

Sürdürülebilir Finansın Temelleri

Abdulkadir Alıcı¹

Özet

Bu bölümde sürdürülebilir finans kavramı, tarihsel gelişiminden günümüzdeki uygulamalarına kadar bütüncül bir çerçevede ele alınmaktadır. Geleneksel finans anlayışının yalnızca kârlılık odaklı yaklaşımının çevresel ve sosyal maliyetleri göz ardı etmesi, yeni bir paradigma ihtiyacını doğurmuştur. Bu doğrultuda sürdürülebilir finans, çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) ilkelerini merkeze alarak uzun vadeli ekonomik değer yaratmayı ve finansal sistemin toplumsal sorumluluklarını yerine getirmesini amaçlamaktadır. Bölümde öncelikle sürdürülebilirliğin finansal boyutu teorik bir perspektiften açıklanmış, ardından bu alanda gelişen uluslararası standartlar, politika düzenlemeleri ve yatırımcı eğilimleri incelenmiştir. Yeşil tahviller, sürdürülebilirlik bağlantılı krediler ve geçiş tahvilleri gibi finansal araçların yükselişi, sermaye piyasalarında çevresel ve sosyal etkilerin giderek daha fazla önem kazandığını göstermektedir. Ayrıca, sürdürülebilir finansın yalnızca iklim değişikliğiyle mücadele için değil, aynı zamanda sosyal adalet, kurumsal yönetim ve kapsayıcı büyüme için de kritik bir araç olduğu vurgulanmıştır. Sonuç olarak bölüm, sürdürülebilir finansın küresel ölçekte finansal piyasaların dönüşümünde stratejik bir rol üstlendiğini ve gelecekte ekonomik kalkınma ile çevresel sorumluluk arasındaki dengeyi sağlamada belirleyici olacağını ortaya koymaktadır.

Giriş

Sürdürülebilir finans, küresel ölçekte iklim değişikliği, doğal kaynakların tükenmesi, toplumsal eşitsizlikler ve kurumsal sorumluluk eksiklikleri gibi çok boyutlu sorunların ekonomik ve finansal boyutlarda yönetilmesi gerekliliğinden doğmuş bir kavramdır. 20. yüzyılın ikinci yarısından itibaren sürdürülebilirlik tartışmaları giderek güç kazanmış, özellikle Birleşmiş Milletler'in Brundtland Raporu (1987) ile sürdürülebilir kalkınma,

1 Dr. Öğr. Üyesi, Kastamonu Üniversitesi, Havacılık Yönetimi Bölümü, aalici@kastamonu.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-4796-6385

ekonomik büyümenin çevresel ve sosyal etkilerle uyumlu olması gerektiğini vurgulayan evrensel bir hedef haline gelmiştir. Bu gelişmeler finansal alana da yansımış ve sermaye piyasalarında yalnızca kâr maksimizasyonunu değil, aynı zamanda çevresel ve toplumsal sorumlulukların da dikkate alınmasını zorunlu kılmıştır.

Geleneksel finans anlayışında işletmelerin temel amacı hissedar değerini artırmak ve kısa vadeli finansal getiri elde etmek iken, sürdürülebilir finans bu bakış açısını dönüştürmüştür; çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) kriterlerini yatırım kararlarıyla bütünleştirmiştir. Avrupa Birliği'nin Yeşil Mutabakatı, Birleşmiş Milletler'in 17 Sürdürülebilir Kalkınma Hedefi ve Kyoto Protokolü'nden Paris Anlaşması'na kadar uzanan uluslararası düzenlemeler, bu dönüşümün yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda küresel bir politik zorunluluk olduğunu göstermektedir.

Bu çerçevede sürdürülebilir finansın teorik temelleri dört ana yaklaşımla açıklanabilmektedir. İlk olarak, klasik finans teorileri (Modern Portföy Teorisi, CAPM, firma değeri maksimizasyonu, Etkin Piyasalar Hipotezi) sürdürülebilirlik perspektifiyle yeniden ele alınmakta; çevresel riskler ve sosyal maliyetler geleneksel risk-getiri hesaplamalarına dahil edilmektedir. İkinci olarak, paydaş teorisi ve kurumsal sosyal sorumluluk yaklaşımı, işletmelerin yalnızca hissedar değil, tüm paydaşların çıkarlarını gözeterek uzun vadeli toplumsal değer yaratması gerektiğini vurgulamaktadır. Üçüncü olarak, kurumsal yönetim ve ESG teorisi, şeffaflık, hesap verebilirlik ve etik yönetim ilkeleriyle sürdürülebilir finansın kurumsal güvenilirliğini sağlamaktadır. Son olarak, davranışsal finans ve ekolojik iktisat perspektifleri, yatırımcıların psikolojik önyargıları, sosyal normlar ve ekonomik sistemin ekolojik sınırları üzerinden sürdürülebilir finansın disiplinlerarası niteliğini ortaya koymaktadır.

Dolayısıyla bu bölüm, sürdürülebilir finansın yalnızca bir yatırım yaklaşımı değil, aynı zamanda küresel ekonomik sistemin yeniden yapılanmasında önemli bir paradigma kayması olduğunu ortaya koymakta; klasik ve modern teorilerin birleştiği çok boyutlu bir kuramsal çerçeve sunmaktadır.

1. Sürdürülebilirlik Kavramı

Sürdürülebilirlik kavramı Latince 'ayakta kalmak' ve 'devam etmek' kelimelerin birleşimi olan 'sustenere' kelimesinden ortaya çıkmıştır. Sürdürülebilirlik kavramının hali hazırda kabul görmüş birçok farklı tanım ve açıklaması bulunmaktadır. 1713 senesinde Hans Carl von Carlowitz tarafından ormanların zarar görmesi ile ilk defa sürdürülebilirlik kavramının kullanılmış olduğu bilinmektedir. Kabul gören ilk tanım ise

Birleşmiş Milletlerin Brundland Komisyonu Raporunda “gelecek nesillerin ihtiyaçlarını azaltmadan kalkınmanın sağlanması” şeklinde ifade edilmektedir (Turguttopbaş, 2020). Sürdürülebilirlik kısaca bir şeyin devamlılığı olarak da ifade edilebilir. Ayrıca sürdürülebilirlik sosyal, ekonomik ve çevresel boyutlar altında da incelenmektedir. Sürdürülebilirliğe ekonomik bakış açısıyla bakacak olursak yenilenebilir kaynak kullanımı, sermayenin güvenceye alınması, çevreye zarar vermeden üretim yapılması gibi konularla ilişkilendirilebilir. Sosyal boyuta sürdürülebilirlik ise yoksulluk, toplumsal eşitsizlik gibi toplumun refahını etkileyen eğitim iş güvenliği, hesap verebilir siyaset vb. konular eşliğinde incelenmektedir. Çevresel olarak ise sürdürülebilirlik bugünkü neslin gelecek nesillere çevre dostu bir ortam bırakması adına çevre dostu yaklaşımlar, yenilenebilir enerji kullanımı, sera gazı salınımı azaltma vb. konuları içermektedir (Karakuş, 2023). Sürdürülebilirlik adına yapılan uluslararası etkinlikler ve düzenlemeler 20.yüzyılda hız ve önem kazanmıştır. Sürdürülebilirlik için 5-16 Haziran 1972’de Birleşmiş Milletler Stocolm’de Çevre ve İnsan konferansı düzenlemiştir. Bu konferansın en önemli özelliği çevre konusu için ilk defa uluslararası bir toplantı yapılmasıdır. Ardından 20 Mart 1987’de ‘Ortak Geleceğimiz Raporunda’ sürdürülebilir kalkınma olarak konu olmuştur. Bir başka önemli konferans 3-14 Haziran 1992’de düzenlenen BM Çevre ve Kalkınma konferansıdır. Bu konferans sonucunda tüm adımları ve alınacak önlemleri net şekilde ifade eden ve bu bilgileri içeren Rio Bildirgesi ve Gündem 21 belgeleri yayımlanarak genel kabul görmüştür. BM sürdürülebilirlik konusunda 1992 İklim Değişikliği Çerçeve Sözleşmesi, 1994 BM Çölleşmeyle Mücadele Sözleşmesi 197 ülke tarafından imzalanmış, 1997 Kyoto Protokolü gibi adımları ve atmaya devam etmektedir (Temel, 2022). BM Bin Yıllık Zirve 2000 yılında sürdürülebilir kalkınma adına 193 ülke ve 23 uluslararası şirketin katılımı ile antlaşma imzalanmış ve zaman içerisinde maddeleri genişletilerek 17 sürdürülebilir kalkınma hedefine 2030 yılına kadar ulaşılması istenmektedir (Şenbayram, 2022). Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri Şekil 1’de verilmiştir.



Şekil 1. Birleşmiş Milletler Sürdürülebilir Kalkınma Hedefleri, 2030

Kaynakça: <https://turkiye.un.org/tr/sdgs>

2012 BM Sürdürülebilir Kalkınma Konferansı düzenlenmiştir. Bu konferans Rio+20 olarak da anılmasının yanı sıra İstedğimiz Gelecek adında bir rapor yayınlanmıştır (Tandırcıoğlu, 2022). Bir başka önemli konferans 2015 yılında BM 21. Taraflar Konferansı düzenlenmiş olup kabul edilen şartlar içerisinde 2020 yılı sonrası için küresel sıcaklık artışının 2 derece altında tutulması gibi konular yer almaktadır (Gül Binboğa, 2018). Kısacası sürdürülebilirlik dünya çapında tüm insanlığın ortak amaçları arasında olup gün geçtikçe kavramsal olarak gelişme ve büyüme göstermektedir.

2. Sürdürülebilir Finans

Her sektör ve yaşamın her alanında doğal kaynakların kontrolsüz, denetimsiz kullanımı sonucunda ortaya çıkan sera gazı, karbon ayak izi, iklim değişimi vb. sorunların çözümlenmesi adına birçok adım atılmış ve atılmaktadır. Ancak atılan adımların, sürdürülen projelerin ve varılmak istenen hedeflerin faaliyet sürdürebilmesi için en önemli etmen finanslanmalarıdır. İşletmelerin devamlılığını sağlamak için yaptıkları faaliyetler, yatırım kararları, projelerin finanse edilmesi gibi konulara çevresel faktörlere önem vererek kararlar alınması ve yapılan faaliyetlerde çevreye dost bir tavır sergilemesi sürdürülebilir finans olarak ifade edilebilir. Kısaca sürdürülebilir finans, finansal olarak yapılan faaliyetlerde çevreyle uyumlu ve çevreyi koruyucu olarak hem proje finanslanması hem de ona uygun kararlar alınmasıdır. Sürdürülebilir finansın gelişimine bakılacak olursa aşamalara ayrılmış olduğu gözlemlenmektedir. Konvansiyonel finans aşamasında, üretilen değer hissedar değeri yani kısa dönemli değeri maksimize etmek amaçlanmaktadır. Sürdürülebilir finans 1.0. ise üretilen değer artırılmış hissedar değeri yani yatırımcıların çevreye negatif etki veren şirketlerden kaçınmasıyla olur. Sürdürülebilir finans 2.0, da üretilen değer paydaş değeri olup toplam değer finansal sosyal ve çevresel faktörlerle oluşarak paydaş değerinin karar verme sürecine dâhil edildiği finans sürecidir. Sürdürülebilir finans 3.0 da üretilen değer ise iyi toplum olarak ortaya çıkar. Yani sosyal çevre, toplum, çevreye verilen önemin finansal değere verilen önemden daha fazla öne planda ve değerli konumda olması şeklinde ifade edilebilir (Satioğlu, 2021). Sürdürülebilir finansın avantajları ve dezavantajları da mevcuttur. Kuşat (2013) yapmış olduğu çalışmasında Barbiroli (2011)'nin çalışmasından sürdürülebilir ekonominin avantaj ve dezavantajlarını özetlemektedir. Avantajlar arasında şehirlerde sürdürülebilirliğin etkisiyle yaşam kalitesinde artış, kaynakların verimli kullanımı ve diğer doğal kaynak kullanımında azalış, çevreye uyumlu olan ekonomik malların oluşturulması, yeni firmaların ortaya çıkmasıyla yeni iş olanakları vb. bulunmaktadır. Dezavantajları ise enerji kaynaklarında fiyat yüksekliği oluşması, ailelerin

satın alma gücünde azalış, yeni teknolojilerin geliştirilmesi adına yüksek oranda yatırım maliyeti gerekmesi vb. durumlar oluşabilmektedir (Kuşat, 2013).

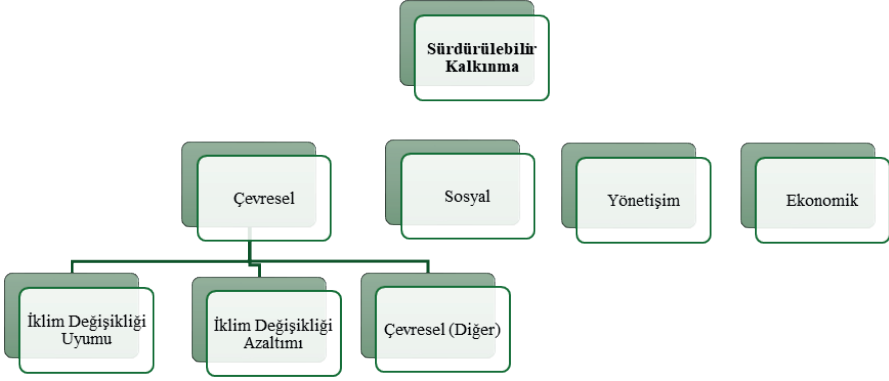
Sürdürülebilir finansın kabul görmesi ve gelişmesi için öncü olan atılımlar da mevcuttur. 1991'de BM Çevresel Program Finansmanı Teşebbüsünün faaliyete başlaması ile sürdürülebilirlik dikkate alınmaya değer görülmeğe başlanmış ve devamında 1999 yılında Global Reporting Initiative (GRI) çevresel raporlamanın kural ve çerçevesini gönüllü olarak geliştirmiştir. Bu şirketleri devam eden yıllarda çevresel raporlamaya önem vermelerine ve raporlama için düzenlemeler getirmelerine vesile olmuştur. Ayrıca bu doğrultuda kurallar, projeler oluşturmakla kalınmayıp günümüzde sadece sürdürülebilirliği desteklemek adına EU High-Level Expert Group on Sustainable Finance gibi finans kurumlar kurulmuştur (Turgutopbaş, 2020). Elbette şirketleri yeşil finansa yönetmek için devletlerin ve uluslararası kurumların teşvik ve yaptırımları da bulunmaktadır. Bunlar alt başlık halinde incelenmektedir.

Avrupa Birliği 2019 'da AB ekonomisini sürdürülebilir kılmak amacıyla Avrupa Yeşil Mutabakatını sunmuştur. Bu mutabakatta kaynakların verimli kullanımı arttırmak, kirliliği azaltmak vb. amaçlar için izlenecek yolu ekonominin tüm sektörlerini kapsayan adımlarla yer verilmektedir. AB 2050 yılına kadar hedeflerine ulaşmak adına ortaya ciddi oranda bir yatırım koyması gerekmektedir. 2030 iklim hedefi için 260 milyar avroluk bir sürdürülebilir yatırım gerektiği söylenmektedir. Ayrıca uzun vadeli bütçesinin en az %25'ni bu plan için ayrılması gerektiğini de resmi sayfasında belirtmektedir. AB G7 ve G 20 gibi zirveleri, uluslararası sözleşme vb. durumları da sürdürülebilirlik çalışmaları alanına dâhil etmeyi hedeflemektedir. (EU, 2019).

Avrupa Birliği 2018 senesinde "Sürdürülebilir Finansman Teknik Uzman Grubu"nu oluşturmuştur. Akademi ve iş dünyasının birlikte yer aldığı uluslararası 35 üyelik bir gruptur. Grubun görevi yeşil tahviller için yöntemler geliştirmektir. AB 2018'de bir hareket planı yayınlayarak 2030'a kadar karbon gazı emisyonunu %40 oranında azaltmak, enerji tüketiminde yenilenebilir enerji tüketimini %32 oranında yükseltmek ve kullanılan enerjinin %32 oranında enerji tasarruf edilmesi şeklinde hedefler belirtmiştir. Bu hedefler için 2030' kadar ayrılması gereken ek finansmanın ise 180 milyon Euro olarak belirtilmiştir (Turgutopbaş, 2020). Ayrıca Avrupa bankası sürdürülebilir finans adına temiz Teknoloji Fonu finanse etmekte ve uzun vadeli düşük faizli krediler verilmesi imkânı da sağlamaktadır (Kuşat, 2013).

Avrupa Birliği sürdürülebilirlik hedeflerine ulaşmak için finans ile ilişkilerine dikkat etmektedir. Sürdürülebilir finansa olan ihtiyaç Covid-19

pandemisi ile daha net gözlemlenmiş ve sayede sürdürülebilir finans araçlarına olan ihtiyaç ve ilgi artmıştır. Avrupa Birliği 2021-2027 yılları arasında 1,074 trilyon avroluk çok yıllık mali çerçevesi ve Covid-19 etkisinin giderilmesi için 750 milyar avroluk toplama fonu ile sürdürülebilir finansı destekleyeceğini açıklamıştır. Bu kaynakların %30'u iklim değişimi %20'si ise dijital dönüşüm için planlanmıştır. Ayrıca yeşil tahvillerin ihraç edilmesi ve yatırıma teşvik etmek için 'yeşil tahvil standardı' oluşturma çalışmaları gerçekleştirilmektedir (Değerli, 2022). Avrupa Birliği sürdürülebilir finans uygulama standartları adına ilk standardizasyon olan AB Taksonomisi'ni yayınlamıştır. ICMA (International Capital Market Association), CBI (Climate Bonds Initiative) VE LMA (Loan Market Association) gibi kurumlar gönüllü şekilde bir çerçeve çizmişlerdir. Geliştirdikleri çerçevenin uygulanabilir olması için ülkelerin finansal altyapılarının geliştirilmesi gerekmektedir. Güncel olarak AB Taksonomisi çerçevesi işlevseldir. 2019 yılında AB'nin de bulunduğu Uluslararası Sürdürülebilirlik Finans Platformu kurulmuş ve bu durum standartlara olan ilginin artışı da göstermiştir. Platformda Arjantin, Kanada, Şili, Çin, İsviçre gibi devletler birbirleriyle diyaloglara girerek sürdürülebilir finans alanında diğer ülkelerde yapılan uygulamaları gözlemleyerek en iyi uygulamaların nasıl yapılacağı ve engellerin ne olduğunu belirleme fırsatı yakalamışlardır. Avrupa Birliği hariç birçok ülke görüşmeler sonrası yeşil tahviller ve yeşil tahvil standartları geliştirerek yayınlamışlardır. Bu durum sürdürülebilir finansın hem gelişimi hem de standartlaşması adına önem arz etmektedir (Satioğlu, 2021). 2021 senesinde ise Avrupa Birliği 15 yıl vadeli 12 milyar avroluk tahvil ihracatı yapmıştır. Bu bugüne kadar gerçekleşmiş en büyük yeşil tahvil ihracatıdır. Bu ihracata olan talep ise 135 milyar avro olmuştur (Değerli, 2022). Ayrıca Avrupa Birliği sürdürülebilir finans eylem planı çerçevesinde hedeflerini şeffaflığı oluşturmak, sürdürülebilirliği risk yönetimi ile entegre hale getirmek, sermaye akışını sürdürülebilir yatırımlara yönlendirmeyi hedeflemektedir (Turguttopbaş, 2020). Sürdürülebilir finans yeni gelişmekte olduğu için tam anlamıyla çerçevesi olduğu ya da genel olarak her coğrafyada kabul görmüş başlıkları ve mekanizması olduğu söylenememektedir. Finansal yatırımın yeşil finans sayılması için hangi kriterlerde olması gerektiğini gösteren bir taksonomi bulunmaktadır. Birleşmiş Milletleri ise, sürdürülebilir finans adına sınıflandırmada bulunmuş böylece çerçeveyi belirlemiştir.



Şekil 2. BM Finansal Sürdürülebilirlik Çerçevesi

Kaynak: The UNEP Inquiry, "Definitions and Concepts: Background Note", Inquiry Working Paper, (2016)

BM sürdürülebilir kalkınma için önemli bir çerçeve oluşturarak ülkelere, işletmelere ve bireylere sürdürülebilirliğin kapsamını çizmektedir. Bu çerçeveye göre önemli sürdürülebilirlik ana boyutları; çevresel, sosyal, yönetim ve ekonomi konularıdır. Bu anlamda sürdürülebilirlik stratejileri belirlenirken bu çerçeveye göre hareket edilmesi sürdürülebilirlik uygulamalarının başarısını arttıracakı söylenebilir.

3. Sürdürülebilir Finansın Teorik Temelleri

Sürdürülebilir finans, yalnızca yatırım kararlarının ekonomik boyutunu değil, aynı zamanda çevresel ve toplumsal etkilerini de dikkate alan bütüncül bir yaklaşım olarak gelişmiştir. Bu kavramın kuramsal arka planı incelendiğinde, farklı finans ve yönetim teorilerinin sürdürülebilirlik perspektifiyle yeniden yorumlandığı görülmektedir. Bu bağlamda dört temel teorik yaklaşım öne çıkmaktadır. İlk olarak, klasik finans teorileri (Modern Portföy Teorisi, CAPM, Firma Değeri ve Etkin Piyasalar Hipotezi), risk-getiri dengesine çevresel ve sosyal risklerin eklenmesiyle sürdürülebilir finansı açıklamaktadır. İkinci olarak, paydaş teorisi ve kurumsal sosyal sorumluluk yaklaşımı, işletmelerin yalnızca hissedarlarını değil tüm paydaşlarını gözeterek uzun vadeli değer yaratması gerektiğini vurgulamaktadır. Üçüncü olarak, kurumsal yönetim ve ESG teorisi, şeffaflık, hesap verebilirlik ve çevresel-sosyal-yönetişim kriterleri üzerinden sürdürülebilir finansın kurumsal çerçevesini güçlendirmektedir. Son olarak, davranışsal finans ve ekolojik iktisat perspektifleri, yatırımcı davranışlarının psikolojik ve sosyal boyutları ile ekonomik sistemin ekolojik sınırlarını dikkate alarak sürdürülebilir finansın disiplinler arası niteliğini ortaya koymaktadır. Dolayısıyla, sürdürülebilir finansın teorik temelleri,

farklı disiplinlerden beslenen bu yaklaşımların bütünleşmesiyle daha sağlam bir akademik çerçeveye oturmaktadır.

3.1. Klasik Finans Teorileri ve Sürdürülebilirlik İlişkisi

Finans literatüründe sürdürülebilirliğin teorik temelleri, büyük ölçüde klasik finans teorilerinin yeniden yorumlanmasıyla açıklanmaktadır. Geleneksel finans yaklaşımı, ağırlıklı olarak risk-getiri dengesi, firma değeri maksimizasyonu ve piyasa etkinliği gibi temel kavramlara odaklanmaktadır. Ancak çevresel ve sosyal faktörlerin küresel ölçekte finansal kararları etkilemeye başlamasıyla birlikte, bu teorilerin sürdürülebilirlik perspektifiyle genişletildiği görülmektedir.

Harry Markowitz'in geliştirdiği Modern Portföy Teorisi (MPT), yatırımcıların risk-getiri optimizasyonu yaparak rasyonel kararlar aldığı varsayımına dayanmaktadır (Markowitz, 1952). Geleneksel modelde risk, genellikle volatilité ölçütü üzerinden tanımlanırken, sürdürülebilir finans çerçevesinde bu tanım genişletilmiş ve çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) riskleri de portföy optimizasyon sürecine dahil edilmiştir. Örneğin, karbon yoğun sektörlerde yatırım yapmak portföyün iklim riskine maruz kalmasını artırabilir; bu nedenle yatırımcılar, uzun vadeli getirilerini korumak amacıyla daha düşük çevresel risk barındıran şirketleri tercih etmektedir (Friede vd., 2015).

Sharpe (1964) tarafından geliştirilen Sermaye Varlıklarını Fiyatlama Modeli (CAPM), bir varlığın beklenen getirisinin sistematik risk düzeyiyle belirlendiğini öne sürmektedir. Günümüzde bu model, sürdürülebilirlik faktörleriyle yeniden ele alınmakta ve "yeşil beta" veya "karbon beta" gibi kavramlarla zenginleştirilmektedir. Özellikle karbon regülasyonları veya iklim politikaları karşısında duyarlı sektörlerde faaliyet gösteren firmaların piyasa risk primleri farklılaşabilmektedir (Pastor vd., 2021). Bu bağlamda, sürdürülebilir yatırımlar yalnızca etik bir tercih değil, aynı zamanda finansal açıdan da rasyonel bir strateji olarak değerlendirilmektedir.

Klasik kurumsal finans anlayışında firma değeri, hissedar getirilerinin maksimizasyonu üzerinden ölçülmekteydi (Jensen ve Meckling, 1976). Ancak çevresel ve sosyal boyutların giderek artan önemi, bu yaklaşımın dar kapsamlı olduğunu göstermiştir. Günümüzde sürdürülebilir finans, paydaş teorisi ile ilişkilendirilmekte ve firma değerinin yalnızca kısa vadeli finansal performansla değil, aynı zamanda çevresel performans, sosyal sorumluluk ve uzun vadeli kurumsal itibar ile belirlendiği savunulmaktadır (Freeman vd., 2007). Bu genişletilmiş çerçeve, sürdürülebilir finansman uygulamalarının teorik dayanaklarını güçlendirmektedir.

Fama'nın (1970) ortaya koyduğu Etkin Piyasalar Hipotezi, mevcut tüm bilgilerin fiyatlara yansımalarını iddia etmektedir. Ancak sürdürülebilirlik faktörleri uzun süre finansal piyasalarda "dışsallık" olarak değerlendirilmiş ve fiyatlamaya tam anlamıyla yansımamıştır. Günümüzde ise ESG verilerinin şeffaf biçimde raporlanması ve yatırımcıların bu bilgilere artan ilgisi, sürdürülebilirlik unsurlarının fiyatlamaya mekanizmalarına dahil olduğunu göstermektedir. Bu durum, EMH'nin sürdürülebilirlik perspektifiyle yeniden yorumlanmasını zorunlu kılmaktadır (Derwall vd., 2011).

Sürdürülebilir finansın teorik temellerinden biri, işletme faaliyetlerinin yalnızca hissedarların çıkarlarını değil, aynı zamanda tüm paydaşların beklenti ve ihtiyaçlarını dikkate alması gerektiğini savunan Paydaş Teorisi'dir. Bu yaklaşım, klasik finans anlayışında merkezi konumda olan "hissedar değeri maksimizasyonu" anlayışını sorgulamakta ve işletmenin uzun vadeli başarısının, paydaşlarla kurduğu dengeli ilişkiler üzerinden mümkün olabileceğini ileri sürmektedir (Freeman, 1984).

Paydaş teorisine göre bir işletmenin paydaşları; çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, toplum, devlet, sivil toplum kuruluşları ve çevre olarak çeşitlenmektedir. Bu teori, işletmenin sürdürülebilirliğinin yalnızca finansal performansla değil, aynı zamanda sosyal ve çevresel katkılarla da ölçülmesi gerektiğini vurgulamaktadır (Donaldson ve Preston, 1995). Günümüzde sürdürülebilir finans uygulamaları, yatırım kararlarında paydaşların çıkarlarını gözetmeyi ön plana çıkarmakta ve işletmelerin finansman stratejilerini çevresel, sosyal ve yönetim (ESG) kriterleri ile uyumlu hale getirmektedir.

Paydaş teorisinin sürdürülebilir finansla kesiştiği en önemli nokta, uzun vadeli değer yaratma anlayışıdır. Örneğin, bir şirketin düşük karbonlu teknolojilere yatırım yapması, kısa vadede maliyetli görünse de uzun vadede hem çevresel riskleri azaltmakta hem de toplum nezdinde kurumsal itibarını güçlendirmektedir (Clark vd., 2015). Böylece finansal performans, sosyal fayda ve çevresel sorumluluk bir arada değerlendirilmektedir.

Kurumsal sosyal sorumluluk, işletmelerin ekonomik çıkarlarının ötesinde toplumsal ve çevresel sorunlara duyarlılık göstermesini ve bu doğrultuda gönüllü uygulamalar geliştirmesini ifade eder. Carroll'un (1991) geliştirdiği KSS Piramidi, ekonomik, yasal, etik ve hayırsever sorumlulukları içeren dört katmandan oluşmaktadır. Bu model, işletmelerin yalnızca kâr elde etme amacını değil, aynı zamanda etik değerlere ve toplumsal refaha katkı sağlamayı da temel sorumluluk alanı olarak tanımlar.

Sürdürülebilir finans perspektifinde KSS, şirketlerin çevresel yatırımlar, sosyal projeler, sürdürülebilir tedarik zinciri ve şeffaf raporlama

uygulamalarıyla finansal karar süreçlerine entegre edilmektedir (Porter ve Kramer, 2011). Örneğin, yeşil tahvil ihracı yapan bir şirket, finansal kaynak sağlarken aynı zamanda toplumsal refaha ve çevresel iyileşmeye katkıda bulunmaktadır. Bu durum hem paydaş beklentilerinin karşılanmasını hem de sermaye piyasalarında güvenin artmasını sağlamaktadır.

Sürdürülebilir finans, paydaş teorisi ile KSS yaklaşımını bütünleştirerek işletmelerin uzun vadeli değer yaratma stratejilerine yön vermektedir. Paydaşların çıkarlarının gözetilmesi ve KSS uygulamalarının finansal karar alma süreçlerine dahil edilmesi, şirketlerin yalnızca ekonomik değil aynı zamanda toplumsal ve çevresel sorumluluklarını da yerine getirmesine imkân tanımaktadır. Bu bütünlük yaklaşım, sürdürülebilir finansın teorik zeminini güçlendirmekte ve küresel finans sisteminde “paydaş kapitalizmi” anlayışının yaygınlaşmasına katkı sağlamaktadır (World Economic Forum, 2020).

Sonuç olarak, klasik finans teorileri sürdürülebilir finansın gelişiminde önemli bir teorik temel sunmaktadır. Ancak bu teoriler, geleneksel risk ve getiri anlayışlarının ötesine geçerek, iklim riski, sosyal etkiler ve yönetim uygulamaları gibi yeni unsurlarla genişletilmiştir. Böylece sürdürülebilir finans, klasik finans teorilerinin varsayımlarını dönüştürerek, uzun vadeli toplumsal refah ve çevresel istikrarı da dikkate alan bütüncül bir yaklaşım haline gelmiştir.

3.2. Kurumsal Yönetişim ve ESG Teorisi

Sürdürülebilir finansın önemli teorik temellerinden biri de kurumsal yönetişim ve çevresel, sosyal, yönetişim (ESG) yaklaşımlarına dayanmaktadır. Geleneksel finans teorisi, işletmelerde hissedar çıkarlarının öncelikli olduğu varsayımına dayanırken, kurumsal yönetişim teorisi işletmelerin paydaşlara karşı şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde hareket etmesi gerektiğini savunur (Shleifer ve Vishny, 1997). Bu bağlamda, sürdürülebilir finans, yalnızca finansal kâr üretimine değil, aynı zamanda işletmenin uzun vadeli sürdürülebilirlik performansına da odaklanmaktadır.

Kurumsal yönetişim tartışmalarının önemli bir boyutu, ajans teorisidir. Jensen ve Meckling’in (1976) ortaya koyduğu bu teori, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki çıkar çatışmalarına odaklanır. Geleneksel yaklaşımda ajans maliyetleri, hissedar değeri üzerinden değerlendirilirken, günümüzde ESG kriterlerinin kurumsal yönetim mekanizmalarına entegre edilmesi ajans problemlerini azaltıcı bir unsur olarak görülmektedir. Örneğin, çevresel raporlamaların şeffaf biçimde yapılması, yöneticilerin çevresel riskleri gizlemesini önleyerek bilgi asimetrisini azaltmaktadır (Eccles vd., 2014).

ESG yaklaşımı, şirketlerin faaliyetlerini üç boyutta değerlendirmektedir:

- **Çevresel (E):** Karbon ayak izi, enerji verimliliği, doğal kaynak kullanımı.
- **Sosyal (S):** Çalışan hakları, çeşitlilik, müşteri güvenliği, toplum katkısı.
- **Yönetişim (G):** Yönetim kurulu yapısı, etik kurallar, şeffaflık ve denetim mekanizmaları.

Literatürde ESG uygulamalarının uzun vadede şirketlerin finansal performansını desteklediğine dair güçlü kanıtlar bulunmaktadır. Friede vd., (2015) 2000'den fazla ampirik çalışmayı içeren meta-analizi, ESG kriterleri ile finansal performans arasında genellikle pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur.

Kurumsal yönetim, sürdürülebilir finansman için hem bir ön koşul hem de destekleyici bir mekanizma işlevi görmektedir. Güçlü kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketler, sürdürülebilirlik risklerini daha iyi yönetebilmekte, yatırımcı güvenini artırmakta ve uzun vadeli sermaye maliyetini azaltabilmektedir (Gompers vd., 2003). Ayrıca, ESG faktörlerinin kurumsal yönetim mekanizmalarıyla bütünleşmesi, sadece finansal raporlama süreçlerini değil, aynı zamanda stratejik karar alma süreçlerini de daha kapsayıcı hale getirmektedir.

Sonuç olarak, kurumsal yönetim ve ESG teorisi, sürdürülebilir finansın kurumsal düzeydeki en önemli dayanaklarından birini oluşturmaktadır. Şirketler için şeffaflık, hesap verebilirlik ve paydaşların çıkarlarını gözetmek artık yalnızca etik bir tercih değil, aynı zamanda yatırımcıların beklentilerini ve finansal piyasaların işleyişini doğrudan etkileyen stratejik bir gereklilik haline gelmiştir.

3.3. Davranışsal Finans Perspektifi

Klasik finans teorileri, yatırımcıların her zaman rasyonel davrandığını ve piyasaların etkin işlediğini varsaymaktadır. Ancak Davranışsal Finans, yatırımcıların karar alma süreçlerinde bilişsel önyargılar, psikolojik faktörler ve sosyal normların önemli rol oynadığını ortaya koymaktadır (Thaler, 1999). Sürdürülebilir finans açısından bu yaklaşım, yatırımcıların sadece risk-getiri dengesiyle değil, aynı zamanda etik değerler, çevresel kaygılar ve sosyal sorumluluk motivasyonlarıyla da hareket ettiklerini vurgulamaktadır.

Son yıllarda yapılan araştırmalar, yatırımcıların giderek daha fazla yeşil fonlara, ESG kriterlerine uyumlu şirketlere ve sürdürülebilir tahvillere

yöneldiğini göstermektedir (Baker vd., 2018). Bu yönelim, yalnızca finansal getirilerle açıklanamayacak kadar güçlüdür. Yatırımcıların çevresel ve sosyal duyarlılıkları, sürdürülebilir finans araçlarına yönelik talebi artırmakta, böylece piyasada bir “sosyal norm” oluşmaktadır (Krueger vd., 2020).

Davranışsal finans perspektifi, sürdürülebilir finansın yalnızca rasyonel ekonomik gerekçelerle değil, aynı zamanda psikolojik ve toplumsal faktörlerle de şekillendiğini göstermektedir. Bu bağlamda, sürdürülebilir finans araçlarının gelişimi büyük ölçüde yatırımcıların algı ve tutumlarına bağlıdır.

3.4. Ekolojik İktisat Perspektifi

Ekolojik iktisat, sürdürülebilir finansın teorik temellerini açıklamada önemli bir disiplinlerarası yaklaşım sunmaktadır. Bu perspektif, ekonomiyi doğal ekosistemlerin bir alt sistemi olarak görür ve ekonomik büyümenin çevresel sınırlarla uyumlu olması gerektiğini savunur (Daly, 1990). Bu anlayış, sürdürülebilir finansın yalnızca finansal getirilerle değil, aynı zamanda ekolojik sürdürülebilirlikle de uyumlu olmasını zorunlu kılar.

Ekolojik iktisat, doğal kaynakların ve ekosistem hizmetlerinin “doğal sermaye” olarak değerlendirilmesini önermektedir (Costanza vd., 1997). Bu bakış açısı, sürdürülebilir finansın çevresel riskleri yalnızca maliyet unsuru olarak değil, aynı zamanda uzun vadeli değer yaratma faktörü olarak ele almasını sağlar. Örneğin, su kaynaklarının tükenmesi veya biyolojik çeşitlilik kaybı, doğrudan finansal riskler yaratmaktadır.

Meadows ve arkadaşlarının (1972) “Büyümenin Sınırları” raporuyla gündeme gelen yaklaşım, ekonomik büyümenin ekolojik sınırları dikkate almadan sürdürülemeyeceğini vurgulamaktadır. Bu çerçevede sürdürülebilir finans, yatırımların çevresel taşıma kapasitesini aşmamasını garanti altına alacak araçlar geliştirmeyi hedefler. Karbon piyasaları, yeşil tahviller ve çevresel etki fonları bu anlayışın finansal yansımalarıdır.

Ekolojik iktisat, sürdürülebilir finansman araçlarının tasarımına da yön vermektedir. Örneğin, doğa temelli çözümler ve etki yatırımları (impact investing) ekolojik sınırlarla uyumlu yatırım araçlarının gelişimini teşvik etmektedir (Rockström vd., 2009). Bu tür finansal yenilikler, yalnızca finansal getiri sağlamakla kalmaz, aynı zamanda çevresel refahı da artırır.

Ekolojik iktisat perspektifi, sürdürülebilir finansın yalnızca piyasa verimliliği ve yatırımcı davranışlarıyla açıklanamayacağını, aynı zamanda doğal sermayenin korunması ve ekosistem dengelerinin gözetilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Böylece sürdürülebilir finans, ekonomik

sistemin ekolojik sınırlar içerisinde yeniden yapılandırılmasına katkıda bulunan bir araç haline gelmektedir.

Sonuç

Sürdürülebilir finansın teorik temelleri, küresel ekonominin çevresel ve toplumsal baskılar altında dönüşüm geçirdiğini ve finansal karar alma süreçlerinin artık yalnızca ekonomik göstergelerle açıklanamayacağını ortaya koymaktadır. Klasik finans teorileri, sürdürülebilirlik bakışıyla genişletildiğinde risk-getiri dengesinin yalnızca volatilité ve piyasa koşullarıyla değil, aynı zamanda karbon emisyonu, iklim riski ve toplumsal maliyetlerle belirlendiği görülmektedir. Paydaş teorisi ve kurumsal sosyal sorumluluk, işletmelerin uzun vadeli değer yaratma stratejilerini daha kapsayıcı bir çerçeveye oturtarak, şirketlerin toplumsal refahı artırmada aktif rol üstlenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Kurumsal yönetim ve ESG yaklaşımı, şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleriyle finansal piyasaların güvenilirliğini desteklemekte; yatırımcıların çevresel ve sosyal risklere karşı daha duyarlı hale gelmesini sağlamaktadır. Davranışsal finans perspektifi ise, sürdürülebilir yatırımlara yönelik tercihlerin yalnızca ekonomik değil, aynı zamanda psikolojik ve sosyal motivasyonlarla da şekillendiğini göstermektedir. Ekolojik iktisat yaklaşımı ise, ekonomik faaliyetlerin ekolojik sınırlarla uyumlu olması gerektiğini hatırlatarak sürdürülebilir finansın yalnızca finansal sistemin değil, doğal sistemlerin de sürdürülebilirliğiyle bağlantılı olduğunu vurgulamaktadır.

Sonuç olarak sürdürülebilir finans, geleneksel finansın sınırlarını aşarak ekonomik, çevresel ve toplumsal boyutları bütünleştiren çok boyutlu bir paradigma olarak konumlanmaktadır. Bu kuramsal çerçeve hem akademik literatür hem de uygulama açısından büyük önem taşımaktadır. Akademik açıdan sürdürülebilir finans, finans teorilerinin evrimini açıklarken; uygulama açısından şirketler, devletler ve yatırımcılar için karar alma süreçlerinde yeni standartlar ve sorumluluklar ortaya koymaktadır. Dolayısıyla sürdürülebilir finans, yalnızca sermaye piyasalarının geleceğini şekillendirmekle kalmayıp, aynı zamanda küresel refahın ve çevresel istikrarın sağlanmasında stratejik bir araç haline gelmiştir.

Kaynakça

- Baker, M., Bergstresser, D., Serafeim, G., & Wurgler, J. (2018). Financing the response to climate change: The pricing and ownership of US green bonds. NBER Working Paper Series, (25194). <https://doi.org/10.3386/w25194>
- Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48. [https://doi.org/10.1016/0007-6813\(91\)90005-G](https://doi.org/10.1016/0007-6813(91)90005-G)
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance. Oxford University, Arabesque Partners. https://www.smithschool.ox.ac.uk/sites/default/files/2022-03/SSEE_Arabesque_Paper_16Sept14.pdf
- Costanza, R., d'Arge, R., de Groot, R., Farber, S., Grasso, M., Hannon, B., ... van den Belt, M. (1997). The value of the world's ecosystem services and natural capital. *Nature*, 387(6630), 253–260. <https://doi.org/10.1038/387253a0>
- Daly, H. E. (1990). Toward some operational principles of sustainable development. *Ecological Economics*, 2(1), 1–6. [https://doi.org/10.1016/0921-8009\(90\)90010-R](https://doi.org/10.1016/0921-8009(90)90010-R)
- Değerli, I. (2022). Avrupa Yeşil Mutabakatı Hedeflerine Ulaşılmasında Sürdürülebilir Finansın Rolü, AB Araştırmaları https://www.ab.gov.tr/siteimages/birimler/empb/abb_ab_aratirmalari_srdrelebilir_finans_emdb_id.pdf
- Derwall, J., Koedijk, K., & Ter Horst, J. (2011). A tale of values-driven and profit-seeking social investors. *Journal of Banking & Finance*, 35(8), 2137–2147. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.01.009>
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65–91. <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271992>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- EU, E. C. (2019). European Commission. European Commission Energy, Climate change Environment: https://commission.europa.eu/energy-climate-change-environment_en adresinden alınmıştır
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Pitman Publishing.

- Freeman, R. E., Harrison, J. S., & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*. Yale University Press.
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Gül Binboğa, A. Ü. (2018). Sürdürülebilirlik Ekseninde Manisa Celal Bayar Üniversitesi'nin Karbon Ayak İzinin Hesaplanmasına Yönelik Bir Araştırma. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi*, 188-202.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Karakuş, G. (2023). Türk Hava Yolları Sürdürülebilirlik Raporları Üzerine Bir Araştırma. *Aerospace Research Letters (ASREL) Dergisi*, 86-113.
- Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2020). The importance of climate risks for institutional investors. *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1067–1111. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz137>
- Kuşat, N. (2013). Yeşil Sürdürülebilirlik İçin Yeşil Ekonomi: Avantaj ve Dezavantajları-Türkiye İncelemesi. *E-Journal of Yaşar University*, 4896-4916.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- Meadows, D. H., Meadows, D. L., Randers, J., & Behrens, W. W. (1972). *The limits to growth*. Universe Books.
- Pastor, L., Stambaugh, R. F., & Taylor, L. A. (2021). Sustainable investing in equilibrium. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 550–571. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.12.011>
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). Creating shared value. *Harvard Business Review*, 89(1/2), 62–77.

- Rockström, J., Steffen, W., Noone, K., Persson, Å., Chapin, F. S., Lambin, E., ... Foley, J. (2009). A safe operating space for humanity. *Nature*, 461(7263), 472–475. <https://doi.org/10.1038/461472a>
- Satioğlu, B. (2021). Finansta Yeni Trend Sürdürülebilir Finans. *SETA Yayınları* (347).
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.2307/2977928>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Şenbayram, E. A. (2022). Sürdürülebilir Kalkınma Perspektifinden Yeşil Finans. *Social Sciences Research Journal (SSRJ)*, 399-409.
- Tandırcıoğlu, D. (2022). Sürdürülebilir Finansman Tahvilleri. İstanbul: Efeakademî Yayınları.
- Temel, N. Ü. (2022). Sürdürülebilirlik ve Sürdürülebilir Havacılık. Türkiye'nin Sivil Havacılık Politikalarının Küresel Sürdürülebilir Havacılık Kapsamında Değerlendirilmesi. İstanbul, Türkiye: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183–206. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-0771\(199909\)12:3<183::AID-BDM318>3.0.CO;2-F](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-0771(199909)12:3<183::AID-BDM318>3.0.CO;2-F)
- The UNEP Inquiry, “Definitions and Concepts: Background Note”, *Inquiry Working Paper*, Cilt: 16, Sayı: 13, https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/10603/definitions_concept.pdf?sequence=1&BisAllowed=1 Erişim Tarihi: 22.12.2024
- Turguttopbaş, N. (2020). Sürdürülebilirlik, Yeşil Finans ve İlk Türk Yeşil Tahvil İhracı. *Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 12(22), 267-283.
- World Economic Forum. (2020). Measuring stakeholder capitalism: Towards common metrics and consistent reporting of sustainable value creation. World Economic Forum White Paper. <https://www.weforum.org/publications/measuring-stakeholder-capitalism-towards-common-metrics-and-consistent-reporting-of-sustainable-value-creation>