



Gelişmekte olan ülkelerde önemi gittikçe artan bir kavram: ESG

GÖZDE ÇULLAS/ TÜYİD Yönetim Kurulu Üyesi – Türk Telekom Yatırımcı İlişkileri Direktörü

Sürdürülebilir yatırım akımının gelişimi

“Sürdürülebilir Yatırım (Sustainable Investing)” akımı ilk aşamada sigara, silah ve kumar gibi etik olmadığı düşünülen sektörlere yatırım yapmaktan kaçınma şeklinde başlamakla birlikte, bu akımın yatırım karar süreci sırasında ESG (Environment, Social and Governance) faktörlerinin bütününe dikkate alacak şekilde odağını genişlettiğini görüyoruz.

Bugüne bakıldığında Sürdürülebilir Yatırım (SY) trilyon dolarlık ölçeğiyle ana yatırım temalarının arasına girmiş durumda. Örneğin, United Nations Principles for Responsible Investments’i (UNPRI) imzalayan yaklaşık 1,700 üye 50 ülkede 70 trilyon dolarlık fonu yönetmekte.¹ Talep açısından bakıldığında Sürdürülebilir Yatırım faaliyetlerinin medyatileşmesinde Y nesli (millennial) etkin gibi gözükse de, SY kısa vadeli bir moda akımının ötesinde geniş bir kesime hitap eden bir konu olarak karşımıza çıkıyor. SY’nin amaç ve faydasının getiriye mi arttırmak, yoksa riski mi yönetmek olduğu konusunda farklı görüşler olmakla beraber, yatırımlarda geleneksel finansal analizin yanında ESG kriterlerine yer vermenin risk yönetiminde bir çerçeve çizdiğinin ve karar verme sürecini güçlendirdiğinin tartışmasız olduğu söylenebilir.

ESG’nin gelişmekte olan ülkeler için anlamı nedir?

Sürdürülebilirlik konusunda, gelişmiş ülkelerin büyüme süreçlerinin ilk safhalarında çevreyi ve çalışan haklarını ana öncelik olarak görmedikleri ve belirli gelişmişlik seviyesine ulaştıktan sonra ESG konusuna daha fazla önem verdikleri, bu yüzden gelişmekte olan ülkelerde aynı standartları beklemenin doğru olmayacağına yönelik görüşler bulunmakta. Aynı zamanda gelişmekte olan pazarlarda şirketlerin ESG seviyesi ve ESG ile ilgili şeffaf veri bulmanın zorlukları yatırımcıların kaygı noktaları olarak karşımıza çıkmakta. Bu görüşlerde bazı geçerli noktalar olsa da, bu şekilde konu çok basite indirgeniyor ve bu kaygıların bir kısmı yönetilebilir durumda.

Öncelikle, şirketler maliyetleri yükseltecek biçimde tüm ESG faktörlerine yoğunlaşmak yerine, kendi ülkelerinde ve sektörlerinde en manalı ve en fazla faydayı sağlayacak faktörlere de odaklanabilirler. Mesela ulaşım sektöründe GHG (Green House Gas) emisyonları daha kritik faktörler olarak öne çıkarken, finans sektöründe risk yönetimi ve sağlık sektöründe ise ürün güvenilirliği ön plana çıkan faktörlerden.

Gelişmekte olan ülkeler artık sadece ihracat ve emtiaya bağımlı olmayıp servis sektörleriyle de büyümekte ve böylece çevreyi etkileyecek faktörlere bağımlılıkları daha az olabilmektedir. Ayrıca, çevre faktörleri açısından riskli değerlendirilen ülkelerin karbon emisyonlarını yönetmek için daha etkin çalıştıklarına da tanıklık ediyoruz. Örneğin, çevre faktörüne odaklanarak geçtiğimiz yıllarda enerji santralleri için emisyon kuralları getiren Çin, taşıtlardaki emisyonu düşürmek için agresif planlar ortaya koydu ve 2018 yılı başından itibaren geçerli olmak üzere emisyonu ilişkin gerekliliklere uymayan 500’den fazla taşıt modelinin üretimine ara verdiğini açıkladı.² Gelişmekte olan ülkelerde bu tür örnekler çoğaltılabilir ama özetle karşımıza çıkan tablo, bize bu ülkelerin ESG konusundaki yaklaşımlarının da dönüştüğünü gösteriyor.

Diğer yandan, gelişmekte olan pazarlarda ESG riskleri daha fazla olduğu için, bu riskleri değerlendirmek daha fazla önem teşkil etmekte. Şirketlerin ESG raporlaması olsa da, standart bir raporlama olmaması problemler arasında yer alırken standartlaştırma için çalışmalar sürmekte. Mesela “Sustainability Accounting Standards Board” un endüstri bazında metriklerle şirketlerin yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılayan yüksek kalitede standart bir sürdürülebilirlik raporlaması yapma çalışmaları devam etmekte. Son zamanlarda ESG’ye yönelik data raporlama ve takibi gelişmiş

¹ <https://www.unpri.org>

² The New York Times: China, Moving to Cut Emissions, Halts Production of 500 Car Models

pazarlarda daha basiretli ve doğru bir yönde şekillenirken, gelişmekte olan pazarlar bir bütün olarak bakıldığında bu konuda aynı noktada değil. Buna paralel gelişmekte olan pazarların ESG seviyesi değerlendirmesinde "raporlama önyargısı" bulunmakta, yani raporlama konusundaki eksikler nedeniyle gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerin ESG değerlendirmeleri derecelendirme şirketleri tarafından yapıldığında suni olarak düşük kalabiliyor.

Gelişmekte olan ülkelere biri olan Güney Afrika'nın gerçek ESG skoru "Johannesburg Stock Exchange's Integrated Reporting Standards" uygulamaya konduğunda ortaya çıktı. Şirketler bu standartları uygulamaya koydukça ve resmi dokümantasyon ve raporlamaları arttıkça derecelendirmeleri yükseldi, ki bunda temel etken daha iyi ESG uygulamalarından ziyade daha kapsamlı raporlamalar oldu.³

ESG'de her zaman tek doğru yok

Değerlendirilmesi gereken ayrı bir konu ESG için tek bir doğru yöntemin her zaman olmadığı. Mesela yönetim kurulunun yapısı konusunda Anglo Saxon ve Kıta Avrupası şirketleri arasında farklılıklar sürmekte. Üst yönetimin ücretlendirmesi konusunda "en iyi uygulamalar" değişmeye devam ediyor. Örneğin stok opsiyonları önceki yıllarda tercih edilen ücretlendirme opsiyonları arasında iken, bazı kötüye kullanımlar sonrası daha az ön plana çıkmaya başladı. Halka açık şirketlerde devlet sahipliği bazı durumlarda ESG açısından negatif görülse de, Telekom Italia'da yaşanan gelişmeler sonrasında devlet sahipliğinin bazı stratejik sektörlerde nispi olarak devam etmesinin avantajları ön plana çıkmaya başladı. Bu sebeple gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerde aile sahipliği gibi konular ESG açısından değerlendirilmesi gereken, fakat gelişim döngüsü içinde mutlak olumsuz olmayan konular arasında karşımıza çıkıyor.

ESG'nin finansal getirileri

ESG'nin şirketlere getirdiği maliyet ve finansal getirileri tartışılmaya devam ediliyor. Bazı araştırmalar ESG kriterlerini uygulamak gelişmiş pazarlarda örneklerin %38'inde finansal performansla olumlu etki ederken, gelişmekte olan piyasalarda %65'ine olumlu katkıda bulunduğunu söylüyor. Kurumsal Yönetim konularına yönelim ise performansta en fazla etkiyi

göstermekte.⁴ NN Investment Partners araştırmasına göre gelişmekte olan piyasalarda pozitif ESG momentumu Sharpe rasyolarını (riske göre düzeltilmiş performans) arttırmalarını sağlıyor ya da gelişmekte olan piyasalarda bir şirket ESG ölçümlerini arttırmaya çalışırsa ortalamada hisse fiyatının da arttırması bekleniyor.⁵

Gelişmekte olan ülkelere ESG açısından bir bütün olarak bakmak doğru değil

Gelişmekte olan ülkeler grubuna ülkelerin ve şirketlerin sürdürülebilirlik performansı büyük farklılıklar gösterdiği için ESG açısından bir bütün olarak bakmak doğru değil. Morningstar Sustainability Atlas çalışmasında Kolombiya, Tayvan, Macaristan, Türkiye ve Güney Afrika gibi ülkeler iyi bir performans göstererek Morningstar'ın raporladığı ülkelerin %60'ından daha yüksek not aldılar, ki bunlar İngiltere, İrlanda, Hong Kong, ve Amerika gibi ülkelerin üzerinde. Öte yandan Çin, Rusya, Endonezya gibi gelişmekte olan ülkeler en kötü performans gösteren ülkeler arasına girdiler.⁶ Bu çalışmalar, gelişmiş ülkelerde olumsuz ESG vakalarının olabileceği ile beraber, ESG performansının gelişmekte olan ülkelerde daha geri olacağı varsayımının da her zaman doğru olmadığını da gösteriyor.

Paralel şekilde, Bank Mellon'un ve APG'nin çalışmalarına göre benzer ölçekte ve aynı sektörde şirketlerin ESG performanslarında gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında kesin çizgilerle bir fark bulunmamakta.⁷

Gelişmekte olan pazarlar Black Swan riskine daha az maruz

Morningstar'a göre şu an gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan ve ESG'yi misyonlarının bir parçası olarak tanımlayan 10 yatırım fonu bulunmakta. Gelişmekte olan piyasalarda raporlama ve veri güvenilirliği açısından bazı problemler olsa da, gelişmiş piyasalara göre risklerin standart analizlerle daha öngörülebilir olduğu da düşünülebilir.

⁴ Robeco: The truth about sustainability investing: Fact-checking nine common ideas

⁵ NN Investment partners: The materiality of ESG factors for emerging markets equity investment decisions: academic evidence

⁶ ThinkAdvisor: ESG Ratings Can Help Investors Pick Winning Emerging Markets, Morningstar Sustainability Atlas: Sustainability is not just for rich countries

⁷ Asia Asset Management: Emerging market debt investors wary of ESG analysis , Financial Times: ESG in emerging markets depends on better data and disclosure

³ Financial Times: ESG in emerging markets depends on better data and disclosure

Gelişmiş ülkelerde riskler gerçekleştikten sonra risk yönetiminde bir başlık haline gelebilirken, gelişmekte olan ülkelerde ise gelişmiş olan ülkelerdeki tecrübelerden yararlanılarak risk yönetimine erken safhalarda girdi olabilmekte. Mesela gelişmiş pazarlarda 2008 krizinde etken olan varlık teminatını menkulleştirmeden kaynaklanan riskler veya veri gizliliğine yönelik riskler bazı kesimler tarafından öngörülebilse de bu riskler gerçekleşmeden yatırım kriterlerine konması kuşkusuz ki daha zordu.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik ESG fonları hareketleniyor

Bugün gelişmekte olan ülkelerde yatırım fırsatlarını değerlendirirken, birçok fonun geleneksel finansal analizin yanında ESG analizlerini de kullandığını görüyoruz ki bu da ESG'nin gelişmekte olan pazarlarda gün geçtikçe mutlaka dikkat edilmesi gereken bir husus olma yolunda ilerlediğini gösteriyor.

Örneğin, East Capital 2017 yılının ortasında sadece gelişmekte olan ülkelerde güçlü ESG'ye sahip şirketlere yatırım yapmak üzere bir fon kurdu. 2018 yılında Mark Mobius 1 milyar dolarlık ESG odaklı Emerging Markets fonu kuracağını açıkladı. UBP gelişmiş pazarlarda ESG derecelendirmesi yüksek olan sabit kıymetlere yatırım yapacağını söyledi. J.P. Morgan ise gelişmekte olan ülkelerde ESG faktörlerini entegre eden sabit kıymet endeksini lanse etti.

Özetle, gelişmekte olan ülkelerde de ESG uygulamalarının güçleniyor olmasının fonların ilgisini de beraberinde getirdiğini söylemek mümkün.

Türkiye'de durum

Türkiye'de BIST Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmasına 2007 yılında başlandı. Gönüllülük esasıyla SPK tarafından yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşları tarafından şirketlerin Kurumsal Yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin değerlendirme yapılarak sonrasında şirketlere Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu verilmekte ve uyum notu belirlenen minimum seviyenin üzerinde olan şirketler bu endekste yer almaktadır. Endeks kapsamında yer alan şirketler, endekste kalmaya devam etmek için bu derecelendirmeyi her yıl yaptırmak ve güncel notlarını Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda açıklamak zorundadırlar.

Aynı zamanda Borsa İstanbul'a kote şirketler yıllık faaliyet raporları içerisinde "Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu" hazırlamak ve KAP'ta yayınlamak zorundadırlar. Hazırlanacak raporunun formatının ve içeriğinin ne şekilde olması gerektiği SPK tarafından belirlenerek yayınlanmaktadır.

Yakın zamanda tamamlanan çalışmalar sonrasında SPK tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu formatı ve yayınlanma şeklinde yeniden düzenlemeye gidilmesi ve daha şeffaf ve ilkelere uyumun daha fazla takip edilebilir olmasına yönelik düzenlemeler getirilmesi planlanmakta. Bu değerli çalışmalar ile şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumları çok daha şeffaf olarak gözlemlenebilecek.

Şirketlerde uzun vadeli değer yaratmak amacıyla, kurumsal yönetim ilkeleri ile birlikte ekonomik, çevresel ve sosyal faktörlerin şirket faaliyetlerine ve karar mekanizmalarına uyarlanması ve bu konulardan kaynaklanabilecek risklerin yönetilmesi tanımıyla Kurumsal Sürdürülebilirlik kavramı halka açık şirketler için Türkiye'de ölçümlenebilir hale getirilmiştir. Kasım 2014'ten itibaren fiyat ve getiri olarak hesaplanmaya başlanan BIST Sürdürülebilirlik Endeksi, bu endekste işlem gören şirketler arasında sürdürülebilirlik konusundaki anlayış, bilgi ve uygulamaları artırmayı hedeflemektedir. Endeks yatırımcılar açısından bakıldığında da sürdürülebilirlik ve kurumsal sosyal sorumluluk ilkelerini benimseyen şirketleri ayırt etme imkanı vermektedir. Şirketlerin sürdürülebilirlik performanslarını daha üst seviyelere çıkarmalarını teşvik amacıyla ilerleyen yıllarda "Endeks Seçim Kriterleri"ndeki eşik değerlerinin kademeli olarak yükseltilmesi düşünülmektedir.

Bunun ötesinde Türk şirketleri artık sadece sürdürülebilirlik raporu yayınlamakla kalmayıp, finansal ve finansal olmayan metriklere bir bütün olarak bakan entegre rapor yayınlamaya da başlamışlardır. Ayrıca Türk şirketleri iyi uygulamalarıyla uluslararası FTSE4Good, MSCI Global Sustainability Index, ve Dow Jones Sustainability Index(DJSI) gibi endekslerinde de yer almaktadır.

ESG açısından önemi gittikçe artan yeni risklere örnek: "Techlash"i iyi yönetebilmek

Son zamanlarda The Economist dergisinin ortaya koyduğu Techlash kavramı sıklıkla kullanılmaya başlandı. Bu kavram teknoloji ve backlash (geri tepme) kelimelerinin harmanlaması ile ortaya çıkmış ve müktedir teknoloji şirketlerinin bir noktada tepki ile ya da istenmeyen sonuçlarla karşılaşma ihtimalini göstermekte ve yönetilmesi gereken önemli risklerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır.

Kişisel veri toplama ve işleme günümüz ekonomisinde en önemli değerlerden biri olurken, verinin güvenliği, yönetimi ve gizliliğine yönelik riskler de arttı. Veri, şirketlerin sahip olduğu

varlıkların en önemlilerinden biri haline geliyor. Mesela "maddi olmayan varlıklar" S&P hisse değerlerinin yüzde %80'inden fazlasını oluşturuyor ve bunun kayda değer bir kısmı veri varlıklarını ve veriyi paraya çevirme potansiyelini kapsıyor.⁸ Veri gizliliği sadece teknoloji şirketleri için değil, aynı zamanda finansal ve sağlık kuruluşları olmak üzere birçok kuruluş için de önemli yer tutmakta.

Son zamanlarda bilgi güvenliği ihlalleri ile ilgili medya haberleri artış gösterdi. Örnekler arasında Yahoo'nun 3 milyar hesabı etkileyen veri ihlali, Equifax'ın 147 milyon kişiyi etkileyen ihlali, Avrupa'da Alphabet'e 2,4 milyar avro antitröst cezası ve son zamanlarda en ünlüsü olarak Facebook- Cambridge Analytica skandalı bulunmaktadır.

Mart 2018'de Facebook ve Cambridge Analytica konusu basında yankı buldu. 87 milyon Facebook kullanıcısının bilgilerinin kullanıcı rızası olmadan Cambridge Analytica tarafından uygunsuz bir şekilde kullanıldığı bir çalışan tarafından açıklandı ve bu durum hem Facebook'un kendi gizlilik politikalarına hem de sektördeki en iyi uygulamalara aykırıydı. Bu gelişme sonrası Facebook'un reklam bazlı gelir modeli incelemeye alındı. Açıklamalara göre ihlaldeki veri 2016 Amerikan başkanlık seçimlerinde de hedef kitleler üzerinde kullanıldı. Facebook hemen akabinde 2 milyar kullanıcısının verisini bir şekilde depolayıp kullandığını açıkladı.⁹

Bu gelişme sonrası Cambridge Analytica CEO'su kovuldu ve Mark Zuckerberg'in ABD senatörlerine ifade verdi. Konu ile ilgili Facebook hisseleri ilk iki günde yaklaşık 50 milyar dolar değer kaybetti. Daha sonra hisse fiyatı toparlansa da, bu durum sorunun küçümsenmemesi gerektiğini gösterdi. Şirketler kişisel veriyi daha fazla kullandıkça ve veri ihlali vakaları arttıkça başta kullanıcılar, düzenleyici kuruluşlar ve yatırımcılar olmak üzere toplum tarafından daha fazla incelemeye tabi olacaklar. Örneğin Avrupa Birliği ilk veri koruma yönergesini (GDPR) 2018 Mayıs ayında uygulamaya koydu. GDPR ile birlikte kişisel veri tanımı yeniden ele alındı. Artık, en ufak bir veri dahi yaşayan birine aitse, kişisel tanımlanabilir bilgi (personally identifiable information) olarak ifade edilmekte. Bu, veri madenciliği ve büyük veri uygulamaları ile uğraşanların onay prosedürlerini arttırması anlamına geliyor. Benzer şekilde Avrupa Birliği teknoloji

şirketlerine kardan değil, satış gelirlerinden olacak şekilde bir vergi (digital tax- dijital vergi) uygulamaya koymayı değerlendirmekte ki, bunun teknoloji şirketlerinin ödediği vergiyi arttırması beklenmekte.

Özetle gelişimin ana lokomotifleri sanayiden servis sektörüne ve daha spesifik anlamda teknoloji alanına geçtikçe ESG açısından yeni riskler ortaya çıkmakta ve bunları proaktif şekilde iyi değerlendirmek önümüzdeki dönemde sürdürülebilir büyüme açısından daha da önem kazanacak.

⁸ Sustainalytics: Managing data privacy risk: comparing the FAANG+ stocks

⁹ Sustainalytics: Managing data privacy risk: comparing the FAANG+ stocks