs and Performance of ESG Funds. Paris: European Securities and Markets Authority, s.6.

İster fon bazında isterse hisse bazında olsun sürdürülebilir yatırımlarda ana tartışma konusu; sürdürülebilir yatırım araçlarına yatırım yapanların ön planda tuttuğu asıl konunun çevre, sosyal ve yönetim konuları mı yoksa sürdürülebilirlik ile geleneksel yatırımlardan daha yüksek getiri mi beklediğidir. Diğer bir ifade ile, sürdürülebilirlik için yatırım yapanların çevre ve sosyal kaygılar sebebiyle yüksek getiriyi ikinci plana mı atıp atmadığı sorusu akademik çalışmalarda karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda Türkiye'de işlem gören ESG fonlarının geleneksel fonlara göre getirilerini kıyaslayarak bu soruya basitçe bir yanıt aramak mümkündür.

Türkiye'de 01.08.2023 tarihi itibarıyla işlem gören ESG fonları aşağıdaki tablo 2'deki gibidir. 1328 adet MKYF (Menkul Kıymet Yatırım Fonu), 377 adet EYF (Emeklilik Yatırım Fonu), 20 adet BYF (Borsa Yatırım Fonu)'dan oluşan TEFAS platformunda sadece 27 adet MKYF, 7 adet EYF, 1 adet BYF mevcuttur. Henüz fon sayısı olarak başlangıç aşamasında olan sürdürülebilir fonların çoğunlukla hisse senedi, değişken ve fon sepeti türlerinden oluştuğu dikkat çekmektedir.

Tablo 2: Türkiye’de İşlem Gören Sürdürülebilir (ESG) Fonları (01.08.2023 tarihi itibarıyla)

SN	Kodu	Fon Adı	Fon Türü
1	IFN	ICBC Turkey Portföy Sürdürülebilirlik Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Hisse Senedi Şemsiye MKYF
2	HMS	HSBC Portföy Sürdürülebilirlik Hisse Senedi (TL) Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Hisse Senedi Şemsiye MKYF
3	YLE	Yapı Kredi Portföy BIST Sürdürülebilirlik Endeksi Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Hisse Senedi Şemsiye MKYF
4	GZR	Garanti Portföy Sürdürülebilirlik Hisse Senedi (TL) Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Hisse Senedi Şemsiye MKYF
5	AOY	Ak Portföy Alternatif Enerji Yabancı Hisse Senedi Fonu	Hisse Senedi Şemsiye MKYF
6	DLD	Deniz Portföy Sürdürülebilirlik Hisse Senedi Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Hisse Senedi Şemsiye MKYF
7	GIE	Garanti Portföy Garanti BBVA İklim Endeksi Hisse Senedi (TL) Fonu (Hisse Senedi Yoğun Fon)	Hisse Senedi Şemsiye MKYF
8	IUT	Inveo Portföy ESG Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Fonu	Fon Sepeti Şemsiye MKYF
9	DHM	Deniz Portföy ESG-Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Fonu	Fon Sepeti Şemsiye MKYF
10	GZV	Garanti Portföy ESG Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Fonu	Fon Sepeti Şemsiye MKYF
11	TJF	TEB Portföy Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Fonu	Fon Sepeti Şemsiye MKYF
12	MTS	Aktif Portföy Tarım ve Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Fonu	Fon Sepeti Şemsiye MKYF
13	ZSG	Ziraat Portföy ESG Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Fonu	Fon Sepeti Şemsiye MKYF
14	OLD	QNB Finans Portföy Temiz Enerji ve Su Fon Sepeti Fonu	Fon Sepeti Şemsiye MKYF
15	TJF	TEB Portföy Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Fonu	Fon Sepeti Şemsiye MKYF
16	DYN	Deniz Portföy Elektrikli ve Otonom Araç Teknolojileri Değişken Fon	Değişken Şemsiye MKYF
17	GVA	Garanti Portföy Elektrikli ve Otonom Araçlar Değişken Fon	Değişken Şemsiye MKYF
18	RPC	Rota Portföy İklim Değişikliği Çözümleri Değişken Fon	Değişken Şemsiye MKYF
19	VCY	Ak Portföy Elektrikli ve Otonom Araç Teknolojileri Değişken Fon	Değişken Şemsiye MKYF
20	YJH	Yapı Kredi Portföy Temiz Enerji Değişken Fonu	Değişken Şemsiye MKYF
21	YLO	Yapı Kredi Portföy Elektrikli Araçlar Değişken Fon	Değişken Şemsiye MKYF
22	YPC	Yapı Kredi Portföy İklim Değişikliği Çözümleri Değişken Fon	Değişken Şemsiye MKYF
23	IKP	İş Portföy Yenilenebilir Enerji Karma Fon	Karma Şemsiye MKYF
24	IPJ	İş Portföy Elektrikli Araçlar Karma Fon	Karma Şemsiye MKYF
25	KSR	KT Portföy Sürdürülebilirlik Katılım Fonu	Katılım Şemsiye MKYF
26	ESG	Aktif Portföy ESG Sürdürülebilirlik Serbest Fon	Serbest Şemsiye MKYF

27	DLG	Deniz Portföy Esg Sürdürülebilirlik Serbest Fon	Serbest Şemsiye MKYF
28	ZHB	Türkiye Hayat ve Emeklilik A.Ş. Sürdürülebilirlik Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu	Hisse Senedi EYF
29	BHS	Anadolu Hayat Emeklilik A.Ş. Sürdürülebilirlik Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu	Hisse Senedi EYF
30	GFH	Agesa Hayat ve Emeklilik A.Ş. Sürdürülebilirlik Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu	Hisse Senedi EYF
31	GHH	Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. Sürdürülebilirlik Hisse Senedi Emeklilik Yatırım Fonu	Hisse Senedi EYF
32	APG	Allianz Yaşam ve Emeklilik A.Ş. Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Emeklilik Yatırım Fonu	Fon Sepeti EYF
33	FVI	HDI Fiba Emeklilik ve Hayat A.Ş. ESG Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Emeklilik Yatırım Fonu	Fon Sepeti EYF
34	MEY	Metlife Emeklilik ve Hayat A.Ş. Sürdürülebilirlik Fon Sepeti Emeklilik Yatırım Fonu	Fon Sepeti EYF
35	ZSR25	Ziraat Portföy BIST Sürdürülebilirlik 25 Endeksi Hisse Senedi Yoğun Borsa Yatırım Fonu	Hisse Senedi BYF

Kaynak: TEFAS, <https://tefas.gov.tr>, (02.08.2023)

Sürdürülebilir anlayışla yönetilen yatırımları içeren ESG fonları ile geleneksel yatırımların getirilerinin fon türlerine göre kıyaslanması aşağıdaki tablo 3'te yer almaktadır. Tabloda da görüldüğü üzere ESG fonlarının ortalama bir yıllık getirileri ESG olmayan fonlara göre %26 daha düşüktür. Fon türlerine göre incelendiğinde fon sepeti şemsiye MKYF, katılım şemsiye MKYF, fon sepeti EYF türlerinde ESG bazlı fonların ortalama bir yıllık getirileri ESG olmayan fonlardan daha yüksektir.

Tablo 3: Fon Türlerine Göre ESG ve ESG Olmayan Fonların Ortalama Getirileri¹

Fon Türü	ESG	ESG Olmayan	Fark
Hisse Senedi Şemsiye MKYF	%160	%170	-%10
Fon Sepeti Şemsiye MKYF	%71	%64	%7
Katılım Şemsiye MKYF	%85	%74	%11
Değişken Şemsiye MKYF	%79	%88	-%9
Karma Şemsiye MKYF	%52	%71	-%19
Serbest Şemsiye MKYF	%36	%39	-%3
Hisse Senedi EYF	%155	%199	-%44
Fon Sepeti EYF	%83	%78	%5
Hisse Senedi BYF	%68	%69	-%1
<i>Tüm Fonlar</i>	<i>%102</i>	<i>%128</i>	<i>-%26</i>

Kaynak: TEFAS verilerinden derlenmiştir.

1 01.08.2022-01.08.2023 tarihleri arasındaki bir yıllık getiriler baz alınmıştır.

Türkiye’de ESG fonlarının Ağustos 2023 itibariyle tüm fon pazarındaki büyüklüğü ve payına aşağıdaki tablo 4’te yer verilmiştir. MKYF türlerine ait Pazar büyüklüğü 1.2 trilyon TL olup bunların içerisindeki ESG fonları sadece 5.5 milyar TL ile payı %0,46’dır. Aynı şekilde EYF pazarında 643 milyar TL büyüklük içerisinde ESG fonları 5.4 milyar TL ile yer almaktadır. 62 milyar TL büyüklüğe sahip olan BYF pazarında ise ESG payı sadece 35 milyon TL’dir. Verilerden görüldüğü üzere Türkiye’de ESG fonlarının geleneksel fonlar içindeki payı %1 bile değildir.

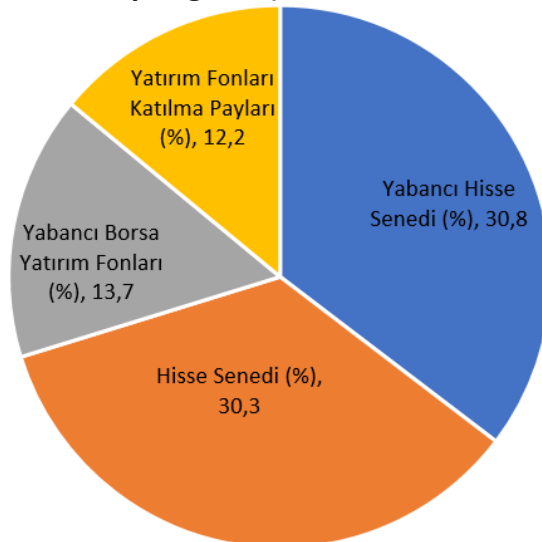
Tablo 4: Türkiye’de ESG Fonlarının Büyüklük ve Pazar Payı (10.08.2023 tarihi itibariyle)

Fon Türü	Büyüklük (TL)	ESG Fonlarının Payı
ESG MKYF	5.593.664.508	%0,46
TÜM MKYF	1.209.463.117.986	
ESG EYF	5.434.795.195	%0,85
TÜM EYF	642.920.912.747	
ESG BYF	35.679.686	%0,06
TÜM BYF	62.107.595.606	

Kaynak: TEFAS verilerinden derlenmiştir.

ESG fonlarını geleneksel fonlardan ayıran bir diğer faktör ise portföy dağılımındaki farklılıklardır. Aşağıda yer alan grafik 4’te görüldüğü gibi ESG fonlarının yaklaşık %31’i yabancı hisse senetlerinden, %30’u hisse senetlerinden, %14’ü yabancı BYF’larından, %12’si yatırım fonlarından oluşmaktadır. Oysa grafik 5’te yer alan bilgilere göre tüm fonlar incelendiğinde ise dağılımda en çok payı olan yatırım araçlarının sırasıyla hisse senedi, kamu ve özel sektör dış borçlanma araçları ve yatırım fonlarından oluştuğu dikkat çekmektedir. Türkiye’de ESG fonları tüm fonlardan farklı olarak yoğunlukla yabancı hisse senetlerine ve yabancı yatırım fonlarına yönelmektedir.

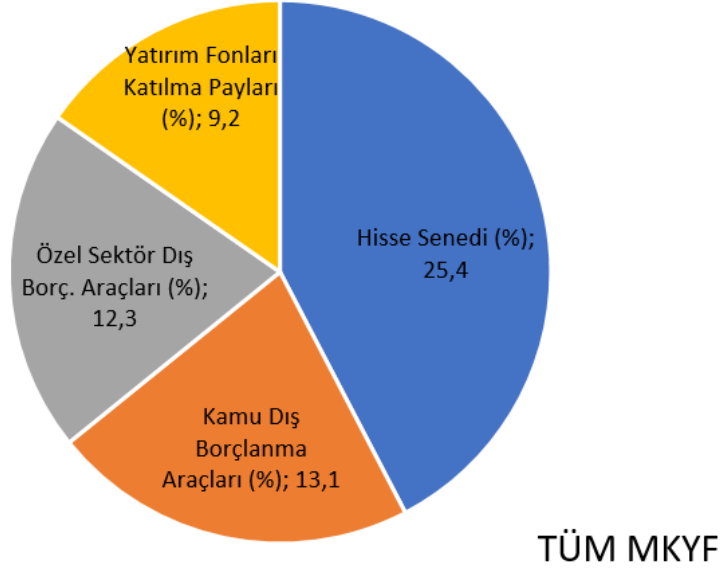
Grafik 4: Türkiye’de ESG MKYF Portföy Dağılımı (10.08.2023 tarihi itibariyle)



ESG

Kaynak: TEFAS verilerinden derlenmiştir.

Grafik 5: Türkiye’de MKYF Portföy Dağılımı (10.08.2023 tarihi itibarıyla)



Kaynak: TEFAS verilerinden derlenmiştir.

SONUÇ

Sürdürülebilirlik, bugünden ziyade yarına odaklanan bir kavramdır. Sermaye piyasalarının temel işlevi ise uzun vadeli fonların akışına aracılık etmektedir. Bu noktada, sermaye piyasalarının sürdürülebilirlik açısından önemli bir etkisi mevcuttur. Sürdürülebilirlik kısa vadede işletmelerin rekabet ortamındaki karlılığını baskılasa da uzun vadede hem işletmenin verimi için hem de sürdürülebilirlik için olumlu katkılar söz konusudur.

Dünya Borsalar Federasyonu’nun her yıl yayımladığı “Borsalar ve Sürdürülebilir Yatırım” raporunda her geçen yıl borsaların sürdürülebilir kalkınmaya daha fazla destek verdiği belirtilmiştir. Rapora göre, iklim değişikliklerinin etkisini göstermesi ile büyük doğal afet sayılarının artması, sosyal ve yönetim sorunlarının artması ile borsalar sürdürülebilirlik konusunun önemini anlamaya başlamışlardır. Buna karşın çevre sorunları borsalardan daha hızlı hareket etmektedir. Bu nedenle sürdürülebilirlik konusunun sadece endeks kapsamında kalmaması borsaya kote tüm şirketleri kapsamı daha doğru olacaktır.

İster fon bazında isterse hisse bazında olsun sürdürülebilir yatırımlarda ana tartışma konusu; sürdürülebilir yatırım araçlarına yatırım yapanların ön planda tuttuğu asıl konunun çevre, sosyal ve yönetim konuları mı yoksa sürdürülebilirlik ile geleneksel yatırımlardan daha yüksek getiri mi beklediğidir. Diğer bir ifade ile, sürdürülebilirlik için yatırım yapanların çevre ve sosyal kaygılar sebebiyle yüksek getiriyi ikinci plana mı atıp atmadığı sorusu akademik çalışmalarda karşımıza çıkmaktadır. Bu bağlamda Türkiye’de işlem gören ESG fonlarının geleneksel fonlara göre getirilerini kıyaslayarak bu soruya basitçe bir yanıt aramak mümkündür.

Türkiye’de 01.08.2023 tarihi itibarıyla 1328 adet MKYF, 377 adet EYF, 20 adet BYF’den oluşan TEFAS platformunda sadece 27 adet MKYF, 7 adet EYF, 1 adet BYF ESG fonu mevcuttur. Henüz fon sayısı olarak başlangıç aşamasında olan sürdürülebilir fonların çoğunlukla hisse senedi, değişken ve fon sepeti türlerinden oluştuğu dikkat çekmektedir. MKYF türlerine ait Pazar büyüklüğü 1.2 trilyon TL olup bunların içerisindeki ESG fonları sadece 5.5 milyar TL ile payı %0,46’dır. Aynı şekilde EYF pazarında 643 milyar TL büyüklük içerisinde ESG fonları 5.4 milyar TL ile yer almaktadır. 62 milyar TL büyüklüğe sahip olan BYF pazarında ise ESG payı sadece 35 milyon TL’dir. Verilerden görüldüğü üzere Türkiye’de ESG fonlarının geleneksel fonlar içindeki payı %1 bile değildir.

Sürdürülebilir anlayışla yönetilen yatırımları içeren ESG fonları ile geleneksel yatırımların getirilerinin fon türlerine göre kıyaslanmıştır. ESG fonlarının ortalama bir yıllık getirileri ESG olmayan fonlara göre %26 daha düşüktür. Fon türlerine göre incelendiğinde fon sepeti şemsiye MKYF, katılım şemsiye MKYF, fon sepeti EYF türlerinde ESG bazlı fonların ortalama bir yıllık getirileri ESG olmayan fonlardan daha yüksektir.

ESG fonlarını geleneksel fonlardan ayıran bir diğer faktör ise portföy dağılımındaki farklılıklardır. ESG fonlarının yaklaşık %31’i yabancı hisse senetlerinden, %30’u hisse senetlerinden, %14’ü yabancı BYF’lerinden, %12’si yatırım fonlarından oluşmaktadır. Oysa grafik 5te yer alan bilgilere göre tüm fonlar incelendiğinde ise dağılımda en çok payı olan yatırım araçlarının sırasıyla hisse senedi, kamu ve özel sektör dış borçlanma araçları ve yatırım fonlarından oluştuğu dikkat çekmektedir. Türkiye’de ESG fonları tüm fonlardan farklı olarak yoğunlukla yabancı hisse senetlerine ve yabancı yatırım fonlarına yönelmektedir.

Çalışmada Türkiye’de işlem gören ESG fonlarının geleneksel fonlar içerisindeki durumu değerlendirilmiştir. ESG fonlarının sayısının kısıtlı kalması sebebiyle ortalama getiri ile kıyaslama yapılmış olup söz konusu hesaplama, ESG fonlarının sayısının artması ile ilerideki akademik çalışmalarda ekonometrik bir model ile çalışıldığında daha anlamlı bir sonuca ulaşılabilir.

KAYNAKÇA

- Adams, W. M. (2006). The Future of Sustainability: Re-Thinking Environment and Development in the Twenty-First Century, Report of the Iucn Renowned Thinkers Meeting, 29-31 January 2006. *IUCN*.
- Ahlklo, Y., & Lind, C. (2018). E, S or G? A study of ESG score and financial performance. Master of Science Thesis Industrial Management, Stockholm
- Akyıldırım, E., Coşkun, A., Çelik, İ., & Höl, A. Ö. (2022). Çevresel, Sosyal ve Yönetişim (ESG) Haberlerinin Firmaların Finansal Performansına Etkisi: Borsa İstanbul'dan Kanıt. *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 24(2), 598-621.
- Alda, M. (2021). The environmental, social, and governance (ESG) dimension of firms in which social responsible investment (SRI) and conventional pension funds invest: The mainstream SRI and the ESG inclusion. *Journal of cleaner production*, 298, 126812.
- Aswani, J., Raghunandan, A., & Rajgopal, S. (2023). Are carbon emissions associated with stock returns?. *Review of Finance*.
- Atasel, O. Y., & Güneysu, Y. (2023). ESG Performansı ile Borç Maliyeti Arasındaki İlişki Üzerine Bir Araştırma. *Journal of Accounting and Taxation Studies*, 16(2), 185-202.
- Ateş, S. (2021). Corporate Social Performance Scores of the Firms in Sustainability Index. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 23(1), 48-60.
- Ateş, M. H., Çakan, C. D., & Koç, İ.Ö. (2022). Türkiye'de Sürdürülebilir Temalı Fonların Geleneksel Fonlarla Karşılaştırmalı Performans Analizi. *Ekonomi Politika ve Finans Araştırmaları Dergisi*, 7(Özel Sayı), 123-139.
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*.
- Bauer, R., Otten, R., & Rad, A. T. (2006). Ethical investing in Australia: Is there a financial penalty?. *Pacific-Basin Finance Journal*, 14(1), 33-48.
- Bauer, R., Derwall, J., & Otten, R. (2007). The ethical mutual fund performance debate: New evidence from Canada. *Journal of Business Ethics*, 70, 111-124.
- Bialkowski, J., & Starks, L. T. (2016). SRI funds: Investor demand, exogenous shocks and ESG profiles. *Borsa İstanbul* (2020). Gelecekte var olmak, şirketler için sürdürülebilirlik rehberi.
- Brundtland, G. H. (1987). Brundtland report. Our common future. *Comissão Mundial*, 4(1), 17-25.
- Candelon, B., Hasse, J. B., & Lajaunie, Q. (2021). Esg-washing in the mutual funds industry? from information asymmetry to regulation. *Risks*, 9(11), 199.
- Canikli, S. (2022). Sürdürülebilir Finans Mekanizmaları, Araçları ve Sürdürülebilir Kalkınma İlişkisi. *Akdeniz İİBF Dergisi*, 22(1), 26-39.
- Curtis, Q., Fisch, J., & Robertson, A. Z. (2021). Do ESG mutual funds deliver on their promises?. *Mich. L. Rev.*, 120, 393.
- Global Sustainable Investment Review 2020, <https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>, (21.07.2023)

- Gök, I. Y., & Özdemir, O. (2017). Borsa İstanbul Sürdürülebilirlik Endeksinin Performans Karakteristiği. *Sosyoekonomi*, 25.
- Gündoğdu, A. (2019), Sürdürülebilirlik ve Sermaye Piyasası, Türkiye’de Sürdürülebilir Finans Uygulamaları, Gazi Kitabevi, Ankara.
- Keçeli, B., & Çankaya, S. (2020). ESG ve Finansal Verilerin Pay Değerine Etkisi: Kuzey Ve Latin Avrupa Ülkeleri Üzerine Bir Çalışma. *İstanbul Ticaret Üniversitesi Girişimcilik Dergisi*, 4(7), 31-49.
- Kulalı, G. (2022). Çevresel, Sosyal ve Kurumsal Yönetim (ESG) Performansının Piyasa Değeri Üzerindeki Etkisi: Firma Büyüklüğünün Rolü. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 17(3), 787-809.
- Laronde, F. Z., Pashang, S., Feor, L., & ElAlfy, 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.
- Lestari, J. S. & Frömmel, M., Socially Responsible Investments: Doing Good While Doing Well in Developed Versus Emerging Markets?. *Available at SSRN 4216661*.
- Levine, R. (2005). Finance and growth: theory and evidence. *Handbook of economic growth*, 1, 865-934.
- Meadows, D. H., Meadows, D. L., Randers, J., & Behrens, W. W. (1972). The limits to. *Growth*, 102, 27.
- Mosson, N. (2022). The Drivers of the Costs and Performance of ESG Funds. *Paris: European Securities and Markets Authority*. doi, 10, 260634.
- MSCI ESG Ratings Methodology, June 2022, <https://www.msci.com/documents/1296102/15388113/ESG-Ratings-Methodology-Exec-Summary.pdf> (03.08.2023)
- Özer, G., Aktaş, N. ve Çam, İ., (2023). “Environmental, Social, and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Publicly Listed Companies in Turkey”, *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 18(2), 337 – 353.
- Özgüç, E., (2005). Kurumsal Sosyal Sorumluluk, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara
- Özman, H. (2022). Sosyal Sorumluluklara Yönelik Yeni Nesil Fon Türü-Sürdürülebilir (ESG) Yatırım Fonları. *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi*, 6(13), 1-20.
- Pisani, F., & Russo, G. (2021). Sustainable finance and COVID-19: The reaction of ESG funds to the 2020 crisis. *Sustainability*, 13(23), 13253.
- Ragunandan, A., & Rajgopal, S. (2022). Do ESG funds make stakeholder-friendly investments?. *Review of Accounting Studies*, 27(3), 822-863.
- Saygili, E., Arslan, S., & Birkan, A. O. (2022). ESG practices and corporate financial performance: Evidence from Borsa İstanbul. *Borsa İstanbul Review*, 22(3), 525-533.
- Schueth, S. (2003). Socially responsible investing in the United States. *Journal of business ethics*, 43(3), 189-194.
- Şeker, Y., Şengür, E. D. (2022). Çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim (ESG) performansı: uluslararası bir araştırma. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*. 15 (2), 349-387.

TEFAS, <https://tefas.gov.tr>, (02.08.2023)

Ye, C., Song, X., & Liang, Y. (2022). Corporate sustainability performance, stock returns, and ESG indicators: Fresh insights from EU member states. *Environmental Science and Pollution Research*, 29(58), 87680-87691.

Yıkılmaz, A. (2022). Çevresel, Sosyal Ve Kurumsal Yönetişim (ESG) Skorları Ve Kar Payı Kararları Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. *Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 7(4), 872-881.

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

Zehir, E., & Aybars, A. (2020). Is there any effect of ESG scores on portfolio performance? Evidence from Europe and Turkey. *Journal of Capital Markets Studies*, 4(2), 129-143.