

I.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi
No:43. (Ekim 2010). ss.109-134.

SOSYAL SORUMLU YATIRIM FONLARI VE PERFORMANS ÖZELLİKLERİ

Serhat YANIK^{*}
Basak TURAN İÇKE^{**}
Yusuf AYTÜRK^{***}

Özet

Son 30 yıldır sosyal sorumlu veya etik yatırım önemli ölçüde gelişme göstermiştir. Sosyal sorumlu yatırım ya da etik yatırım, belirli bir yatırımın yapılması, bu yatırıma devam edilmesi veya yatırımdan vazgeçilmesine ilişkin kararlar alınırken geleneksel finansal kriterlerin yanı sıra, sosyal veya etik hedefler veya sınırlamaları içeren yaklaşımlar bütünüdür. Sosyal sorumlu yatırım, etik değerlerin finansal piyasalardaki yansımalarıdır. Sosyal Sorumlu Yatırım, Türkiye’de çok yeni ve üzerinde önemli durulması gereken bir konudur. Bu makalede, sosyal sorumlu yatırım kavramı, sosyal sorumlu yatırımın en çok uygulanan yöntemi olarak kabul gören “Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları” incelenmektedir. Ayrıca bu fonların performansları, geleneksel finansal kriterlere göre oluşturulan yatırım fonlarıyla karşılaştırılarak incelenmektedir. Bunun yanında, sosyal sorumlu yatırım fonlarının Türkiye’deki kullanımı incelenmektedir. Çalışma, sosyal sorumlu yatırım uygulamalarının Türkiye’de nasıl geliştirilebileceğine ilişkin önerilerle son bulmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Sosyal Sorumlu Yatırım, Etik Yatırım, Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları, TEMA Çevre Fonu.

Socially Responsible Mutual Funds and Their Performance Characteristics Abstract

Socially responsible or ethical investing has been developed dramatically since last three decades. Socially responsible or ethical investing can be defined as a set of approaches which include social or ethical goals or constraints as well as more conventional financial criteria in decisions over whether to acquire, hold or dispose of a particular investment. Socially responsible investing is the reflection of ethical values in financial markets. Socially responsible investing is a new topic in Turkey and it is an important one on which is needed to be put emphasis. This paper reviews concepts of socially responsible investing and socially responsible mutual fund which is mostly applied special approach of socially responsible

^{*} Doç.Dr., İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü,
syanik@istanbul.edu.tr

^{**} Yrd.Doç.Dr., İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü,
batu@istanbul.edu.tr

^{***} Ars.Gör., İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İşletme Bölümü,
yayturk@istanbul.edu.tr

investing. Furthermore, the performance of socially mutual funds compared to other mutual funds which are constituted based on conventional financial criteria is examined in this paper. In addition, the application of socially responsible mutual funds in Turkey is examined. We conclude with some suggestions about how to improve the applications of socially responsible investing in Turkey.

Keywords: Socially Responsible Investment, Ethical Investing, Socially Responsible Mutual Funds, TEMA Environment Mutual Fund.

GIRIS

2008 yılının son aylarında ortaya çıkan finansal sistem kaynaklı küresel ölçekli ekonomik kriz, ilk olarak finansal piyasalar, piyasa araç ve oyuncuları hakkında etik değerlerin sorgulanmasını gündeme getirmiştir. Hükümetler, krizden hemen sonra önlem paketleri ile bir taraftan vatandaşların vergi ödemeleri ile elde edilen kamu kaynaklarını batılamayacak kadar büyük özel şirketleri finanse etmek için kullanırken, diğer taraftan bu şirketlerin üst düzey yöneticilerine ödenen yüksek ikramiye ve primler üzerinde de tartışmalar başlamıştır. Benzer şekilde, küresel krizin çıkış noktası kabul edilen ipotekli gayrimenkul kredileri (mortgage) ve türev ürünler asiri serbestlik ve amaç dışı kullanımları nedeniyle etik açıdan da büyük eleştiri almaktadır.

Her finansal krizden sonra finansal piyasalardaki etik değerler sorgulanmaktadır. Ancak son yıllarda finansal krizlerden bağımsız olarak, finansal piyasalarda etik değerlere ve sosyal sorumluluk prensiplerine uyumlu gelişmeler de yaşanmaktadır. Sosyal sorumlu yatırım, etik değerlerin finansal piyasalardaki yansımalarıdır. Sosyal sorumlu yatırım, ülkemizde çok yeni ve üzerinde önemle durulması gereken bir konudur. Çalışmamızda sosyal sorumlu yatırım kavramı genel ilkeleriyle anlatılacak, daha sonra sosyal sorumlu yatırımın uygulama yöntemlerinden en çok kullanılan sosyal sorumlu yatırım fonlarının özellikleri, işleyiş yapısı, Dünya'daki ve Türkiye'deki uygulamaları incelenecektir. Son bölümünde ise, sosyal sorumlu yatırım fonu uygulamasının Türkiye'de geliştirilmesi için öneriler sunulacaktır.

1. SOSYAL SORUMLU YATIRIM

Yatırım teorisi, finansal piyasalarda rasyonel yatırımcıların risk ve getiri tercihlerine göre kazançlarını maksimize etmek amacıyla olduklarını belirtir. Bu amaca ulaşırken, yatırımcıların kendilerini ait hissettikleri sosyal, ahlaki, dini ve politik değerler bütünü de yatırım kararı alma aşamasında kullanabildikleri gözlenmektedir. Örneğin, çevreye duyarlı bir kişinin yatırım kararı alırken, kâğıt üretimi yapan şirketlerin hisse senetlerine, bu şirketlerin ormanların yok olmasına yol açtığı gerekçesi ile yatırım yapmaktan kaçınması söz konusu olabilir. Benzer şekilde, savaş karsiti bir birey de yatırımlarında silah üretimi yapan şirketlerin hisse senetlerinden uzak durmayı tercih edebilir.

Çıkış noktası, yatırımcıların dini, ahlaki ve sosyal değerleri olan sosyal sorumlu yatırım; sosyal, çevresel veya etik düşünce ve değerlerin, yatırım kararı alınmasında, yatırımın sürdürülmesinde ve yatırımın sonlandırılmasında dikkate

alinması ve yatırımlara ilişkin oy hakkı gibi hakların sorumlu bir şekilde kullanılması şeklinde tanımlanabilir.¹ Diğer bir ifade ile sosyal sorumlu yatırım ya da etik yatırım, belirli bir yatırımın yapılması, bu yatırıma devam edilmesi veya yatırımdan vazgeçilmesine ilişkin kararlar alınırken, geleneksel finansal kriterlerin yanında sosyal veya etik hedefler veya sınırlamaları içeren yaklaşımlar bütünüdür.² Sosyal sorumlu yatırım, firma performansı ve firma politikalarının finansal olmayan özelliklerini dikkate alır. Bu düşünceyi destekler şekilde, son dönemin popöler yaklaşımlarından olan kurumsal yönetim yaklaşımı çerçevesinden bakıldığında, çevresel, sosyal ve ekonomik faktörlerin değerlendirilmesi, yatırımcıların fonlarını kendi misyon ve değerleri ile tutarlı bir şekilde yönetmesini özendirilmesi de önemli bir adım olarak görülmelidir.³

Sosyal yatırımın temellerine Yahudi, Hristiyan ve İslam inancına sahip olan bireylerin para ile ilgili ahlaki değerlerinde rastlanabilmektedir. Köle ticareti, alkol, tütün veya kumari kapsayan yatırımlar, Amerikan kolonilerindeki ve Birleşik Krallık'taki Protestan mezhepleri tarafından kabul görmemiştir. Bunlar sosyal sorumlu yatırımın temelindeki düşünceyi ortaya koyan ve gelişiminin başlangıcındaki uygulamalardır. Modern anlamda ilk sosyal sorumlu yatırıma, 1928 yılında Hristiyan yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla portföy yatırımlarında daha önce ifade edilen kriterlere göre yatırım yapılması ile başlamıştır. Amerika Birleşik Devletleri'nde sosyal sorumlu yatırımın gerçek anlamda yükselişi 1960'larda sivil haklar, feminizm, çevrecilik ve savaş karşıtlığı gibi farklı sosyal hareketlerle birlikte gerçekleşmiştir. Günümüzde sadece Amerika Birleşik Devletleri ile sınırlı kalmayacak şekilde, sosyal sorumlu yatırım alanında Avrupa Birliği ülkeleri, diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde önemli gelişmeler kaydedilmektedir. Son yıllarda, gelişmekte olan ülkelerdeki insan hakları, iklim değişikliği, nükleer enerji, genetiği değiştirilmiş organizmalı ürünler ve benzer konular ile ilgili sosyal hareketler, sosyal sorumlu yatırımın itici gücü olmuştur.⁴

Yatırım yönetiminde sosyal sorumluluk kriterlerinin rolü konusunda genel bir kabul söz konusu değildir. Buna rağmen, sosyal sorumlu yatırımın rolü konusunda birtakım ortak görüşler bulunmaktadır. Sosyal sorumlu yatırımın dört temel hedefi aşağıdaki şekilde tanımlanabilir:⁵

- i. Sosyal sorumlu yatırım iki önemli noktada ekonomiyi demokratikleştirmek için kullanılan stratejileri kapsar. Bunlar kadın işçilerin ve azınlık işçilerinin işe alımı, işe devami ve iste

¹ Rajni Bakshi, (2006), "Transforming Markets in the 21st Century: Socially Responsible Investing as a Tool", *Futures*, No: 39, s.527.

² Mark S. Schwartz, (2003), "The "Ethics" of Ethical Investing", *Journal of Business Ethics*, Vol: 43, No: 3, s.195.

³ Bert Scholtens, (2006), "Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, Vol: 68, No: 1, s.24.

⁴ Luis Feruz, Isabel Marco, Cristina Ortiz, (2007), "Socially Responsible Investment: Mutual Funds., Global and Local Trends", *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol: 1, No: 2, s.120.

⁵ Sally Hamilton, Hoje Jo and Meir Statman, (November-December 1993), "Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds", *Financial Analysts Journal*, Vol:49, No:6, s.62.

yükselmesinin tesvik edilmesi ve şirketlerdeki çalışan sahipliğinin artırılması.

- ii. Sosyal sorumlu yatırım, çalışma çevresini insancillastirmek için gerekli uygulamaları tesvik eder.
- iii. Sosyal sorumlu yatırım, kârın geleneksel olarak kullanıldığı ve dağıtıldığı yöntemleri yeniden düşünmeyi kapsar.
- iv. Diğer üç hedefle bağlantılı olarak sosyal sorumlu yatırım, iş dünyasını bir şirketin sosyal sorumlu bilince sahip olmasının karşılığını alabileceği konusunda ikna etmeyi kapsar.

Domini'nin sınıflandırmasına göre sosyal sorumlu yatırıma ilişkin genel olarak üç farklı yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan ilki "kaçınma yaklaşımı"dir. Bu yaklaşımda yatırımcı, sosyal değerlerine uygun olmayan faaliyetlerde bulunan şirketlere yatırım yapmaz. İkinci yaklaşım, "pozitif seçim yaklaşımı"dir. Bu yaklaşımda yatırımcı, sosyal değerlerine uygun faaliyetlerde bulunan şirketlere aktif bir şekilde yatırım yapar. Üçüncü yaklaşım, "aktivist yaklaşım"dir. Bu yaklaşımda ise yatırımcı, değiştirmek istediği ve değişiklikleri gerçekleştirmeye ilişkin sahiplik haklarını kullanmak istediği şirketlere yatırım yapmaktadır.⁶

Günümüzde sosyal sorumlu yatırım alanında aktivist yaklaşım uygulamada pek fazla kullanılmamaktadır. Yatırımcılar aktivist yaklaşım yerine, kurumsal portföy yönetimi şirketlerince çıkarılan sosyal sorumlu yatırım fonlarına yatırım yapmaktadırlar. Bunun yanında sosyal sorumlu yatırım tutarındaki artış, bu yatırım yaklaşımını marjinal bir yatırım aracı halinden çıkarıp temel ve önemli bir yatırım seçeneği haline getirmektedir.⁷

Sosyal Yatırım Forumu (SRI) tarafından yapılan sınıflandırmada ise sosyal sorumlu yatırım üçe ayrılmaktadır:

- i. İnceleme
- ii. Hissedar savunması
- iii. Toplum yatırımı

İnceleme yaklaşımında, pozitif ve negatif kriterler kullanılarak yatırım kararı alınır. Hissedar Savunması, Aktivist Yaklaşım ile aynı kapsamdayken, Toplum Yatırımı ise geleneksel finansal hizmetlerden yeterli derecede yararlanamayan bireylere yatırımcı ya da borç verenler tarafından sermaye aktarımı yapılmasıdır.

Bir şirketin etik özelliği belirlenirken, kriterleri uygulayan derecelendirme kuruluşlarınca öncelikle o şirketteki su ölçütler araştırılır. Bu ölçütler "olumlu" koşullar olarak sınıflandırılabilir:⁸

- i. Toplam çalışanlar içindeki kadın çalışan payı
- ii. Adil bir ücretlendirme sisteminin bulunup bulunmadığı
- iii. Azinlikler ve sakatlar için özel programların uygulanıp uygulanmadığı

⁶ Amy L. Domini, Peter D. Kinder, (1986), Ethical Investing, Addison-Wesley Publishing Company, Inc., s.2.

⁷ Sparkes Russell ve Christopher J. Cowton, (2004), "The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility", Journal of Business Ethics, Vol: 52, No: 1, s.49.

⁸ Asli Yüksel, (2004), "AB'de Yeni Kavram: Yatırımlar, Çevre Dostluğu ve Sosyal Faktörler (Ekolojik Faktörler)" T.C. Marmara Üniversitesi Geleneksel Finans Sempozyumu 2004, s. 714.

Diger taraftan ortaya çıkan ürün bakımından ise istenmeyen ürünlerin bulunup bulunmadığı saptanır. Bu ölçüt ise, “olumsuz koşullar” başlığında değerlendirilir. Olumsuz koşullar kapsamında çevreye ve insanlığa zararları belirgin olan ürünlerden bazıları şunlardır:⁹

- i. Savaş makine ve aletleri ile nükleer enerji üretimleri
- ii. Tütün ve alkol ürünleri
- iii. Kimya sanayi ürünleri

Sosyal sorumlu yatırımcılar, fon kaynaklarını bilinçli olarak belirli finansal hedefleri yerine getirmek için yatırıma aktarırken aynı zamanda sürdürülebilirlik hedefi olan ve birçok toplumsal kesimin ihtiyaçlarını sağlamaya dayalı bir geleceği hedefleyen bireyler, işletmeler, özel üniversiteler, hastaneler, dernek ve vakıflar ve diğer sivil toplum örgütleridir.¹⁰

Sosyal sorumlu yatırımcılar, belirli özelliklere sahiptirler. Sosyal sorumlu yatırımda, ekonomik olmayan kriterler yatırım sürecini daha karmaşık ve yönetilmesi daha maliyetli bir süreç haline getirmektedir. Bu durumun bir sonucu olarak sosyal sorumlu yatırım temel olarak kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilmektedir. Bunun yanında sosyal sorumlu yatırımcılar genellikle uzun dönemli yatırım planları olan “sadık” yatırımcılardır. Bir sosyal sorumlu yatırımcı için hisse senetleri, risk ve getiriyi bir araya getiren bir finansal üründen ziyade bir sahipliğin göstergesidir.¹¹

Sosyal Sorumlu Yatırımlar kapsamında önemli bir örgüt olan Sosyal Yatırım Forumu (SRI), Amerika Birleşik Devletleri’nde faaliyet gösteren kâr amacı gütmeyen ve sosyal sorumlu yatırım uygulamalarını geliştirme hedefi olan ulusal bir sivil toplum kuruluşudur. Bu forumun 2007 yılı raporuna göre sosyal sorumlu yatırımın en fazla geliştiği ülkelerden birisi olan Amerika Birleşik Devletleri’nde, profesyonel yönetim altındaki toplam yatırımların %10’undan fazlası sosyal sorumlu yatırım kapsamında yer almaktadır. Sosyal sorumlu yatırımın ABD’deki gelişim seyri Tablo 1’de gösterilmektedir.

⁹ Yüksel, s. 714.

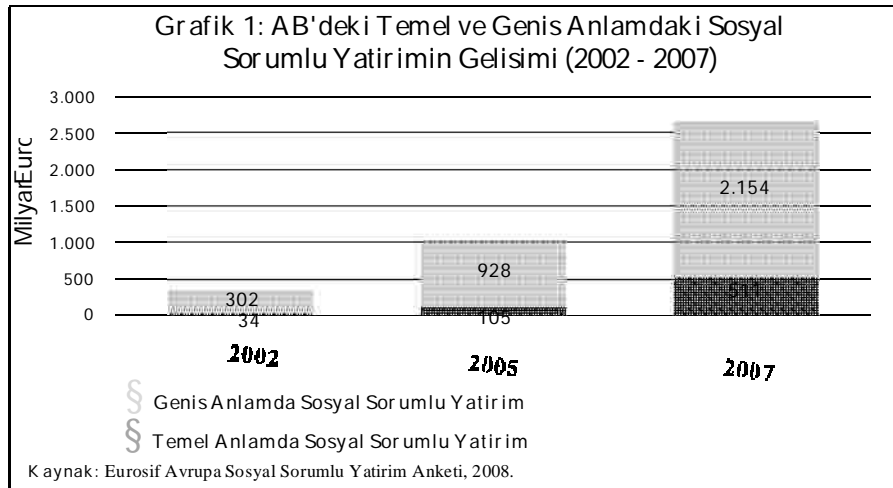
¹⁰ Social Investment Forum, 2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, s.2, http://www.socialinvest.org/pdf/research/Trends/2005_Trends_Report.pdf, (Erişim: 18.01.2010).

¹¹ Dimitris Balios, Antonios Livieratos, (2007), “Ethical Investing and Volatility: A Theoretical Perspective”, International Research Journal of Finance and Economics, Issue: 9, s.107.

Tablo 1: ABD’de Sosyal Sorumlu Yatırımın Gelişimi (1995 – 2007)							
(Milyar Dolar)	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007
Sosyal İnceleme	162\$	529\$	1.497\$	2.010\$	2.143\$	1.685\$	2.098\$
Hissedar Savunması	473\$	736\$	922\$	897\$	448\$	703\$	739\$
Sosyal İnceleme ve Hissedar Savunması	-	(84\$)	(265\$)	(592\$)	(441\$)	(117\$)	(151\$)
Toplum Yatırımı	4\$	4\$	5\$	8\$	14\$	20\$	26\$
Toplam	639\$	1.185\$	2.159\$	2.323\$	2.164\$	2.290\$	2.711\$

Kaynak: Sosyal Yatırım Forumu Kuruluşu
Not: İnceleme ve Hissedar Savunması yöntemlerinin ikisinin de kapsamında yer alan yatırımlar mükerrer hesaplanın önüne geçmek için 3. Satırda ilk iki satır toplamından çıkarılmıştır.

ABD’deki Sosyal Yatırım Forumuna (SRI) benzer bir sivil toplum kuruluşu Avrupa Birliği ülkelerindeki emeklilik fonları, finansal hizmet sağlayıcılar, akademik enstitüler, araştırma kuruluşları ve diğer sivil toplum kuruluşlarından oluşan kâr amacı gütmeyen bir kuruluş olan “Avrupa Sürdürülebilir Yatırım Forumu”dur (EUROSIF). Bu forumun 2008 yılı raporuna göre, Avrupa Birliği’ndeki toplam varlık yönetim sektörünün %17,6’sini sosyal sorumlu yatırım kapsamındaki varlıklar oluşturmaktadır. Aynı rapora göre Birleşik Krallık, AB’deki en büyük sosyal sorumlu yatırım piyasasına sahip ülkeyken; Belçika ulusal finansal piyasasında sosyal sorumlu yatırımın en yüksek payı aldığı AB ülkesidir. Sosyal sorumlu yatırımın AB ülkelerindeki gelişim seyri ise Grafik 1’de gösterilmektedir.



Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım Prensipleri Girişimi (UNPRI) çevresel, sosyal ve kurumsal yönetim konularının portföy performansını etkileyebileceğini belirterek, kurumsal yatırımcıların geniş toplumsal amaçlara ulaşmak için bir takım sosyal sorumlu yatırım prensiplerini gönüllü olarak kabul etmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu kapsamda ulusal piyasamız için olumlu bir açılım olarak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın (İMKB) 21.01.2010

tarihinde Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım Prensipleri Girişimi'ne (UNPRI) profesyonel hizmet ortağı olarak katılım için bir protokol imzaladığının da altını çizmek gerekmektedir.¹²

Sosyal sorumlu yatırım alanında yeni bir gelişme olarak kabul edilebilecek olan bir uygulama da; etik hisse senedi endekslerinin oluşturulmasıdır. Örneğin FTSE, KLD, FTSE4Good sürdürülebilirlik endeksleri, belirli sosyal kriterler setini yerine getiren seçilmiş şirket gruplarının performanslarını takip etmek amacıyla geliştirilmiştir.¹³ Benzer şekilde Amerika Birleşik Devletleri'nde Dow Jones Sürdürülebilirlik Endeksi 1999 yılında oluşturulmuştur.¹⁴ Bu endeksler hem işlem gören şirketlere hem de etik yatırım yapmak isteyen yatırımcılara oldukça yararlı bilgiler sağlamaktadır. Endekslere girme koşulları, şirketlere piyasada sosyal sorumlulukla ilgili beklentilerin neler olduğu hakkında bir referans olurken, şirketlerin kendi sosyal performansları için de bir hedef olarak belirlenebilmektedir. Diğer taraftan yatırımcılar da, etik koşulları yerine getiren şirketlerin oluşturduğu bu endeksleri yatırım seçenekleri için kolaylık sağlaması nedeni ile kullanabilmektedir.

Sosyal sorumlu yatırımın geleneksel finansal kriterleri dikkate alması ve kâr amacının yanında, sürdürülebilir çevre ve toplumsal faydayı da gözetmesi bu yatırım yaklaşımına uygulanabilir "ideal" bir yatırım yaklaşımı özelliğini vermektedir. Ancak geleneksel yatırım çevresi, sosyal sorumlu yatırım kavramına ideolojik, finansal, yasal ve operasyonel temellerde direnç gösterebilmektedir. Bu direnç ya da eleştiri temellerinden bazıları şunlardır:¹⁵

- i. Sermayenin sadece tek bir amacı olmalıdır. Bu amaç da kâr maksimizasyonudur.
- ii. Portföy yönetim şirketlerine ilişkin güvene dayanan sorumluluk basiretli tüccar olarak yasal çerçevede kârın maksimizasyonunu gerektirir. Bu kapsamda düşük getirilere neden olacak herhangi bir kriter bu sorumlulukla çelişecektir. Sosyal sorumlu yatırım daha düşük çeşitlendirme ile daha yüksek risk anlamına gelen yatırım seçimine ilişkin evreni sınırlandırmaya yol açar.
- iii. Sosyal sorumlu yatırımın uygulanması imkansızdır. Çünkü bu yatırım yaklaşımı fazla kişisel değer yargısı içermektedir ve sosyal sorumlu yatırıma ilişkin herhangi bir standart söz konusu değildir.

Bu kapsamda yatırıma ilişkin yukarıda yer alan geleneksel çerçeveye çizildiğinde, sosyal sorumlu yatırımcının yatırım stratejilerinin farklılığı, daha kolay görülebilir ve fark edilebilir olmaktadır.

2. SOSYAL SORUMLU YATIRIM FONLARI

Genel olarak bir yatırım fonu, farklı yatırımcılar tarafından yatırıma konu edilen kaynakların bir araya getirilmiş halidir. Yatırım fonları, profesyonel portföy yönetim şirketleri tarafından belirli bir ücret karşılığı yönetilir. Yatırım fonunu

¹² <http://www.unpri.org/files/Turkey.pdf>, (Erişim: 18.01.2010).

¹³ http://www.ftse.com/Indices/FTSE_KLD_Index_Series/index.jsp (Erişim: 18.01.2010)

¹⁴ Bakshi, s.526.

¹⁵ Carlos Joly, (2002), "The Greening of Financial Markets", Finance for Sustainable Development Testing New Policy Approaches, Proceedings of the Fifth Expert Group Meeting on Finance for Sustainable Development, s.293.

yöneten kurulus, fon kaynaklarini arastirdiklari, analiz ettikleri ve iyi performans gösterecegine inandiklari menkul kıymetlerden olusan çeşitlendirilmiş bir portföye yatırırlar. Yatırım fonlarındaki yatırımcı sayısı, toplam yatırım değeri ve fon payı fiyatı fona katılan ve fondan çıkan yatırımcı sayısına, fonun yatırım yaptığı menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarına göre her an değişebilir. Yatırım fonlarını diğer yatırım portföylerinden ayıran en önemli özellik, yasal olarak yatırım fonlarının amaçlarını, yatırım stratejilerini, faaliyet ilkelerini ve faaliyet sonuçlarını kamuoyu ile paylaşmak zorunda olmalarıdır.¹⁶

Yatırım fonları, profesyonel portföy yönetimi sağlarlar. Bireylerin tek başına sermaye piyasalarında meydana gelen tüm gelişmeleri araştırma kapasiteleri sınırlıdır. Yatırım fonları oldukça ileri düzeyde araştırma kapasitelerine sahiptir. Tüm bu olumlu özelliklerinin yanında yatırım fonlarının asiri çeşitlendirme ve yüksek yönetim giderlerine katılma gibi olumsuz birtakım durumları da söz konusudur.

Sosyal sorumlu yatırım ise, kişisel değerleri ve toplumsal hassasiyetleri yatırım kararı ile bir araya getirmektedir. Sosyal sorumlu yatırımlarda; Hissedar Savunması, Toplum Yatırımı ve -en çok uygulanan yöntemlerden olan- Sosyal İnceleme Yolu ile Yatırım yöntemleri kullanılmaktadır. Sosyal İnceleme Yolu ile Yatırım Yöntemi, sosyal sorumlu yatırım fonlarının uygulamakta olduğu yöntemdir. Sosyal incelemede, genellikle belirli endüstrilerde faaliyet gösteren şirketlerin hisse senetleri ve nitel sosyal veya çevresel nedenlerle seçilen bazı şirketlerin hisse senetleri yatırım portföyüne dahil edilmez. Sosyal incelemenin portföy dışında bıraktığı şirketlerden bazıları askeri silahlanma, tütün, alkol ve kumarhane şirketleridir. Nitel inceleme kriterleri bir şirketin işçi çeşitliliği, işçi ilişkileri ve çevre konusundaki kayıtlarını kapsar.¹⁷

Sosyal sorumlu yatırım fonları sosyal sorumlu yatırımda en sık kullanılan yatırım stratejisidir. Sosyal sorumlu yatırım fonları, yatırım portföyünü etik, sosyal, çevresel veya kurumsal yönetim kriterlerine göre belirleyen ve izleyen yatırım fonlarıdır.¹⁸ Bireysel yatırımcılar, sosyal sorumlu yatırım fonlarının katılım paylarını satın alarak onaylanmış şirketlere pasif yatırım yapabilirler.¹⁹ Sosyal sorumlu yatırım fonu, açık bir şekilde tanıtımı yapılan ve yatırım portföyünü oluşturmak için tanımlanmış sosyal veya çevresel ilkelerin kullanımını yatırımcılara sunan profesyonel yönetim altındaki bir yatırım planıdır.²⁰

Çoğu sosyal sorumlu yatırım fonu, sosyal sorumluluk profillerini önceden belirlenmiş “pozitif” veya “negatif” kriterleri kullanarak devam ettirmektedirler.

¹⁶ Jack Clark Francis, (1988), *Management of Investments*, Second Edition, McGraw-Hill Book Company, s.789.

¹⁷ Nicolas P. B. Bollen, (2007), “Mutual Fund Attributes and Investor Behavior”, *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, Vol: 42, No: 3, s.683-684.

¹⁸ Luc Renneboog, Jenke Ter Horst, Chendi Zhang, (2008), “The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds” *Journal of Corporate Finance*, Vol: 14, No: 3, s.303.

¹⁹ Josep Lozano, Laura Albareda, M. Balaguer, (2006), “Socially Responsible Investment in The Spanish Financial Market”, *Journal of Business Ethics*, Vol: 69, No: 3, s.306.

²⁰ Matthew Haig, James Hazelton, (2004), “Financial Markets: A Tool for Social Responsibility?”, *Journal of Business Ethics*, Vol: 52, No: 1, Special Issue on Ethical Investment and Corporate Social Responsibility, s.60.

Pozitif kriterler, üstün sosyal veya çevresel performansa sahip şirketleri tanımlarken, negatif kriterler istenmeyen faaliyetleri yürüten şirketleri tanımlamaktadır. Sosyal yatırım fonları önemli ölçüde çeşitliliğe sahip bu kriterleri yatırım portföylerini oluşturmak için kullanırlar. Yaygın sosyal kriterler kurumsal yönetimini, ise alim politikalarını ve silah üretimi ve sans oyunları gibi belirli sektörlerde yer almayı kapsar. Yaygın çevresel kriterler ise, geri dönüşüm ve atık politikalarını ve ağaç kesimi ve madencilik gibi belirli sektörlerde yer almayı kapsar.²¹ Bunların yanında insan hakları, inanç odaklı inceleme, pornografi ve kobay hayvanları menkul kıymet seçiminde kullanılan diğer negatif kriterlerdir.

Yaygın olarak, sosyal sorumlu yatırım fonu yöneticilerinin iki iddiası bulunmaktadır. Bunlarda ilki, sosyal sorumlu yatırım fonlarının şirket faaliyetlerini değiştirmek konusunda şirketleri etkileyebilecek olmaları iddiasıdır. İkincisi ise sosyal sorumlu yatırım fonlarının finansal getirilerinin kısa vadede geleneksel yatırımların getirilerinden farklı olmadığı; uzun vadede ise daha üstün olacağı iddiasıdır.²² Ancak bu iddiaların geçerlilikleri tartışma konusudur. Haig ve Hazelton (2004), makalelerinde sosyal sorumlu yatırım fonu yöneticilerinin ilk iddialarının gerçekleşmediğini; ikinci iddialarının ise yapılan akademik çalışmalarla doğrulandığını belirtmektedir.²³

Sosyal sorumlu yatırım fonlarının Dünya piyasalarındaki durumuna bakıldığında Sosyal Yatırım Forumu 2007 yılı raporuna göre A.B.D.'de 260 adet, EUROSIF 2008 yılı raporuna göre Birleşik Krallık'da yaklaşık 100 adet, Belçika'da 60 adetten fazla, Türkiye'de ise sadece 1 adet sosyal sorumlu yatırım fonu vardır. 1995 – 2007 yılları arasında A.B.D.'deki sosyal sorumlu yatırım fonlarının gelişimi Tablo 2'deki gibidir.

(Milyar Dolar)	1995	1997	1999	2001	2003	2005	2007
Yatırım Fonu Sayısı	55	144	168	181	200	201	260
Toplam Net Varlıklar	12 \$	96 \$	154 \$	136 \$	151 \$	179 \$	202 \$

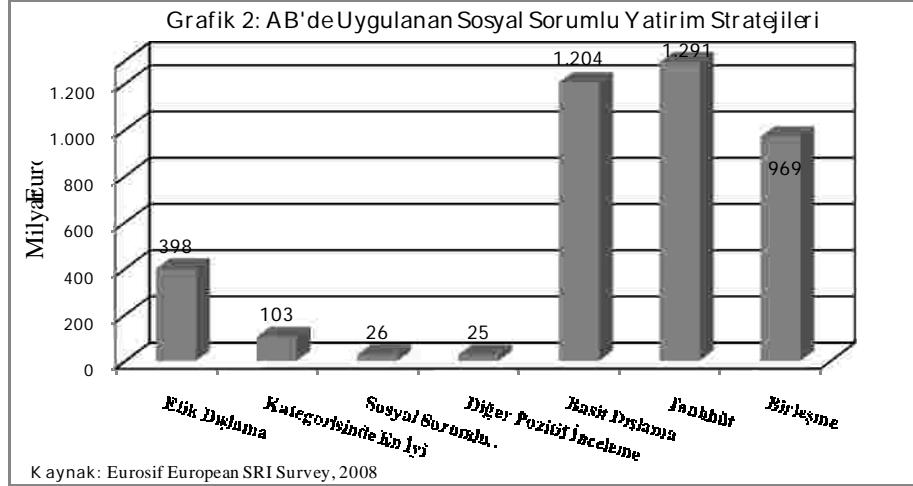
Kaynak : Sosyal Yatırım Forumu Kuruluşu, 2007.

²¹ Haig, Hazelton, s.60-61.

²² Haig, Hazelton, s.61.

²³ Haig, Hazelton, s.59-71.

EUROSIF'in 2008 yılı raporuna göre sosyal sorumlu yatırım fonlarının AB sosyal sorumlu yatırım piyasasındaki yeri Grafik 2'de yer almaktadır.



Ülkemizde ise sosyal sorumlu yatırım fonu kapsamında sadece Türkiye İş Bankası A.S. tarafından Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemelerine tabii olarak çıkarılan "B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu" bulunmaktadır. Fon, Mayıs 2008'de halka arz edilmiş ve 20.000.000 TL değerle işlem görmeye başlamıştır.²⁴ Fon tutarı 26.11.2009 tarihinde iç tüzük değişikliğine gidilerek 200.000.000 TL'ye yükseltilmiştir.²⁵ Fon iç tüzüğüne göre B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu, aşağıdaki faaliyetlerde bulunan firmalara yatırım yapmaktan kaçınır:²⁶

- Yakın zamanda çevre kirliliği nedeni ile para cezası almış firmalar,
- Silah ve tütün mamulleri üreten firmalar,
- Altın arama faaliyetinde bulunan firmalar.

Fon, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası tarafından açıklanan, aşağıdaki sektör endeksleri içinde yer alan firmalara yatırım yapılacak olması durumunda TS EN ISO 14001 Çevre Yönetim Sistemi Belgesine sahip olma koşulu aramaktadır:

- IMKB ULUSAL - SINAİ ENDEKSI (XUSIN),
- IMKB ULUSAL - HİZMETLER ENDEKSI (XUHIZ).

Bunun yanında iç tüzüğe göre her ay belirli bir tutar TEMA Vakfi'na, ilgili protokol gereği lisans ve danışmanlık bedeli olarak ödenmektedir. Ayrıca fonda TEMA Gönüllüsü olmayı fon alim ve satım talimatı verilmesi sırasında yazılı beyanı ile kabul eden yatırımcılar işlem yapabilmektedir. 29.01.2010 tarihi itibarıyla

²⁴ Türkiye İş Bankası A.S. B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu 2.Milyar Adet 1. Tertip Katılma Payına ilişkin izahname, http://www.isbank.com.tr/programs/fonlar/izahname_821.pdf, (Erisim Tarihi: 29.01.2010)

²⁵ Türkiye İş Bankası A.S. B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu İç Tüzük Değişikliği, http://www.isbank.com.tr/PDF/YatirimFonlari/821tas_duyuru.pdf, (Erisim Tarihi: 29.01.2010).

²⁶ Türkiye İş Bankası A.S. B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu İç Tüzüğü, <http://www.isbank.com.tr/programs/fonlar/821b.pdf>, (Erisim Tarihi: 29.01.2010).

Türkiye İş Bankası A.S. B Tipi Değişken Tema Çevre Fonunda 2.415 yatırımcı vardır. Fona ilişkin 2009 yılı Aralık ayı raporuna göre fonun toplam değeri 28.525.646,36 TL'sidir.²⁷

ABD ve AB'deki sosyal sorumlu yatırım fonlarının çıkış noktasını dini, sosyal, ahlaki ve çevresel değerlerini yatırımlarına yansıtmak isteyen müşterilerden gelen talepler oluşturmaktadır. Ancak ülkemizde simdilik mevcut olan tek sosyal yatırım fonu Türkiye İş Bankası A.S. B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu'nun ortaya çıkışı, müşterilerden gelen talepler doğrultusunda olmamıştır. Fonun çıkış noktası daha çok kurucu bankanın kurumsal hedefleri ile paralel olarak sosyal sorumlu yatırımlara ilişkin talep yaratmaya yönelik bir çabadır.²⁸

Sosyal sorumlu yatırımcılar sadık ve uzun vadeli yatırım yapan yatırımcılardır. Bu durum ülkemiz örneği olan Türkiye İş Bankası B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu için de geçerlidir. Fonun kuruluşundan itibaren yatırımlarını sürekli olarak bu fonda değerlendiren ve fondan çıkış yapmayan 2.000 civarında yatırımcı bulunmaktadır.²⁹

Kamuoyunda sosyal sorumlu yatırım fonları yatırım stratejilerinin aslında geleneksel yatırım fonlarının stratejilerinden farklı olmadığı şüphesi de mevcuttur. Bu kapsamdaki yazına bakıldığında, Kemp ve Osthoff'un (2008) çalışmaları dikkati çekmektedir. Bu çalışmada, ABD'deki hisse senedi fonlarını kapsama alarak 1991 - 2004 döneminde sosyal sorumlu yatırım fonlarının portföylerindeki varlıklar ile geleneksel yatırım fonlarının portföylerindeki varlıklar sosyal ve çevresel standartlara göre karşılaştırılmaktadır. Çalışmada, sosyal sorumlu yatırım fonlarının geleneksel yatırım fonlarına kıyasla önemli ölçüde yüksek etik dereceye sahip oldukları sonucuna ulaşılmaktadır. Bu sonuç, sosyal sorumlu yatırım fonlarının, geleneksel yatırım fonlarının isim değiştirmiş bir türü olduğu varsayımını reddetmektedir.³⁰

Benson, Brailsford ve Humphrey (2006) çalışmalarında sosyal sorumlu yatırım fonu yöneticilerinin, sektörler bazında portföy dağılımı ve hisse senedi seçimi konusunda geleneksel fon yöneticileri ile karşılaştırıldığında farklılıkları olup olmadığını incelemektedir. Çalışma sonucunda, sosyal sorumlu yatırım fonlarının farklı portföy konumlandırmaları ile tutarlı, farklı endüstri betalarına sahip olduğu ortaya konulmaktadır. Bunun yanında, fon yöneticilerinin hisse senedi seçimi konusunda da farklı yaklaşımları bulunduğu görülmektedir. Sosyal sorumlu yatırım fonlarının getirileri geleneksel yatırım fonları ile karşılaştırıldığında, getirilerin farklı endüstrilerden sağlanmakta olduğu görülmektedir ki bu sonuç, kamuoyunda yer alan sosyal sorumlu yatırım fonlarının bir pazarlama taktiği olduğu iddiasını

²⁷ Türkiye İş Bankası A.S. B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu 01.12.2009-31.12.2009 Dönemi Aylık Raporu <http://www.isbank.com.tr/programs/fonlar/Aylik200912821.htm>, (Erişim Tarihi: 29.01.2010)

²⁸ Türkiye İş Bankası A.S. B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu Müdürü Didem Gelenbe ile yapılan 02.02.2010 tarihli görüşme.

²⁹ Türkiye İş Bankası A.S. B Tipi Değişken Tema Çevre Fonu Müdürü Didem Gelenbe ile yapılan 02.02.2010 tarihli görüşme.

³⁰ Alexander Kempf, Peer Osthoff, (2008), "SRI Funds: Nomen est Omen", Journal of Business Finance & Accounting, Vol: 35, No: 9-10, s.1276-1294.

reddetmekte ve geleneksel yatırım fonlari ile sosyal sorumlu yatırım fonlarının farklılığını ortaya koymaktadır.³¹

Sosyal sorumlu yatırım fonlarının geleneksel finansal kriterleri dikkate alması ve kâr amacının yanında, yatırımcıların sosyal, ahlaki, dini, çevresel ve etik değer yargılarını da göz önünde bulundurması, bu yatırım fonlarını geleneksel yatırım fonlarına göre alternatif bir yatırım aracı olarak cazip kılmaktadır. Sosyal sorumlu yatırım fonlarının alternatif bir yatırım aracı haline gelmesi durumu, Dünya genelinde sosyal sorumlu yatırım fonlarının gelişimi incelendiğinde de görülebilmektedir. Sosyal sorumlu yatırım fonlarının gelişim hızındaki önemli yükselişin sebeplerinden birisi de bu yatırım fonlarının kâr elde etmek amacını ihmal etmemelerinden kaynaklanmaktadır.

Bu amaçla bir sonraki bölümde sosyal sorumlu yatırım fonlarının performans özellikleri üzerinde durulması gerekli görülmüştür.

3. SOSYAL SORUMLU YATIRIM FONLARININ PERFORMANS DEĞERLENDİRMESİ

80’li yılların sonlarından itibaren özellikle gelişmiş ülke piyasalarında sosyal sorumlu yatırım fonlarının sayısı giderek artış göstermektedir.³² Sosyal Yatırım Forumu’nun (The Social Investment Forum-SIF) 2007 yılı raporuna göre, ABD’de Sosyal Sorumlu Yatırım (SSY) varlıklarının değeri 1995’de 639 milyar \$ iken 2007’de 324 kattan daha fazla yükselerek 2,71 trilyon \$’a ulaşmıştır. Aynı dönem içinde Dünya geneline bakıldığında ise, 1995’den 2007 yılına gelindiğinde profesyonel olarak yönetilen SSY varlıklarının değeri yaklaşık %260 artarak 25,1 trilyon \$’a ulaşmıştır.³³

Bu gerçekten hareketle, bahsi geçen konu ile ilgili yapılan çalışmalar içerisinde özellikle bu yatırımların performansına yönelik çalışmaların sayısı dikkati çekmektedir. Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları konusunda yapılan ampirik çalışmaların geçişinin 1972’den önce Moskowitz tarafından yapılan çalışmaya dayandığı söylenebilir. Bu çalışmanın ardından SSY fonlarını araştırılan çalışmaların sayısında önemli artış kaydedilmektedir. Genel olarak bakıldığında, SSY fonları konusunda yapılan çalışmaların, bu fonların performansının, geleneksel fonların performansı ile karşılaştırılması kapsamında gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu çalışmaların sonuçları değerlendirildiğinde ise, birçok çalışmada SSY fonlarının performanslarının, geleneksel yatırım fonlarının performansının altında olmadığı

³¹ Karen L. Benson, Timothy J. Brailsford, Jacquelyn E. Humphrey, (2006), “Do Socially Responsible Fund Managers Really Invest Differently?”, *Journal of Business Ethics*, Vol:65, s. 337-357.

³² Robert Heinkel, Alan Kraus, Josef Zechner, (2001), “The Effect of Green Investment on Corporate Behavior”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Dec, Vol. 36, No. 4, s. 446.

³³ “Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States”, (2007), Social Investment Forum, s. 2, http://www.socialinvest.org/pdf/SRI_Trends_ExecSummary_2007.pdf.

sonucuna ulaşılmaktadır.³⁴ Çalışmanın bu kısmında Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları performansı hakkında literatürde yapılan çalışmalara yer verilmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri ve İngiltere’de Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları’nin Performansı Konusunda Yapılan Çalışmalar

Hamilton ve diğerlerinin (1993), ABD içinde ve 1981 – 1990 dönemini kapsayan çalışmalarında, sosyal sorumlu yatırım fonları için performans değerlendirilmesi yapılmaktadır. Çalışmanın başlangıç yılı olan 1981 yılında sadece altı adet olan sosyal sorumlu yatırım fonu sayısı 1990 yılına gelindiğinde otuz ikiye ulaştığı görülmektedir. Çalışmada asiri getiriler “Jensen’in alfa”si kullanılarak hesaplanmaktadır. Değerlendirilen on yedi adet fonun on bes tanesinin istatistiksel olarak sıfırdan farklı olmadığı; birinin pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı; birinin de negatif ve istatistiksel olarak anlamlı asiri getiriye sahip olduğu belirtilmektedir. Ortalama olarak bakıldığında, yıllık %0,76’lık bir kayıpla karşılaşıldığı ifade edilmektedir.³⁵

Kothari ve Warner’in (2001) çalışması, yapılan analizler konusunda önemli bir mesaj vermektedir. Buna göre, standart yatırım fonu performans ölçütleri güvenilir değildir ve bu ölçütler kullanılarak elde edilen sonuçlar ise hatalı çıkarımlara neden olabilmektedir.³⁶

Statman (2000), 1990 – 1998 dönemi için ABD’deki S&P 500 endeksinin sosyal sorumlu versiyonu olan the Domini Social Index’i (DSI) ile S&P 500 endeksini karşılaştırmaktadır. Sonuçta S&P 500 endeksinin sosyal sorumlu versiyonu olan endeksin gerek ham gerekse riske göre düzeltilmiş getirilerinin, S&P endeksinden daha iyi performans gösterdiği ve fakat bu farkın istatistiksel olarak önemli bulunmadığı sonucuna ulaşmaktadır.³⁷

Aynı alanda DiBartolomeo ve Kurtz’un (1999) çalışmasında da DSI’nin, S&P 500 endeksine kıyasla oldukça iyi performans gösterdiği ifade edilmektedir. 1990 Mayıs’ından 1999 Mart’ına kadar olan dönem için DSI’nin toplam getirisi %470 olurken; S&P 500’ün getirisinin %389 olduğu çalışmanın bulguları arasında yer almaktadır.³⁸

Benson ve diğerleri (2006), 1994 – 2003 dönemi için SSY fonları ile geleneksel fonlar arasındaki farklılıkları çeşitli boyutlarda analiz etmektedirler. Çalışmanın başlangıç yılında toplam 36 adet SSY fonu karşılığında 1.084 adet geleneksel yatırım fonu varken; 2003 yılına gelindiğinde 184 adet SSY fonuna karşılık 6.074 adet geleneksel yatırım fonu olduğu görülmektedir. İlk olarak ham

³⁴ Michael Schröder, (2004), “The Performance of Socially Responsible Investments: Investment Funds and Indices”, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 18, No.2, s. 122.

³⁵ Sally Hamilton, Hoje Jo, Meir Statman, (1993), “Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds”, *Financial Analysts Journal*, Nov/Dec, Vol. 49, No. 6, s.64

³⁶ S. P. Kothari, Jerold B. Warner, (2001), “Evaluating Mutual Fund Performance”, *The Journal of Finance*, Vol. LVI, No. 5, s. 2009.

³⁷ Meir Statman, (2000), “Socially Responsible Mutual Funds”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 56, No. 3, s. 38.

³⁸ Dan DiBartolomeo, Lloyd Kurtz, (1999), “Managing Risk Exposures of Socially Screened Portfolios”, Northfield Information Services Working Paper, <http://www.northinfo.com/documents/63.pdf>, s. 3.

sonuçlara bakıldığında, gerek ortalama gerek medyani hesaplanan performans sonuçlarının birbirine yakın çıktığı görülmektedir. SSY fonu ile geleneksel fonlar arasındaki yıllık getiri farkına bakıldığında genel olarak %2'den daha az bir farklılık ile karşılanmaktadır. İstatistiksel olarak değerlendirildiğinde ise, bu farklılıkların anlamlı bulunmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. Sonuçlar incelendiğinde istatistiksel olarak anlamlı farkın sadece 1996 ve 2003 yıllarında ortaya çıktığı görülmektedir. Ancak Z-test sonuçlarına göre, 1996'daki istatistiksel durum doğru bulunmamaktadır. Buna karşın 2003 yılı için ise, sonuç doğru bulunmuştur. Sonuç olarak, on yıllık çalışma dönemi boyunca, sadece bir yılda SSY fonlarının geleneksel fonlara kıyasla daha düşük performansla karşılaştığı sonucuna ulaşılmaktadır.³⁹

Bello'nun (2005) çalışmasından elde edilen sonuçlara göre SSY fonları ile geleneksel fonlar arasında içerdikleri varlıkların özellikleri, portföy çeşitlendirmesi derecesi veya yatırım performansı itibarı ile istatistiksel olarak anlamlı bir farkla karşılanmamaktadır. Ayrıca değerlendirmenin gerçekleştiği Ocak 1994 – Mart 2001 döneminde gerek geleneksel gerekse SSY fonlarının düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç da literatürdeki bazı çalışmaları destekler şekilde geleneksel ve SSY fonlarının uzun dönem yatırım performanslarında istatistiksel olarak (%5 anlamlılık seviyesinde) önemli bir farklılığın olmadığını ifade etmektedir. Genel olarak bakıldığında ortalama aylık getiriler bazında SSY fonlarının getirileri %1,05 olurken geleneksel fonların getirileri ise %1,02 olarak sonuçlanmıştır.⁴⁰

Derwall ve Koedijk'in (2005) ABD piyasalarında yaptıkları çalışma, tahvil yatırımcısı olan sosyal sorumlu yatırım fonlarının getiri sonuçlarını açıklamaktadır. Buna göre, 1987 – 2003 döneminde sosyal sorumlu tahvil yatırım fonlarının genelde sağlam bir yapı sergilediği ifade edilmektedir. Dahası, bu fonların geleneksel mukabillerine kıyasla düzeltilmiş getirilerinin ortalama olarak ya benzer ya da daha iyi sonuçlandığı görülmektedir. Bu tarzdaki SSY fonlarının ekonominin gelişme gösterdiği dönemlerde geleneksel fonlara kıyasla benzer özellikler sergilediği; buna karşın ekonomik daralma dönemlerinde ise, geleneksel fonlara kıyasla daha iyi performans gösterdikleri belirtilmektedir.⁴¹

Sosyal Sorumlu Yatırım fonları giderek gelişen küresel bir fenomen haline gelmiştir. Avrupa özelinde bakıldığında, İngiltere, İsveç, Belçika, Fransa, Almanya, Norveç, İsviçre, Hollanda, Avusturya, Finlandiya, İspanya ve İtalya'da SSY fonlarının olduğu görülmektedir. 2002 yılı için sunulan bir veriye göre, Avrupa için 200'ün üzerindeki SSY fonları varlığının toplam değerinin 19,8 milyar £ olduğu belirtilmektedir. ABD ile kıyaslandığında aynı yıl ABD'deki bu rakam 2.332 milyar \$ civarındadır. Avrupa bünyesinde de SSY fonu varlıklarının önemi giderek artan bir önem taşımaktadır. Bu nedenle SSY fonları ile ilgili yapılan çalışmaların bu

³⁹ Karen L. Benson, Timothy J. Brailsford, Jacquelyn E. Humphrey, (2006), "Do Socially Responsible Funds Managers Really Invest Differently", *Journal of Business Ethics*, Vol.65, s.343.

⁴⁰ Zakri Y. Bello, (2005), "Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification", *The Journal of Financial Research*, Vol. XXVII, No.1, Spring, s. 43, 45.

⁴¹ Jeroen Derwall, Kees Koedijk, (2005), "The Performance of Socially Responsible Bond Funds", January, <http://www.lesechos.fr/medias/2008/0428/300260665.pdf>, s.18

bölgede de ağırlık kazandığı görülmektedir.⁴² İngiltere'nin, yaslı kitanın lider SSY fonu kapasitesine sahip olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Mallin ve diğerleri (1995), 1986 – 1993 döneminde İngiltere'deki etik yatırım fonlarının performanslarını analiz etmekte, ayrıca bu fonların etik olmayan fonların performansları ile bir karşılaştırmasını yapmaktadırlar. Çalışmanın riske göre düzeltilmemiş hali ile yapılan ilk değerlendirmesinde, etik fonlar açısından bakıldığında analiz kapsamındaki 12 fonda piyasanın üzerinde; On yedi firmada ise piyasadan daha düşük getirilerle karşılaştığı görülmektedir. Buna karşın, değerlendirmeye alınan etik olmayan yatırım fonlarına bakıldığında ise 14 fonda düşük performans (piyasaya göre), buna karşın on besinde yüksek performans ile karşılaştığı ifade edilmektedir.⁴³ Riske göre düzeltilmiş veriler değerlendirildiğinde, gerek etik gerekse etik olmayan fonların, piyasaya göre düşük performans sergileme eğilimde olduğu görülmektedir.⁴⁴

FTSE4Good Endeksi^{*}'nin İngiltere'deki SSY fonları içerisinde (bu kanaat Dünya genelinde de geçerlidir denebilir.) önemli bir yeri bulunmaktadır. Endeksin üyesi olanların sorumluluk düzeyleri ve değişim yeteneklerinin değerlendirildiği bir anket çalışmasında, katılımcıların cevaplarından elde edilen sonuca göre, bu endekste yer alanın firmanın saygınlığı ve paydaşlarıyla ilişkileri açısından anlamlı etkiler yarattığı ortaya konmaktadır.⁴⁵

Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları'nın Performansı ile İlgili Diğer Bazı Önemli Ülke Örnekleri

Bauer ve diğerlerinin (2007) Kanada için etik yatırım fonlarının performansını araştırdıkları çalışmalarında, analizin Tek Faktör Modeli'nin kullanıldığı kısmında, etik ve geleneksel yatırım fonları arasında istatistiksel olarak anlamlı bir performans farkı elde edilemediği belirtilmektedir. İkinci olarak Çok Faktörlü Model kullanılarak getirilerin değerlendirilmesi halinde de (büyüklük etkisi, defter değeri/piyasa değeri, hisse senedi fiyat momentumu), yine etik ve karşılaştırılan yatırım fonu performanslarında, istatistiksel olarak anlamlı bir farklılıkla karşılaşılmadığı ifade edilmektedir.⁴⁶

⁴² Greig A. Mill, (2006), "The Financial Performance of a Socially Responsible Investment Over Time and a Possible Link with Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, Vol.63, s. 132.

⁴³ C. A. Mallin, B. Saadouni, R. J. Briston, (1995), "The Financial Performance of Ethical Investment Funds", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, No 4, June, s. 488-489.

⁴⁴ Mallin ve diğerleri, (1995), a.g.m., s. 495.

* Bknz. Collins ve diğerleri, (2009) "FTSE4Good: Exploring its Implications for Corporate Conduct", *Accounting, Auditig& Accountability Journal*, Vol.22, No.1, s. 37. FTSE4Good Endeksi ile Etik fonlar arasında bir fark bulunmaktadır. Birincisinde daha çok firma politikalarının açıklanması üzerinde durulurken; etik fonlarda özellikle firmaların ne yaptığı üzerinde durulmaktadır.

⁴⁵ David Collins, George Cobb, David Power, Lorna Stevenson, (2009) "FTSE4Good: Exploring its Implications for Corporate Conduct", *Accounting, Auditig& Accountability Journal*, Vol.22, No.1, s.43.

⁴⁶ Rob Bauer, Jeroen Derwall, Rogér Otten, (2007), "The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada", *Journal of Business Ethics*, Vol.70, s.122

Jones ve diğerlerinin (2008), Avustralya piyasasında yaptıkları çalışma toplam 89 adet SSY fonunu kapsamaktadır. Bu fonlar, “ASX 100, ASX 20, ASX 50 ve All Ordinaries Accumulation Index” piyasa endeksleri ile kıyaslanarak performans değerlendirilmesi yapılmaktadır. Analizde yöntem olarak Tek ve Çok Faktörlü CAPM Modelleri kullanılmıştır.⁴⁷ Çalışmada, analiz dönemi boyunca, SSY fonlarının performansının her dört grup karşılaştırma portföyüne göre, düşük performans gösterdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Ham sonuçlara göre yapılan bu değerlendirme düşük performans değerlerinin ortalama %3- %5 aralığında olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, degiskenlik analizi yapıldığında, SSY fonlarının ASX piyasa endekslerine göre yine düşük performans sergilediği ifade edilmektedir.⁴⁸

Scholten (2005), Hollanda piyasasındaki on iki adet SSY fonunu analiz etmektedir. Çalışmasında, CAPM’in Tek İndeks Modeli’ne göre, Hollanda’daki SSY fonlarının performansının, geleneksel fonların performansının üzerinde performans sergilediği sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak bu farklılığın istatistiksel olarak anlamlı bulunmadığı da belirtilmektedir. Ayrıca, diğer bazı araştırmacıların sonuçlarının tersine, bu çalışmada SSY sektör fonlarının performansının açıklanmasında, SSY sektör endekslerinin, geleneksel endekslere kıyasla daha güçlü olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Bir başka önemli sonuca göre, Hollanda için SSY fonlara riske göre düzeltilmiş getiriler bazında bakıldığında, geleneksel fonlarla karşılaştırılmasında yine istatistiksel olarak anlamlı bir farkla karşılaşılmadığı belirtilmektedir.⁴⁹

Lozano ve diğerleri (2006), İspanya için SSY fonlarının değerlendirilmesi yapmaktadırlar. İspanya’da SSY fonlarının geçmişi 1997 yılına dayanmaktadır. 2000 yılına gelindiğinde 15 adet SSY fonunun işlem gördüğü ifade edilmektedir. Ancak bu gelişmelerin yerelden çok yabancı fon yöneticileri sayesinde gerçekleştiğinin de altı çizilmektedir. 2003 yılına gelindiğinde İspanya’da SSY fonu sayısının 39’a yükseldiği görülmektedir.⁵⁰ 2002 yılı için yapılan analizde, İspanya’da SSY fonu performansının sektör ortalamasının üzerinde olduğu sonucuna ulaşıldığı görülmektedir. Getirilerin negatif olması, SSY fonlarının kötü performans göstermesi değil; ülkenin içinde bulunduğu ekonomik dalgalanmanın bir sonucu olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca aynı dönemde küresel olarak da sorunlu bir dönemden geçildiğinin altı çizilmektedir.⁵¹

İspanya için yapılan bir diğer çalışmada, Haziran 1998 – Haziran 2001 dönemine ait toplam 2.064 fon içinde 13 adet etik fon değerlendirilmektedir. Çalışmanın sonuçları, Etkin Piyasa Hipotezi ile tutarlı şekilde sonuçlanarak herhangi bir asiri performansla karşılaşılmadığını göstermektedir. Bir başka ifade ile, etik

⁴⁷ Stewart Jones, Sandra van der Laan, Geoff Frost, Janice Loftus, (2008), “The Investment Performance of Socially Responsible Investment Funds in Australia”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 80, s. 186.

⁴⁸ Stewart Jones, Sandra van der Laan, Geoff Frost, Janice Loftus, (2008), a.g.m., s. 188.

⁴⁹ Bert Scholtens, (2005), “Style and Performance of Dutch Socially Responsible Investment Funds”, *The Journal of Investing*, Spring, s.70.

⁵⁰ Josep M. Lozano, Laura Albareda, M. Rosario Balaguer, (2006), “Socially Responsible Investment in the Spanish Financial Market”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 69, s. 307.

⁵¹ Josep M. Lozano, Laura Albareda, M. Rosario Balaguer, (2006), a.g.m., s. 312-313.

fonlar ile “diger” fonlar arasında herhangi bir anlamlı farklılık ortaya çıkmadığı ifade edilmektedir.⁵²

Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları'nın Performansı Konusunda Yapılan Uluslararası Çalışmalar

Bauer ve diğerlerinin (2005), ABD, İngiltere ve Almanya'dan toplam 103 adet etik yatırım fonunun değerlendirildiği çalışmalarında, bu fonların riske göre düzeltilmiş getirileri değerlendirilmektedir. Çalışmada ABD ve İngiltere'nin etik fonlar ve etik yatırımlar alanında iki gelişmiş ülke olduğu, Almanya'nın ise bu kapsamda görece olarak daha genç, fakat hızla gelişen bir piyasaya sahip olduğu belirtilmektedir.⁵³ Çalışmada ilk olarak, etik ve geleneksel yatırım fonlar için yapılan performans değerlendirmesinde, istatistiksel olarak anlamlı bir farklılıkla karşılaşılmadığı belirtilmektedir. İkinci olarak piyasa betaları değerlendirildiğinde ise, etik fonların karşılaştırılan fonlara kıyasla piyasa duyarlılığının daha az olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.⁵⁴

Buna karşın White ve diğerlerinin 1990 – 1993 dönemini kapsayan ve ABD'den altı Almanya'dan beş adet yeşil fonun performans değerlendirmesinin yapıldığı çalışmalarında birçok yeşil fonun negatif asiri getiri sahibi olduğu görülmektedir.⁵⁵

Schröder'in (2004) SSY fonlarının performansını değerlendirdiği çalışmasının kapsamında 16 adet Alman ve İsviçre ve 30 adet de ABD'li fon bulunmaktadır. Bu çalışmanın sonuçlarına göre, birçok Alman, İsviçreli ve ABD'li SSY fonu, karşılaştırılan grup karşısında istatistiksel olarak anlamlı düşük bir performans sergilememişlerdir. ABD'li, Alman ve İsviçre'li fonlar için çalışmada yer alan önemli bir fark olarak, ABD'li fonların daha çok sağlam firmalara (blue chip) yatırım yaparken, diğer iki ülkede daha küçük firmaların hisselerine yatırım yapıldığı belirtilmektedir. Özetle, SSY'lerin performans sonuçlarına bakıldığında, çok sayıda SSY'nin pozitif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan Jensen alfa değerine sahip olduğu görülmektedir.⁵⁶

Kreander ve diğerleri (2005), Ocak 1995 ve Aralık 2001 dönemi için, dört Avrupa ülkesinden (İngiltere, İsveç, Almanya ve Hollanda) toplam 60 adet fonun performansını incelemektedirler. Bu fonların 30 adedi etik fon, 30 adedi ise etik olmayan fon olarak seçilmiştir. Çalışmanın temel amaçlarından biri, bu iki grup arasındaki performans özelliklerinin belirlenmesidir. Ortalama haftalık getiriler bazında değerlendirildiğinde, beta ile ölçülen risk ve getirilerin standart sapmasının etik olmayan fonlarda etik fonlara kıyasla daha yüksek çıktığı görülmektedir. Ayrıca, beta ve standart sapmadaki bu farklılığın %5 anlamlılık seviyesinde istatistiksel olarak önemli bulunduğu da ifade edilmektedir. Dolayısıyla, Kreander ve diğerlerine göre, etik fonların, karşılaştırılan etik olmayan fonlara kıyasla daha az

⁵² Angeles Fernandez-Izquierdo, Juan Carlos Matallin-Saez, (2008), “Performance of Ethical Mutual Funds in Spain: Sacrifice or Premium”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 81, s. 257.

⁵³ Rob Bauer, Kees Koedijk, Roger Otten, (2005), “International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 29, s.1753-1754.

⁵⁴ Bauer ve diğerleri, (2005), a.g.m., s. 1759-1760.

⁵⁵ Robert Heinkel, Alan Kraus, Josef Zechner, (2001), a.g.m., s. 446.

⁵⁶ Schröder, Michael, (2004), a.g.m., s.131.

riskli bir yapıya sahiptir. Etik fonların riske göre düzeltilmiş performansları, geleneksel varlıklarla benzerlik gösterir ve yatırımcıların da bu fonlardan anlamlı bir düşük performans beklentileri yoktur.⁵⁷

Cortez ve diğerleri (2008), Ağustos 1996 – Şubat 2007 döneminde yedi Avrupa ülkesindeki (Avusturya, Belçika, Fransa, Almanya, İtalya ve Hollanda) toplam 88 adet sosyal sorumlu fon üzerine bir çalışma gerçekleştirmişlerdir. Bu çalışmadan elde edilen sonuçların da literatürle aynı yönlü sonuç verdiği bir başka ifade ile genel olarak SSY fonları ile geleneksel fonların getirileri arasında anlamlı farklılıklar olmadığı belirtilmektedir.⁵⁸

4. SONUÇ

Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları, yatırım portföyünü etik, sosyal, çevresel faktörlere, bunun yanı sıra kurumsal yönetim kriterlerine göre belirleyen ve izleyen yatırım fonlarıdır. Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları, etik değerlerin finansal piyasalardaki yansımalarıdır da denilebilmektedir. Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları'nın geleneksel finansal kuralları dikkate alması ve kâr amacının yanında sürdürülebilir çevre ve toplumsal faydayı da gözetmesi, bu yatırım yaklaşımına uygulanabilir ve ideal bir yatırım yaklaşımı özelliği vermektedir. Bunun yanında bazı platformlarda dile getirilen, sosyal sorumlu yatırım fonlarının bir “pazarlama taktiği” olduğu iddiası, bu alanda yapılan akademik çalışmaların büyük kısmı tarafından reddedilmekte ve sosyal sorumlu yatırım fonlarının farklı bir yatırım felsefesine sahip olduğu gerçeği dile getirilmektedir. Sosyal sorumlu yatırım fonlarının performanslarına ilişkin yapılan çalışmalara bakıldığında, diğer fonların performansları ile aralarında anlamlı bir fark bulunmadığı ve fakat kimi zaman ise daha iyi performans sergiledikleri görülmektedir. Bu durum sosyal değerlerle geleneksel finans uygulamalarının bir araya getirildiği sosyal sorumlu yatırım fonlarının ideal yatırım araçları olabileceği düşüncesini desteklemektedir.

Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları'nın geleneksel yaklaşımlarla oluşturulan yatırım fonları ile performans açısından yapılan karşılaştırmaları, literatürde dikkat çekici sonuçlara işaret etmektedir. Bu alanda özellikle ABD ve İngiltere piyasalarına bakıldığında, genellikle her ikisi için birbirlerine yakın sonuçlarla karşılaşıldığı görülmektedir. Diğer taraftan Dünya geneline bakıldığında, Avrupa kıtasında bu tür yatırım fonlarına olan ilginin giderek arttığı gözlenmektedir. Özellikle Almanya'da bu alanın hızla geliştiği ve performans açısından yapılan çalışmalarda SSY fonlarının oldukça başarılı sonuçlara ulaştığı bir gerçektir. Ancak henüz bu alanda alınması gereken çok yol olduğu ifade edilebilir. Zamanla, gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcıların çevreye ve sosyal faktörler gibi unsurlara olan duyarlılık düzeyleri arttıkça, bu kapsamdaki yatırımlara yönelik alanın daha da genişleyeceği beklentisi, bir gerçek olabilecektir.

Sosyal Sorumlu Yatırımlar, ülkemizde çok yeni ve üzerinde önemle durulması gereken bir konudur. Esasında Dünya geneline bakıldığında yatırım fonlarının gelişiminin, doksanların başlarından itibaren büyük atılım gösterdiği

⁵⁷ N. Kreander, R. H. Gray, D. M. Power, C. D. Sinclair, (2005), “Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis”, *Journal of Business & Finance*, Vol. 32, No.7, s. 1470,1479

⁵⁸ Maria Ceu Cortez, Florinda Silva, Nelson Areal, (2009), The Performance of European Socially Responsible Funds, *Journal of Business Ethics*, Vol 87, s. 576.

bilinmektedir. Yatırım fonlarının en önemli örneklerinin ise önceleri özellikle İngiltere’de ve ABD’de ortaya çıktığı, ardından bu akimin hızla tüm Dünya’ya yayıldığı görülmektedir. Ülkemize gelindiğinde, genel olarak yatırım fonu pazarının çok yeni olduğu ifade edilmelidir. Ancak özellikle son iki yılda yüz civarında yatırım fonu oluşturulurken bu fonların portföy büyüklüğünün ise yaklaşık bir buçuk milyar Türk Lirası olduğu belirlenmiştir. Bu durum, oldukça büyük bir gelişime işaret etmektedir. Gelecekte bu alanda çok daha büyük bir potansiyel olduğu konusunda öngörülerimiz bulunmaktadır.

Yatırım fonlarına, Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları özelinde bakıldığında ise, bu kapsamda ülkemiz piyasasında öncününün T.C. İş Bankası A.Ş. olduğu söylenmelidir. Bugün için sadece kurucu İş Bankası’nda bu kapsamda bir yatırım fonu olarak “Tema Çevre Fonu”nun var olduğu görülmektedir. Bu tek örnek, ülkemizdeki finansal piyasaların gelişmişlik düzeyi ile bağdaşmayacak düzeyde bir zayıflığı göstermektedir. Dolayısıyla, bu alanda piyasada büyük bir eksiklik bulunmaktadır. Türk piyasalarında, Dünya ile paralel düzeyde bir gelişmişlik düzeyine ulaşabilmek amacı ile bu fonlara yönelik özendirici önlemlere hızla ve büyük ihtiyaç bulunmaktadır.

Bu kapsamda sosyal sorumlu yatırım fonları konusunda ülkemiz piyasalarının gelişimine katkıda bulunmak amacı ile bazı önerilerde bulunulabilir. Sosyal Sorumlu Yatırım ve Sosyal Sorumlu Yatırım Fonları uygulamalarının ülkemizde geliştirilmesi amacı ile ilk olarak, sosyal sorumlu yatırım fonu gelirleri için yatırımcılara ve ihraççılara vergi istisnası uygulamalarında bulunulması önemli bir özendirici adım olabilecektir. Bunun yanı sıra, işlem maliyetlerine ilişkin bazı muafiyetlerin getirilmesi de faydalı olabilecektir. Benzer şekilde uzun vadeli önemli bir tasarruf aracı olan emeklilik fonları kapsamında bazı emeklilik fonlarının sosyal sorumlu yatırım fonları şeklinde yönetilebilmesi söz konusu olabilir.

İMKB’de işlem gören şirketler arasında sosyal sorumlu yatırım şartlarını karşılayan şirketleri kapsayacak bir “İMKB Sürdürülebilirlik Endeksi” kurulması tarafımızdan bu alanda atılması gereken önemli adımlardan biri olarak görülmektedir. Bu uygulama, şirketler ve sosyal değerlerini yatırım kararlarına yansıtma isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcılar için faydalı olacaktır. Bu endeks kapsamına girebilecek olan şirketlerin kredi notlarında iyileştirme yapılması mümkün kılınabilirse, yine bu uygulama gelişime katkı sağlamak açısından fayda yaratabilecektir. Benzer şekilde bu endeks kapsamındaki şirketlere devlet teşviklerinde öncelik verilmesi de, sosyal sorumlu yatırımların ve dolayısıyla bu kapsamdaki firmaları içeren yatırım fonlarının gelişimine önemli katkı sağlayabilecektir.

Sosyal sorumlu yatırımlar ve özel olarak da sosyal sorumlu yatırım fonları, sosyal ve çevresel unsurlara duyarlılığı olan tüm bireysel ve kurumsal yatırımcılar için alternatif bir yatırım alanı olarak karşımızda durmaktadır. Bugün artık bilinmelidir ki, gerek bireysel gerekse toplumsal çerçevede sosyal sorumlu yatırımların kapsamını oluşturan faktörlere olan duyarlılık düzeyi arttıkça, bu yatırımların genişlemesi kaçınılmaz olacak ve bu yatırımların potansiyel kazanç özellikleri de artış eğilimini sürdürecektir.

EK: Sosyal Sorumlu Yatırımlar Konusundaki Bazı Önemli Çalışmalar ve Bu Çalışmaların Arastırma Yöntemleri

Çalışma	Gregory vd. (1997).	Mallin vd. (1995).	Hamilton vd. (1993).	Luther ve Mataatko (1994).	Luther vd. (1992).
Ülke	İngiltere	İngiltere	ABD	İngiltere	İngiltere
Dönem	1986-1994	1986-1994	1981-1985	1984-1992	1984-1990
Fon Sayısı	18	29	32	9	15
Referans Grup	18 adet Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu; fon büyüklüğü, yas, yatırım alanı ve fon tipine göre karşılaştırılmış	29 adet Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu; fon büyüklüğü ve yasa göre karşılaştırılmış	320 adet tesadüf olarak seçilmiş Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu ile karşılaştırılmış	Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonları ile bir karşılaştırma yok	Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonları ile bir karşılaştırma yok

Çalışma	Renneboog vd. (2005)	Bauer vd. (2005)	Kreander vd. (2005)	Schroder (2004)	Statman(2000)	Goldreyer vd. (1999)
Ülke	17 adet ülke	Almanya, İngiltere, ABD	Belçika, Almanya, Hollanda, Norveç, İsveç, İsveç ve İngiltere	ABD, Almanya, İsveç	ABD	ABD
Dönem	1992-2003	1990-2001	1996-1998	1990-2002	1990-1998	1981-1997
Fon Sayısı	410	103	40	46	31	49
ReferansGrup	İngiltere ve ABD'deki 680 adet Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu, fon yası, büyüklüğü, riske maruz kalma yönünden karşılaştırılmış	4384 fon (Almaya 114, İngiltere 396, ABD 3874 adet fonla)	40 adet Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu; fon büyüklüğü, yası, ülke ve yatırım çevresine göre karşılaştırılmış	Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonları ile bir karşılaştırma yok	62 adet Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu büyüklüğüne göre karşılaştırılmış	180 adet Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu yatırım amacı, fon büyüklüğü ve piyasaya betasına göre karşılaştırılmış

Çalışma	Renneboog vd. (2006)	Barnett ve Salomon (2006)	Bauer vd. (2007)	Bauer vd. (2006)	Geczy vd. (2006)
Ülke	17 ülke	ABD	Kanada	Avustralya	ABD
Dönem	1991-2003	1995, 1997, 1999 (yıllık)	1994-2002	1992-2003	1963-2001
Fon Sayısı	440	67	8	25	35
Referans Grup	16036 adet Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu	Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonları ile bir karşılaştıra yok	267 adet Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu	281 adet Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu	894 adet Sosyal Sorumlu Olmayan Yatırım Fonu

Kaynak: Renneboog ve diğerleri, (2008), Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior, Journal of Banking & Finance, Vol 32, s. 1736.

KAYNAKLAR

- 2007 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, Social Investment Forum, s. 2, http://www.socialinvest.org/pdf/SRI_Trends_ExecSummary_2007.pdf
- Alexander Kempf, Peer Osthoff, (2008), “SRI Funds: Nomen est Omen”, Journal of Business Finance & Accounting, Vol: 35, No: 9-10, s.1276-1294.
- Amy L. Domini, Peter D. Kinder, (1986), Ethical Investing, Addison-Wesley Publishing Company, Inc., s.2.
- Asli Yüksel, (2004), “AB'de Yeni Kavram: Yatirimlar, Çevre Dostlugu ve Sosyal Faktöler (Ekolojik Faktörler)” T.C. Marmara Üniversitesi Geleneksel Finans Sempozyumu 2004, s. 714.
- Bauer, Rob, Derwall, Jeroen, Otten, Rogér, (2007), “The Ethical Mutual Fund Performance Debate: New Evidence from Canada”, Journal of Business Ethics, Vol.70, pp. 111-124.
- Bauer, Rob, Koedijk, Kees, Otten, Rogér, (2005), “International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style”, Journal of Banking & Finance, Vol. 29, pp.1751-1767.
- Bello, Zakri Y., (2005), “Socially Responsible Investing and Portfolio Diversification”, The Journal of Financial Research, Vol. XXVII, No.1, Spring, pp. 41-57.
- Benson, Karen L., Brailsford, Timothy J., Humphrey, Jacquelyn E., (2006), “Do Socially Responsible Funds Managers Really Invest Differently”, Journal of Business Ethics, Vol.65, pp. 337-357.
- Bert Scholtens, (2006), “Finance as a Driver of Corporate Social Responsibility”, Journal of Business Ethics, Vol: 68, No: 1, s.24.
- Carlos Joly, (2002), “The Greening of Financial Markets”, Finance for Sustainable Development Testing New Policy Approaches, Proceedings of the Fifth Expert Group Meeting on Finance for Sustainable Development, s.293.
- Collins, David, Cobb, George, Power, David, Stevenson, Lorna, (2009) “FTSE4Good: Exploring its Implications for Corporate Conduct”, Accounting, Auditig& Accountability Journal, Vol.22, No.1, pp. 35-58.
- Cortez, Maria Ceu, Silva, Florinda, Areal, Nelson, (2009), The Performance of European Socially Responsible Funds, Journal of Business Ethics, Vol 87, pp. 573-588.
- Derwall, Jeroen, Koedijk, Kees, (2005), “The Performance of Socially Responsible Bond Funds”, January, <http://www.jesechos.fr/medias/2008/0428/300260665.pdf> .

- DiBartolomeo, Dan, Kurtz, Lloyd, (1999), “Managing Risk Exposures of Socially Screened Portfolios”, Northfield Information Services Working Paper, <http://www.northinfo.com/documents/63.pdf>
- Dimitris Balios, Antonios Livieratos, (2007), “Ethical Investing and Volatility: A Theoretical Perspective”, International Research Journal of Finance and Economics, Issue: 9, s.107.
- Hamilton, Sally, Jo, Hoje, Statman, Meir, (1993), “Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds”, Financial Analysts Journal, Nov/Dec, Vol. 49, No. 6, pp. 62-66.
- Heinkel, Robert, Kraus, Alan, Zechner, Josef, (2001), “The Effect of Green Investment on Corporate Behavior”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Dec, Vol. 36, No. 4, pp. 431-449.
- http://www.ftse.com/Indices/FTSE_KLD_Index_Series/index.jsp (Erisim: 18.01.2010)
- <http://www.unpri.org/files/Turkey.pdf>, (Erisim: 18.01.2010).
- Izquierdo, Angeles Fernandez, Saez, Juan Carlos Matallin, (2008), “Performance of Ethical Mutual Funds in Spain: Sacrifice or Premium”, Journal of Business Ethics, Vol. 81, pp. 247-260.
- Jack Clark Francis, (1988), Management of Investments, Second Edition, McGraw-Hill Book Company, s.789.
- Jones, Stewart, Laan, Sandra van der, Frost, Geoff , Loftus, Janice, (2008), “The Investment Performance of Socially Responsible Investment Funds in Australia”, Journal of Business Ethics, Vol. 80, pp. 181-203.
- Josep Lozano, Laura Albareda, M. Balaguer, (2006), “Socially Responsible Investment In The Spanish Financial Market”, Journal of Business Ethics, Vol: 69, No: 3, s.306.
- Karen L. Benson, Timothy J. Brailsford, Jacquelyn E. Humphrey, (2006), “Do Socially Responsible Fund Managers Really Invest Differently?”, Journal of Business Ethics, Vol:65, s. 337-357.
- Kothari, S. P., Warner, Jerold B., (2001), “Evaluating Mutual Fund Performance”, The Journal of Finance, Vol. LVI, No. 5, pp. 1985-2010.
- Kreander, N., Gray, R. H., Power, D. M., Sinclair, C. D., (2005), “Evaluating the Performance of Ethical and Non-Ethical Funds: A Matched Pair Analysis”, Journal of Business & Finance, Vol. 32, No.7, pp. 1465-1493.
- Lozano, Josep M., Albareda, Laura, Balaguer, Rosario M., (2006), “Socially Responsible Investment in the Spanish Financial Market”, Journal of Business Ethics, Vol. 69, pp. 305-316.

- Luc Renneboog, Jenke Ter Horst, Chendi Zhang, (2008), “The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds” *Journal of Corporate Finance*, Vol: 14, No: 3, s.303.
- Luis Feruz, Isabel Marco, Cristina Ortiz, (2007), “Socially Responsible Investment: Mutual Funds, Global and Local Trends”, *The International Journal of Applied Economics and Finance*, Vol: 1, No: 2, s.120.
- Mallin A., Saadouni B., Briston, R. J., (1995), “The Financial Performance of Ethical Investment Funds”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 22, No. 4, June, pp. 483-496.
- Mark S. Schwartz, (2003), “The “Ethics” of Ethical Investing”, *Journal of Business Ethics*, Vol: 43, No.:3, s.195.
- Matthew Haig, James Hazelton, (2004), “Financial Markets: A Tool for Social Responsibility?”, *Journal of Business Ethics*, Vol: 52, No: 1, Special Issue on Ethical Investment and Corporate Social Responsibility, s.60.
- Mill, Greig A. (2006), “The Financial Performance of a Socially Responsible Investment Over Time and a Possible Link with Corporate Social Responsibility”, *Journal of Business Ethics*, Vol.63, pp. 131-148.
- Nicolas P. B. Bollen, (2007), “Mutual Fund Attributes and Investor Behavior”, *Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol: 42, No: 3, s.683-684.
- Rajni Bakshi, (2006), “Transforming Markets in the 21st Century: Socially Responsible Investing as a Tool”, *Futures*, No: 39, s.527.
- Sally Hamilton, Hoje Jo and Meir Statman, (November-December 1993), “Doing Well While Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds”, *Financial Analysts Journal*, Vol:49, No:6, s.62.
- Scholtens, Bert, (2005), “Style and Performance of Dutch Socially Responsible Investment Funds”, *The Journal of Investing*, Spring, pp. 63 -72.
- Schröder, Michael, (2004), “The Performance of Socially Responsible Investments: Investment Funds and Indices”, *Financial Markets and Portfolio Management*, Vol. 18, No.2, s. 122 - 142.
- Social Investment Forum, 2005 Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States, s.2, http://www.socialinvest.org/pdf/research/Trends/2005_Trends_Report.pdf, (Erisim: 18.01.2010).
- Sparkes Russell ve Christopher J. Cowton, (2004), “The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with

Corporate Social Responsibility”, Journal of Business Ethics, Vol: 52, No: 1, s.45-57.

- Statman, M., (2000), “Socially Responsible Mutual Funds”, Financial Analysts Journal, Vol. 56, No. 3, pp. 30-39.
- Türkiye Is Bankasi A.S. B Tipi Degisken Tema Çevre Fonu 01.12.2009-31.12.2009 Dönemi Aylık Raporu <http://www.isbank.com.tr/programs/fonlar/Aylık200912821.htm>, (Erisim Tarihi: 29.01.2010)
- Türkiye Is Bankasi A.S. B Tipi Degisken Tema Çevre Fonu 2.Milyar Adet 1. Tertip Katılma Payına ilişkin izahname, http://www.isbank.com.tr/programs/fonlar/izahname_821.pdf, (Erisim Tarihi: 29.01.2010)
- Türkiye Is Bankasi A.S. B Tipi Degisken Tema Çevre Fonu İç Tüzüğü, <http://www.isbank.com.tr/programs/fonlar/821b.pdf>, (Erisim Tarihi: 29.01.2010).
- Türkiye Is Bankasi A.S. B Tipi Degisken Tema Çevre Fonu İç Tüzük Degisikligi, http://www.isbank.com.tr/PDF/YatirimFonlari/821tas_duyuru.pdf, (Erisim Tarihi: 29.01.2010).
- Türkiye Is Bankasi A.S. B Tipi Degisken Tema Çevre Fonu Müdürü Didem Gelenbe ile yapılan 02.02.2010 tarihli görüşme.