Hisse Geri Alım Programlarının Sürdürülebilirlik Açısıyla Değerlendirilmesi

Gözde Çullas – TÜYİD Yönetim Kurulu Üyesi, Enerjisa Yatırımcı İlişkileri, Birleşme & Devralma ve Vergi Direktörü

Hisse geri alım programları yatırımcıların sık sorduğu sorular arasında

Hisse fiyatlarında oynaklığın yüksek olduğu dönemlerde yatırımcılar, şirketlerin hisse geri alım programı açıklayıp açıklamayacağını sıklıkla sormakta. Türkiye'de hisse geri alım programları, kolaylaştırıcı mevzuata rağmen çok aktif değil. Dünya'da ise hisse geri alım programları özellikle Covid-19 sonrasında sürdürülebilirlik çerçevesinde sıklıkla tartışılmaya başlandı. Ancak, bu programları tepeden bir yaklaşım yerine şirketlerin ve ülkelerin dinamikleri özelinde değerlendirmek gerekiyor.

Hisse geri alım programlarının temettü ödemelerinden farkları

Sermaye yönetimi, şirket yönetimlerinin ve yönetim kurullarının en önemli görevlerinden birisidir. Şirketlerin optimal sermaye yapısını belirleyip âtıl sermayeyi yatırımcıya geri döndürmeyi değerlendirmesi gerekir. Bunun yöntemlerinden birisi temettü ödemeleri, diğeri ise hisse geri alım programlarıdır.

Hisse geri alım programları nakdi hissedarlara geri döndürmenin alternatif yolu olsa da temettü ödemelerine göre bazı farklılıkları bulunmaktadır.

Bunlardan birisi pazara verilen sinyal. Hisse geri alım programları genel olarak şirketin hisse fiyatının gerçek değerini yansıtmadığını düşündüğünün sinyali olarak algılanmaktadır.

Ayrıca, hisse geri alım programları ve temettü ödemelerinin vergi açısından farklı etkileri vardır. Hisse geri alım programlarıyla genel olarak hisse fiyatlarında artış görülür. Bu durum yatırımcılar için temettüye göre vergi zamanlaması açısından avantaj sağlayabiliyor, çünkü ülkeden ülkeye değişmekle birlikte hisse fiyat artışları temettü ödemeleri gibi hemen vergilendirilmiyor.

Son olarak da hisse geri alım programları temettü ödemelerine göre daha esnek bir yapı sunar. Örneğin Türkiye'de hisse geri alım programları için esas sözleşmede bir engel yoksa, belli sınırlar dahilinde Genel Kurul onayına ihtiyaç bulunmamaktadır, öte yandan temettü ödemeleri için Genel Kurul onayı gerekmektedir. Aynı zamanda hisse geri alım programları, şirketleri bir taahhüt altına sokmaz. Ayrıca, temettü ödeme tutarlarında düşüş, hisse fiyatında negatif etkiye yok açabilirken, hisse geri alım programlarındaki değişikliklerin bu tür olumsuz etkisi daha sınırlı kalır.

Dünya'da hisse geri alım programları mercek altına alınmaya başlandı

1980'lerde başlayan hisse geri alım programlarının popülerliği gittikçe artıp Amerika'da değer olarak temettü ödemelerini geçti. Öte yandan, dünyada özellikle Covid-19 salgınıyla birlikte hisse geri alım programları mercek altına alınmaya başlandı. Özellikle Amerika'da uzun soluklu hisse geri alım programları gerçekleştiren bazı şirketlerin Covid-19 sonrasında devlet desteği istemesi eleştirilere konu oldu ve hisse geri alım programlarında sosyal faktörlerin de dikkate alınması yönündeki görüşler arttı. Hatta Amerika'daki seçimlerde hisse geri alım programları öne çıkan tartışma konularından birisi oldu. Bu dönemde hisse geri alım programlarına ve temettü ödemelerine bazı kısıtlamalar getirildiği de görüldü.

Türkiye'deki hisse geri alım programlarında, yapısal olarak eleştiriye neden olan faktörleri gözlemlemiyoruz. Türkiye'deki programların genellikle dış faktörlerin etkisiyle hisse fiyatlarının hızlı düşüş gösterdiği dönemlerde ve düşük hacimlerde uygulandığını görüyoruz. Bu uygulama Warren Buffet'ın hisse geri alımlarının hisse fiyatının düşük olduğu zamanda yapılması gerektiği yönündeki görüşüyle uyumluluk göstermekte. Öte yandan özellikle Amerika'da hisse fiyatlarının yüksek

olduğu dönemlerde de hisse geri alım programlarının yüksek olduğunu görmekteyiz.

2020 yılında hisse geri alım programlarında sert düşüş yaşandı

FED, Covid-19 etkilerini değerlendirerek Amerika'daki büyük bankalara hisse geri alım yasağı ve aynı zamanda temettü ödemelerine de kısıtlamalar getirdi. Avrupa Merkez Bankası, Avrupa bankalarından Ocak 2021'e kadar temettü ödemesi ve hisse geri alımı yapmamalarını istedi. Fransa ise devlet desteği alan şirketlerden temettü ödememeyi ve hisse geri alımı yapmamayı taahhüt etmelerini istedi. Türkiye'de de temettü dağıtımları 2020 yılı için dağıtılabilir kârın %25'i ile sınırlandırıldı.

Covid-19 pandemisi sonrasında 2020 yılının ikinci çeyreğinde S&P 500'de hisse geri alımları yaklaşık yıllık %46 düşerek 89 milyar dolar seviyesinde gerçekleşti. Temettü ödemeleri ise ikinci çeyrekte geçen senenin aynı seviyesinde, 119 milyar dolar düzeyinde oldu. Hisse geri alım programlarındaki düşüşte Covid-19 ile ortaya çıkan büyük belirsizlik, likidite yönetimi, hisse geri alım programlarına getirilen kısıtlamalar ve belli ölçüde paydaş beklentilerinin yönetimi etken oldu.

Yakın dönemde hisse geri alım programı açıklamalarında ivme görülmekle birlikte hisse alım programı büyüklüklerinin ekonominin normalleşmesi sonrasında da pandemi öncesi seviyesine hızlı bir şekilde geri dönmeyeceği öngörülmekte.

ESG yatırımları artmaya devam ediyor

Sürdürülebilir fonlar, global piyasalarda Covid-19 sebebiyle sert para çıkışlarının yaşandığı dönemde pozitif performans göstermeye devam etti. Morningstar'ın verilerine göre 2020'nin ilk çeyreğinde fonlardan 385 milyar dolar para çıkışına karşın, sürdürülebilir fonlara yatırımcıların ESG (çevre, sosyal, yönetişim) konularına artan ilgisiyle 46 milyar dolar giriş oldu. İkinci çeyrekte ise sürdürülebilir fonlara 71 milyar dolar para girişi gerçekleşti ve bu fonların büyüklüğü 1 trilyon doları geçti (hesaplamalara ESG kriterlerini yatırım karar sürecinde kullanan fonlar dahil edilmiş, negatif seçim yapan fonlar vb. dahil edilmemiştir). Avrupa sürdürülebilir yatırımlardaki uzun geçmişi ve destekleyici regülatif ortamla birlikte bu sermaye girişlerinde başı çekmeye devam etti.[1]

Hisse geri alım programları ile sürdürülebilirlik derecelendirmelerinin ilişkisi

MSCI'ın 2018 yılındaki çalışmasına göre en fazla hisse geri alımı yapan şirketler ESG değerlendirmesi en yüksek şirketler; benzer şekilde en düşük geri alım yapan şirketler ise en düşük ESG değerlendirmesi olan şirketler. Ayrıca, hisse geri alımı yüksek olan şirketlerin uzun vadeli yatırımlarını ve Ar-Ge harcamalarını bu sebeple kıstıklarına yönelik bir bulgu bulunmuyor.[2] Öte yandan ESG beklentilerinde son iki yılda önemli değişiklikler oldu ve MSCI'ın analizleri Amerika odaklı olarak yapılmış durumda. Bu sebeplerle çalışmanın daha geniş kapsamla güncellenmesi farklı sonuçlar verebilir.

Sosyal faktörlerin önemi Covid-19 ile arttı

Covid, dünyada şirketlerin ve hükümetlerin çalışanlara yaklaşımları açısından bir stres testi oldu. Covid pandemisi insan yaşamının her alanını etkileyen bir kriz olduğu için ESG değerlendirmelerinde yeni bir odağı ve çalışan sağlığı ve iş güvenliği konularının, çalışan destek programlarının ve tedarik zincirinin daha detaylı değerlendirilmesini de beraberinde getirdi.

Institutional Shareholder Services (ISS) fon yöneticilerinin Covid-19 sonrası ESG konularına yaklaşımıyla ilgili bir anket gerçekleştirdi.[3] ISS'in anketine göre pandemi sonrasında ESG konularının bir bütün olarak yatırım kararlarına etkisinde çok büyük bir değişiklik olmadı. Öte yandan pandemi sonrasında sosyal konuların önceliği arttı. Anket katılımcılarının %63'ü sosyal konuları pandemi öncesine göre artık daha önemli olarak değerlendiriyorlar. Ayrıca katılımcıların %44'ünün değerlendirmesine göre ESG değerlendirmelerinde

[1] Morningstar: ESG funds show resilience during COVID-19 sell-off
ESG fund flows and assets hit new highs as markets recover from the COVID-19 sell-off

[2] MSCI: Share Buybacks and Shareholder Value

[3] ISS: Survey Analysis: ESG Investing Pre- and Post-Pandemic

çalışanlara yaklaşım, kapsayıcılık ve tedarik ağı konuları artık daha önemli olacak.

Sürdürülebilirlik ve risk yönetimi el ele

ESG yatırımcıları için sürdürülebilirlik performansı şirketlerin krizlerdeki dayanıklılığını ve önemli riskleri yönetme yetkinliğini ölçmekte. Bu risklerin yönetimi şirketlerin uzun vadede başarılı olmasını sağlıyor.

Amundi'nin yayınladığı rapora göre ESG faktörleri hisse ve bono piyasalarında piyasanın üstünde getiriye destek oluyor.[4] Çevre ve Yönetişim faktörleri 2014'ten beri piyasanın üstünde getiriye sebep olurken sosyal faktörler 2016 yılından itibaren performans göstermeye başladı. Amundi'nin 1Ç2020 dönemine ilişkin hisse performans analizine göre ESG getiri trendlerinde toplamda bir değişiklik gözlemlenmezken, alt detaylarda önemli farklar çıkıyor. Önemli bir gelişme olarak, bu dönemde soysal faktörler (S factor) Kuzey Amerika'da daha yüksek performans getirdi.

Bu sonucu Amundi, yatırımcıların risk algısının artmasıyla açıklamakta. 1Ç2020'de risk algısını gösteren VIX endeksi ile Kuzey Amerika'da sosyal faktör performansı arasında yüksek bir korelasyon gerçekleşti. Bu dönemde yatırımcılar şirketlerin krizi göğüslemek, kriz sonrasında çalışan devamlılığını sağlamak ve yetenek yönetimi gücünü değerlendirmek için S faktör değerlendirmesini daha çok dikkate aldılar. Öte yandan Avrupa için bu ilişki gözlemlenmedi. Bu, yatırımcıların Avrupa'da iş gücünün desteklenmesi için acil destek sunan kamu politikalarına odaklanırken, Amerika'da şirket uygulamalarını mercek altına almasıyla açıklanmakta.

Paydaş kapitalizmi daha ön plana çıkmaya başladı

Covid-19 krizi ile hissedar üstünlüğü doktrini ve ekonomist Friedman'ın "şirketin bir tek sosyal sorumluluğu vardır, o da şirketin kârını maksimize etmektir" görüşü daha fazla sorgulanmaya başlandı. Öte yandan kısa vadede önceliklerde önemli farklılıklar olsa da paydaş kapitalizmi ve hissedarlara değer yaratmak uzun vadede çelişen kavramlar değil.

Bank of America'nın 2019 sonunda Financial Times'da yer alan ve son beş yıllık dönemi inceleyen analizine göre Amerika'da S&P 500 endeksine dahil şirketlerin yaşadığı 24 ESG problemi (muhasebe skandalları, veri ihlalleri, vb.) ilgili hisselerin piyasa değerinde ESG problemini takip eden 12 ay içinde 534 milyar dolar kayba sebep oldu.[5] Volkswagen'in emisyon krizinin şirkete etkisi 30 milyar doların üzerinde oldu. Genelde bu tür krizlerin kaynağı kısa vadeli bakış açısıyla hissedarlara maksimum kâr sağlamanın önceliklendirilmesi ve/veya kötü risk yönetimi olarak görülmektedir.

Ayrıca, Covid pandemisi paydaş gruplarının şirketlerin uzun vadede başarılı olmasındaki önemini vurguladı. Hissedarların uzun vadeli değer yaratımında koşulsuz şartsız önceliğinin olmadığı, paydaşlar arasında karşılıklı bağımlılık olduğu, şirketlerin sosyal konulardan kendilerini izole edemeyecekleri ve önceliklerin koşullara göre esnek olması gerektiği görüldü. Ekosistem bilinciyle hareket etmeyen ve çalışanlarının, müşterilerinin, tedarikçilerinin ve paydaşlarının beklentilerini dikkate almayan şirketlerin uzun vadede güçlü olup değer yaratması zor. Pazar dinamikleri gibi sosyal dinamikler de şirketleri etkilemekte. Bu bakış açısıyla şirketlerin uzun ve kısa vadeli önceliklerini belirleyip ESG konularını stratejilerine entegre etmeleri ve büyük ölçekli sosyal konuları da risk değerlendirmelerine almaları gerekiyor.

Hisse geri alım programlarını şirket özelinde değerlendirmek gerekiyor

Hisse geri alım programlarına yönelik eleştiriler sebebiyle bu programları tepeden bir yaklaşımla olumsuz veya olumlu olarak değerlendirmek doğru bir yaklaşım değil. Şirketlerin ve ülkelerin dinamiklerinde farklılıklar bulunmakta ve bu farklılıkları dikkate alarak değerlendirme yapmak gerekiyor. Örneğin iştirak satışı sonrası âtıl sermayesi olan bir şirketin alternatif yatırım planı yoksa doğal

[4] Amundi: The coronavirus and ESG investing, the emergence of the social pillar

[5] Financial Times: ESG controversies wipe $500bn off value of US companies

olarak hisse geri alım programını ve sermaye azaltımını değerlendirmesi gerekir.

Sermaye yapısı kararlarında şirketin sürdürülebilir büyümesi için ESG faktörleri de entegre edilerek gereksinimleri tespit edilmeli. Uzun vadeli gereksinimleri yatırım ve Ar-Ge harcamaları gibi alanlarda finansal olarak belirlemek daha kolayken ESG gereksinimlerini belirlemek tartışmasız olarak daha fazla belirsizlik içermekte ama ESG açısından en kritik noktalarda hedefler belirlenerek bu süreç başlatılabilir.

Covid-19 tartışmasız şirketlerin kırılgan noktalarını daha iyi ortaya çıkardı. Bu sebeple şirketlerin uzun vadeli dönüşüm programlarının ve yatırım harcamalarının artması muhtemel. Şirketlerin pandeminin stratejik ve nakit akışındaki etkilerini değerlendirip paydaş beklentilerini de temettü ve hisse geri alım programı karar mekanizmasına koymaları gerekmekte. Gelişmekte olan ülkelerde ise daha fazla belirsizlik sebebiyle bu süreç tartışılmaz daha zor. Bu ülkelerde stres testleri sermaye ihtiyacı hesaplamalarında daha büyük önem arz ediyor.

Ayrıca hissenin halka açıklık oranı ve likiditesi de hisse geri alım programlarında değerlendirilmesi gereken faktörlerden biri. Düşük likiditesi olan bir şirkette hisse geri alım programı hissenin cazibesinin uzun vadede azalmasına neden olabilir.

Yatırımcı ilişkilerinin sermaye planı iletişimindeki rolü

Bu süreçte yatırımcı ilişkilerine düşen görev ise hissedar beklentilerini iyi anlayıp bunu şirket yönetimine iletmek ve hissedarlara şirketin yaklaşımı konusunda mesajları iyi vermek. Yatırımcıların sermaye yönetimi beklentilerinde alt gruplar içinde farklılıkların olması kaçınılmaz. Örneğin büyüme odaklı bir yatırımcı yüksek temettü tercih etmeyebilir, temettü odaklı bir yatırımcı ise güçlü büyüme fırsatlarının çıkmasına rağmen yetkilendirilmeleri (mandate) sebebiyle düşük temettü veriminden memnun olmayabilir. Bazı yatırımcı grupları öngörülebilir ve düzenli temettü programlarını tercih ederken, diğerleri hisse geri alım programlarını tercih edebilir. Özetle; her yatırımcı profiline uygun bir model hiçbir zaman mümkün olmayacaktır. Bu sebeple yatırımcı ilişkileri iletişiminde önemli olan hissedarlara hedef sermaye yapısının hangi kriterleri dikkate alarak belirlendiğini iyi anlatmak, şirket yönetimine yatırımcı beklentilerini iletmek ve yatırımcı beklentilerini iyi yöneterek sürprizleri minimize etmektir.