

ULUSLAR ARASI HİSSE SENEDİ PİYASASINA HİSSE SENEDİ İHRACI VE İMKB'DE İŞLEM GÖREN FİRMALARIN İHRAÇ PERFORMANSI

Kürşat YALÇINER^(*)

Özet: Yabancı hisse senedi ve depo sertifikası firmaların hisse senetlerini yabancı piyasalara kayıt ettirmede kullandıkları iki menkul kıymettir. Yabancı hisse senetleri bir aracı kurum vasıtasıyla, yerel düzenlemelere uygun olarak, yerel piyasadaki yatırımcılara yönelik ihraç edilen hisse senetleri iken depo sertifikaları türev menkul kıymetlerdir. Depo sertifikası ise yabancı bir para birimi cinsinden ihraç edilen ve ihraç eden firmanın ülkesindeki bir saklama bankasında saklanan hisse senetlerini temsil eden menkul kıymetlerdir. Bu çalışmanın amacı, uluslar arası hisse senedi piyasalarından kaynak sağlama aracı olan depo sertifikalarını tanıtmak, İMKB'de hisse senedi işlem gören firmalar için böyle bir kaynağın varlığını vurgulamak ve bu piyasalardan finansman sağlayan Türk firmalarının performansını değerlendirmektir.

Anahtar Kelimeler:Uluslararası Hisse Senedi Piyasalarına Kote Olma, Hisse Senedi İhracı, Depo Sertifikaları, İhraç Performansı

Abstract: Companies can list their shares on foreign exchanges in two ways – through foreign shares or depository receipts. Foreign shares are shares of a foreign corporation issued directly to domestic investors through a transfer agent in accordance with local regulations. Depository receipts are derivative securities. An depository receipt is a foreign exchange-denominated security representing shares of stock in a foreign company that are held on deposit on behalf of the DR owner by a custodian bank in the issuing company's home country. The objective of this study is; to introduce certificates of deposit as a financial instrument to underline the presence of such a resource for firms that are quoted to the İstanbul Stock Exchange, and to evaluate the performance of Turkish firms which raise funds from this market.

Keywords: Listing on Foreign Stock Exchanges, Equity Issue, Depository Receipts, Issue Performance

I. Giriş

Ülkelerin temel ekonomik dengesizliklerinin ortaya çıkardığı finansman ihtiyacı ve piyasalar arası getiri oranı farklılıkları uluslararası sermaye hareketlerinin temel nedenleridir. Uluslar arası hisse senedi piyasalarının son yirmi yıl içerisinde büyük bir gelişim sergilemesi, firmaları ve hükümetleri yeni finansman kaynaklarına kavuştururken, bireysel ve kurumsal tasarruflara da yeni yatırım alanları yaratmıştır. Sermaye hareketlerini yasaklayan veya kısıtlayan yasal düzenlemelerin uzun yıllar varlığını sürdürmesi, uluslararası piyasalara menkul kıymet ihraç sürecinin karmaşık bürokrasisi, yurtdışı halka arzların veya hisse senetlerini yabancı piyasalara kayıt ettirmenin firmalara getireceği ilave yükümlülükler ve ülkeler arası mali tablo raporlama

^(*) Yrd.Doç.Dr. Gazi Üniversitesi İİBF

standartlarındaki farklılıklar firmaların uluslararası hisse senedi piyasasından kaynak sağlama imkanını sınırlandırmıştır.

Finansal serbestleşme sonrasında dünya genelindeki ekonomik işlemlerin daha serbest bir ortamda yapılabilmesi bireylerin, firmaların ve hükümetlerin tasarruflarının ulusal sınırlar dışına kolayca çıkarılabilmesini veya uluslararası piyasalardan kolayca finansman sağlanmasını kolay bir hale getirmiştir. Piyasaya girişle ilgili yasal düzenlemelerin kolaylaştırılması ulusal hisse senedi piyasalarına kote olan yabancı hisse senetleri sayısında belirgin bir artış meydana getirmiştir. Union Carbide, Black & Decker, Caterpillar ve General Motors Almanya hisse senedi piyasasına kote olan 200 yabancı hisseden bir kaçıdır. Benzer şekilde, ITT, Hoover ve Woolworth İngiltere hisse senedi piyasasına kote olan yaklaşık 500 yabancı hisse senedi arasındadır (Shapiro, 1998:381). Amsterdam, Lüksemburg ve İsviçre gibi hisse senedi piyasalarına kote olan yabancı hisse senedi sayısının, bu ülkelerin ulusal piyasalarında işlem gören yerli hisse senedi sayısından fazla olması gelişimin en çarpıcı göstergesidir.

Bu çalışmanın amacı, uluslararası hisse senedi piyasalarından kaynak sağlama aracı olan depo sertifikalarını çeşitli yönleriyle tanıtmak ve bu piyasalara hisse senedi ihraç etmiş İ.M.K.B.'ye kote firmaların ihraç performansını değerlendirmektir.

II. Uluslararası Hisse Senedi Piyasasının Arz Kaynağı ve Niteliği

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke firmaları uluslararası hisse senedi piyasasının arz kaynağını oluşturmaktadır. Uluslararası piyasalardan sağlanan kaynaklar yurt içi piyasalardan sağlanan kaynaklara göre daha düşük maliyete sahiptir. Çünkü, ulusal ekonomilerde fon arzının yetersizliğine karşın fon talebinin fazla olması, ulusal piyasalardan kaynak kullanmak isteyen firmaların kaynak maliyetini artırmaktadır. Tasarruf miktarının ulusal piyasalara göre daha fazla olduğu uluslararası hisse senedi piyasaları ise, daha düşük maliyetli kaynak sağlayabilmektedir. Uluslararası piyasalara hisse senedi ihracının firmanın marka bilincini kuvvetlendirmesi, kredibilitesinin artmasına katkı sağlaması, kayıt koşullarının ve ihraç maliyetlerinin ulusal piyasalara göre daha avantajlı olabilmesi gibi faktörler uluslararası piyasaları hem fon arz edenler, hem de fon talep edenler açısından cazip hale getirmiştir.

Uluslararasılaşan firmaların yeni pazarlara daha kolay girebilmesinin sağladığı avantajlar firmaların uluslararası hisse senedi piyasasına hisse senedi ihraç sürecini hızlandırmıştır. Ulusal piyasaların dar kalıplarından kurtulan firmalar, uluslararası piyasalara menkul kıymet ihraç ederek ulusal piyasalardan sağlayamayacakları büyüklükte fon elde edebilmekte ve hisse senetlerinin likiditesini artırabilmektedirler.

Uluslararası hisse senedi piyasası, gelişmekte olan ülke kamu kuruluşlarının hisse senetleri içinde önemli bir pazardır. Devlet mülkiyetindeki işletmelerin özelleştirilmesiyle ulusal menkul kıymet piyasalarının

kapitalizasyon oranı ve piyasa aktivitesinde artışlar sağlanmakta, özelleştirilen firmaların hisse senetlerinin bir kısmının diğer ülke piyasalarında işlem görmesinin sağlanmasıyla da hisse senetlerine uluslararası pazarlanabilme kabiliyeti sağlanabilmektedir (Feldman and Kumar, 1995:190). Örneğin Şili Telefonos de Chile'yi depo sertifikaları yoluyla özelleştiren ilk gelişmekte olan ülke olmuştur. 98 Milyon dolarlık depo sertifikası New York Stock Exchange'de satışa sunulmuştur. Yine Arjantin Hükümeti Telefonica de Argentina'nın özelleştirilmesi amacıyla 364 milyon dolarlık depo sertifikası ihraç etmiştir. Gelişmekte olan ülkeler tarafından bir özelleştirme programı kapsamında en büyük uluslararası hisse senedi ihracı 3 milyar dolarlık depo sertifikası ihracıyla Arjantin petrol şirketine ait olmuştur (Claessens, 1994:64). Yine benzer yöntemler kullanılarak 1997 yılında Çin 4.560 milyon dolarlık ADR ile China Telecom Hong-Kong'un % 25 hissesini, Macaristan 1.200 milyon dolarlık ADR ihracıyla telecom firması Matav'ın % 27 hissesini ve Hindistan 418 milyon dolarlık ADR ihracıyla Mahanagar Telephone Nigim'in % 8.5'ini uluslararası hisse senedi piyasasına menkul kıymet ihraç ederek özelleştiren ülkeler olmuştur (World Bank, 1998:22). Kamu mülkiyetinde bulunan Tofaş Türk Otomobil Fabrikaları A.Ş.'nin Kamu Ortaklığı İdaresine devredilen hisseleri de 1994 yılında 144 A ve Reg S satış yöntemiyle uluslar arası hisse senedi piyasasında satılmıştır.

III. Uluslararası Hisse Senedi Piyasasındaki Talebin Niteliği

Uluslararası hisse senedi piyasalarının gelişiminde tasarruf sahiplerinin tercihlerini yabancı menkul kıymetlerden yana kullanmalarının da büyük etkisi vardır. Uzun yıllar boyunca birikimlerini yurt içi menkul kıymetlerde değerlendiren kurumsal ve bireysel yatırımcılar, ulusal ekonomilerin büyüme sürecinin yavaşlaması ve yurt içi menkul kıymet getiri oranlarının azalması nedeniyle farklı ülke menkul kıymetlerine yatırım yapmaya başlamışlardır. Benzer şekilde bireysel yatırımcılar da yüksek getirili yabancı hisse senetlerine sahip olma ve portföylerinin sistematik riskini düşürme amacıyla yabancı hisse senetlerine yatırım yapmaktadırlar.

Yabancı hisse senetleri, özelliklede gelişmekte olan ülke hisse senetleri sahip oldukları bu potansiyel faydalarına rağmen riskli bir yatırım aracıdır. Çünkü yabancı hisse senetleri, firmanın faaliyetleri hakkındaki bilgiye ulaşmanın güçlüğü, bilgi edinmenin maliyetli olması, çoğu zaman piyasaya giriş veya elde edilen gelirin transferi önündeki engeller, piyasaların gelişmişlik düzeyinin ortaya çıkardığı sorunlar gibi doğal yatırım ortamını bozan, riskli hale getiren bir çok faktörü de bünyesinde barındırmaktadır.

Hisse senedinin firmanın faaliyet gösterdiği ülke piyasasından doğrudan satın alınması, ilgili ülkenin kurumlarıyla iş yapılmasını ve kanunlarına tabi olunmasını da gerektirir. Satın alma, takas ve saklama işlemlerinin ilgili ülke sermaye piyasası mevzuatına göre yapılması çoğu zaman

yabancı yatırımcı açısından, özellikle küçük yatırımcı açısından bir risk unsuru olabilmektedir.

Özellikle gelişmekte olan menkul kıymet piyasalarına yatırım yapabilmek, yatırımcı bilincinin gelişmiş olmasına, gelişmekte olan piyasalar ile onların karakteristikleri hakkında bilgi sahibi olunmasına ve en önemlisi hisse senedini satın alacağı firmanın faaliyetlerinden sürekli olarak bilgi sağlayacağı bilgi kaynaklarına sahip olunmasına bağlıdır. Hisse senetlerinin ilgili piyasadan direkt satın alınması yüksek bilgi maliyetine katlanılmasını da gerektirir. Özellikle gelişmekte olan ülke firmalarının performansları hakkında bilgi sağlamak yabancı yatırımcının ülkesinde çok maliyetli ve güç olabilmektedir. Gelişmekte olan piyasalar ve firmalar hakkında bilgi sağlayan on-line servisleri gelişmekle birlikte sahip oldukları gelişmişlik seviyeleriyle gelişmiş ülke piyasalarının gerisindedirler. Kamuya açıklanan sınırlı bilgilerin niteliğinin farklı muhasebe standartları nedeniyle anlaşılır olması çok zordur (Aggarwal, 1995:246).

Yatırımcı gelişmekte olan piyasa menkul kıymetlerine iyi bir şekilde değer biçebilmek için, gelişmekte olan piyasalardaki muhasebe ve finansal bilgi standartlarını, bu piyasaların değerlendirme uygulamalarını ve standartların kendi ülkesiyle olan karşılaştırmasını bilmek zorundadır. Bu açıdan yatırımcı, bilginin kaynağıyla da ilgilenmelidir. Çünkü bilgi kaynağı bir çok ülkede illegal olabilmektedir (Aggarwal, 1995:246). Yabancı hisse senetlerinin ulusal piyasalardan satın alınmasının ortaya çıkaracağı risk unsurlarından korunmanın en pratik yolu ise depo sertifikası yatırımdır.

IV. Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Erişim ve Piyasa Potansiyeli

Depo sertifikası finansal bir enstürman olarak ilk kullanılmaya başlandığında, gelişmiş ülke firmalarına ait hisse senetlerinin diğer gelişmiş ülke piyasalarında işlem görmesini sağlayan bir araç olmuştur. Depo sertifikaları daha sonraki yıllarda gelişmekte olan ülke firmalarının uluslararası sermaye piyasalarına erişimini sağlayan, gelişmiş hisse senedi piyasalarından kaynak sağlayan ve gelişmekte olan ülke piyasalarına yatırım yapmak isteyen yatırımcıların yatırım yapmasına olanak sağlayan finansal araçlar haline gelmiştir.

ABD piyasaları hisse senedi ihracı konusunda yabancı firmaların en fazla tercih ettiği piyasalar olmasına rağmen, ABD mevzuatının sıkı kuralları firmaların arzu ettikleri başarıyı elde etmesine engel olmuştur. Çünkü, 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası ABD piyasalarına ihraç edilen menkul kıymetlerin SEC'e (Securities And Exchange Commission) kayıt ettirilmesini ve satışa sunulan menkul kıymetlere ait finansal ve diğer bilgilerin kamuya duyurulmasını emretmektedir (Citibank, 1992:13). 1934 Tarihli Menkul Kıymetler Borsaları Yasası ise, ABD'ye yapılan halka arzların kayda

alınmasını, depo sertifikalarının borsalara kote edilmesini ve firma bilgilerinin yıllık olarak yayınlanmasını zorunlu hale getirmektedir (Citibank, 1992:13).

ABD’li yatırımcıların yabancı piyasalara yaptıkları yatırımlarda karşılaştıkları sorunları ortadan kaldırarak ABD’li yatırımcıları korumak arzusu ve daha fazla yabancı hisse senedinin ABD piyasalarına kote edilmesiyle ABD piyasalarının rekabet gücünü artırma amacı, yabancı firmaların piyasaya girişiyle ilgili kuralların yumuşatılmasına ve özel kayıt koşullarının geliştirilmesine neden olmuştur.

SEC’in 1990 yılında uygulamaya başladığı 144 A Kuralıyla depo sertifikalarının halka arz edilmeksizin ABD piyasasına ihracı mümkün olmuştur. 144 A Kuralı sayesinde menkul kıymetler SEC kaydına alınmamakta, ihracı firmalardan 1934 Menkul Kıymetler Borsaları Yasası’nın öngördüğü raporlama yükümlülükleri talep edilmemekte, firmalar yalnızca sınırlı düzeyde bilgi vermekle yükümlü tutulmaktadır. Bu sayede firmalar, ABD’deki halka arzlarda istenen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine tabi olunmaksızın ABD tahsisli satış piyasasına girilebilmektedir. Tahsisli satış adı verilen bu satış yönteminde, menkul kıymetlerin satışı halka değil, belirli özelliklere sahip ‘Nitelikli Kurumsal Yatırımcılar’ olarak isimlendirilen kurum ve kuruluşlara yapılmaktadır. Nitelikli Kurumsal Yatırımcılar bu menkul kıymetleri iki yıl süreyle yalnızca kendileri gibi Nitelikli Kurumsal Yatırımcılara satabilmekte, ancak ikinci yılın sonunda halka satışı mümkün olabilmektedir.

Piyasaya girişle ilgili kuralların yumuşatılması ve özel kayıt koşullarının geliştirilmesi sonucunda 78 ülkenin ABD piyasalarına ihraç ettiği depo sertifikası toplamı 1.436’ya ulaşmıştır. Bu sayının 533’ü NYSE, AMEX ve NASDAQ borsalarına kote ettirilen, kalan kısım ise kote ettirilmeden işlem gören depo sertifikalarıdır. Kote ettirilen depo sertifikalarının yıllık işlem hacmi 2000 yılında tarihi seviyesi olan 1,1 trilyon \$’a ulaşmış, 2002 yılındaki seviyesi ise 550 milyar \$’a gerilemiştir (The Bank of New York, 2002:2,3,4,5).

V. Uluslararası Hisse Senedi Piyasası Finansal Aracı Olarak Depo Sertifikaları

Depo sertifikaları, bir depo kuruluşuna depo edilen, belirli bir miktar menkul kıymeti temsilen çıkarılan ve depo edilen menkul kıymetin sahip olduğu bütün haklara sahip menkul kıymetlerdir. Depo sertifikaları bu yönüyle firmalara uluslararası hisse senedi piyasalarından finansman imkanı sağlayan bir araçtır. Depo sertifikaları aynı zamanda yabancı hisse senetlerine yatırım yapmanın da pratik bir yoludur.

Depo sertifikası genel bir tanımlamadır. İhraç edildiği piyasalara göre farklı isimlerle anılır. ABD hisse senedi piyasalarında işlem görmek amacıyla ihraç edilenler ADR (American Depositary Receipts), Avrupa piyasalarına yönelik ihraç edilenler EDR (European Depositary Receipts), çeşitli uluslararası piyasalarda işlem görmek amacıyla ihraç edilenler GDR (Global Depositary Receipts) olarak isimlendirilir.

Amerikalı bir yatırımcı açısından ADR dolar üzerinden kıymetlendirilmiş, devri mümkün olan ve yabancı hisse senedi üzerinde mülkiyet hakkını gösteren bir belgedir. SEC tarafından kayda alınan ADR'ler ABD sınırları içinde serbestçe el değiştirebilen ve ABD sermaye piyasalarında (NYSE, AMEX, NASDAQ, OTC) işlem gören Amerikan menkul kıymetleridir (Esin, 1993:52).

Hisse senetlerinin depo sertifikaları yoluyla yabancı ülke piyasalarına kote ettirilerek işlem görmesi, firmanın daha geniş bir yatırımcı kitlesine ulaşmasını sağlamak ve depo sertifikaları temsil ettikleri hisse senetlerine göre daha likit bir varlık olabilmektedir. Bu nedendir ki depo sertifikaları derinliği olan ve likiditesi yüksek menkul kıymet olarak kabul edilmektedir. Emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi büyük kurumsal yatırımcılar yabancı hisse senetlerini portföylerine alma konusunda çok tutucu davranmalarına rağmen, SEC tarafından kayıt ve kote edilen depo sertifikalarını portföylerine kolaylıkla alabilmektedirler. (Brecha and Houston, 1990: 144). Depo sertifikaları firmaların uluslararası piyasalara erişimini kolaylaştırarak, sermaye birikiminin oluşumunu da hızlandırır. Uluslararası düzeyde tanınmayla firmanın çeşitli piyasalardan sağlayacağı kaynakların maliyeti azaltılmaya çalışılır.

Hisse senetlerinin firmanın faaliyet gösterdiği piyasadan direkt olarak satın alınması durumunda yabancı yatırımcının yüklenmek zorunda kaldığı risk unsurları depo sertifikalarına sahip olduğunda ortadan kalkmaktadır. Çünkü, depo sertifikalarına yatırım süreci temsil ettiği hisse senedine yatırım sürecinden daha kısadır. Para transferi, hisse senetlerinin takası ve saklanması işlemlerinde yaşanan problemler ve riskler depo sertifikalarında yoktur (Shapiro, 2003:530). ADR'ler yabancı yatırımla ilgili yönetim problemlerini de ortadan kaldırır. Takas ve denkleştirme ABD'de gerçekleşmekte ABD hisse senetlerine uygulanan komisyon oranlarının aynısı uygulanmaktadır.

Yabancı menkul kıymetlere yatırım alternatiflerinin maliyet, risk ve potansiyel faydalarının özetlendiği Tablo I'den de izlenebileceği gibi, firma faaliyetleri hakkında bilgi edinme maliyeti, işlem maliyeti ve döviz kuru riski açısından depo sertifikaları hisse senetlerinin ilgili piyasadan direkt satın alınmasına göre daha avantajlıdır.

Tablo 1: Yatırım Alternatiflerinin Maliyet-Risk ve Potansiyel Faydaları

YATIRIM ALTERNATİFİ	MALİYET VE RİSKLER			POTANSİYEL FAYDALAR	
	Bilgi Maliyeti	İşlem Maliyeti	Döviz Kuru Riski	Risk Azaltımı	Varlık Seçimi
Hisse Senedi	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek	Yüksek
ADR	Orta	Düşük	Orta	Yüksek	Orta
Müşterek Fon.					
-Kapalı Sonlu	Düşük	Orta	Orta	Orta	Orta
-Açık Sonlu	Düşük	Orta	Düşük	Orta	Orta
Çok Ulus Fir.	Düşük	Düşük	Düşük	Düşük	Orta

Kaynak : Raj Aggarwal, David C. Schirm, Haworth Hugh, Regulatory Aspects of International Portfolio Diversification Global Portfolio Diversification Risk Managemet, Market Microstructure and Implementation, Academic Press, 1995, S 252

ADR'lerin fiyatlarının dolara çevrildiğinde oldukça düşük olması menkul kıymeti ABD'li yatırımcılar için çekici kılan bir diğer özelliktir. ADR değeri, ABD doları cinsinden ifade edilir ve kar payları da dolar olarak ödenir (Butler, 2004:427). Firmanın dağıtmış olduğu temettüler uluslararası depocu banka tarafından tahsil edilir ve ABD doları cinsinden ADR sahiplerine dağıtılır. Temettü ödemelerinin döviz cinsinden yapılması, yerel para birimiyle yapılan temettü ödemelerindeki dönüştürme işlemini ve bürokratik işlemleri ortadan kaldırır.

Fakat ADR yatırımları döviz kuru riskine maruz kalabilir (Brecha and Houston, 1990:145). Çünkü ADR'ler, ABD doları olarak düzenlenmesine karşın, bir ADR hem ev sahibi ülkede temsil ettiği hisse senedinin değerini, hem de yabancı para birimi olarak ifade ettiği değeri yansıtır (Reilly and Brown, 2003:84). Ev sahibi ülkedeki hisse senedinin değeri sabit kalsa bile, döviz kurlarındaki hareketlilik ADR'nin fiyatında değişikliğe neden olur. Doların güçlü olduğu dönemlerde ADR fiyatı ve kar payları düşmekte, zayıf olduğu dönemlerde artmaktadır.

Örneğin, bir Alman firmasının bir hisse senedini temsil eden ADR'si 100 Euro olarak kote edildiyse ve döviz kuru 2 Euroya karşılık 1 ABD doları ise, Alman firmasının ADR'sinin fiyatı 50 \$ olacaktır. Euro ve dolar arasındaki döviz kuru 2'den 2.5'e çıktığında ADR 40 \$'dan işlem görecektir. Çünkü, 1 ABD doları 2 Euroya karşılık gelirken, döviz kurunun artmasıyla 1 ABD doları ile 2.5 Euro alınabilecektir. Eğer dolar düşer iken hisse senedinin fiyatı ev sahibi ülkede artar ise, para birimi hareketliliği ADR'nin kazancını artıracaktır. Bunun yanında, doların değerindeki artışlar, hisse senedinin iç piyasadaki değer artışının etkisini yok eder ve ADR'nin değeri düşer.

VI. Depo Sertifikası Türleri

Depo sertifikaları ABD’de uygulandığı şekliyle sponsorlu ve sponsorsuz olmak üzere iki şekilde düzenlenir. Sponsorlu ADR programları ihraççı ile depocu bankanın imzaladığı bir anlaşmaya göre düzenlenir. Anlaşma, depocu kuruluşun sorumluluklarını belirlemekte ve genellikle yatırımcı sorularına cevap vermeyi, hissedarlara bütün raporları göndermeyi, kar payı ödemelerini yapmayı, hissedar kayıtlarını muhafaza etmeyi içerir (Esin, 1993: 67). Sponsorlu programlar kayıt edilmiş menkul kıymetler olduklarından ve önemli borsalardan birine kote edildiklerinden ABD’li yatırımcılar için en uygun programlardır. SEC kaydı ADR’nin likiditesini ve pazarlanabilirliğini artırmaktadır (Esin, 1993: 68). Ayrıca sponsorlu ADR’lere yatırım yapan yatırımcılar açısından bilgi riski oldukça düşüktür (Brecha and Houston, 1990:145).

Sponsorlu ADR programlarında ihraççının ABD’deki muhasebe standartlarına göre finansal tablo düzenlemesi veya kendi ülkesindeki finansal raporlama standartları ile arasındaki farklılığı belirtmesi zorunludur.

Sponsorlu ADR uygulamalarında, ihraççı temettü dağıtımına ilişkin maliyetlere katılırken depocuda genel kurul ilanları ve oy kullanma gibi konularda ADR sahiplerini bilgilendirir. ADR sahiplerinin oy kullanmalarına yardımcı olur, ortaklara yapılacak her türlü duyuruları ve firmaya ilişkin diğer bilgileri ADR sahiplerine iletir (Vurgun, 1994:14). Yatırımcılar açısından sponsorlu ADR uygulamalarıyla yabancı menkul kıymetlere yatırım yapmanın risklerinin bir kısmı yok edilir. Yatırım aracıyla ilgili bilgilerin ve yatırım aracının sağladığı hakların kullanılmasının depocu tarafından sağlanması yatırımcının riskini azaltmaktadır.

Sponsorlu ADR programları üç şekilde düzenlenir (Vurgun, 1994:14). Aşama-1’de (Level – 1) ADR’ler bir borsaya kote edilmeksizin tezgah üstü piyasada işlem görür. Mevcut menkul kıymetler depocuya teslim edilerek karşılığında ADR ihraç edilir. Bu tür ADR’ler SEC’e kayıt edilmekle birlikte menkul kıymet borsalarına kote edilmezler. Bu nedenle ABD’deki kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden muaf tutulurlar. İhraççıdan yalnızca kendi ülkesindeki kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmesi istenir.

Aşama-2’de (Level-2) mevcut menkul kıymetler karşılığında çıkarılan ADR’ler SEC’e kayıt edilir ve menkul kıymetler borsasına kote edilir. Aşama 2’ye göre oluşturulan ADR programlarında kamuyu aydınlatma ile ilgili yükümlülüklerin yerine getirilmesi ve ayrıntılı bilgileri de içeren yıllık raporların düzenlenmesi gerekmektedir.

Aşama-3’de ADR’ler kapsamlı bir kamuyu aydınlatma yükümlülüğü ile ihraç edilir. SEC’e kayıt ve menkul kıymet borsalarından birisine kote olunur. Bu program ABD piyasalarına yeni menkul kıymet ihraç etmek için kullanılır.

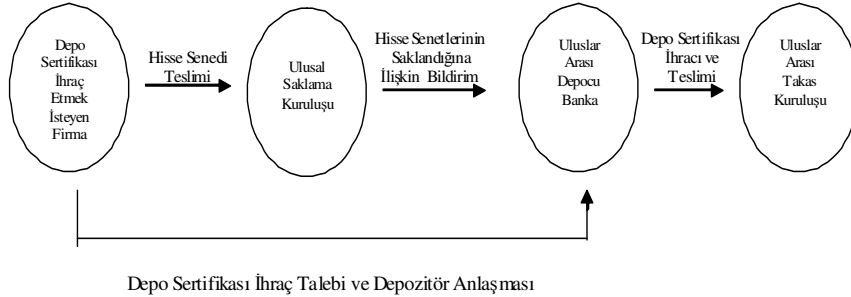
Sponsorsuz ADR’ler ise SEC’e kayıt ettirilmez. Bütün maliyetler ADR sahipleri tarafından karşılanır. Depocu banka depo etme, geri çekme, temettülerin dolara çevrilmesi ve diğer hizmetleri ücret karşılığında

yapmaktadır. Depocu, sponsorsuz ADR uygulamasında hissedarlara yapılması gereken duyuruların yapılmasına ve oy haklarının ADR sahiplerine aktarılması görevinin yerine getirilmesinde bir zorunluluğa sahip değildir. New York veya American Stock Exchange'de ticareti yapılan ADR'ler bir sponsora sahipken, Nasdaq, Tezgah Ustu Piyasalar (OTC) ve elektronik araçlarda işlem gören ADR'ler böyle bir kurumun desteğinden yoksundur. Bu durum yatırımcılar açısından bilgi riskini ve bilgiye ulaşma maliyetini yükseltmektedir (Brecha and Houston, 1990:145).

VII. Depo Sertifikası Organizasyonu

Depo sertifikası organizasyonlarının dört tarafı vardır. Bunlar, depo sertifikası ihraç etmek isteyen firma, ihraççı ülkedeki saklama kuruluşu, uluslararası depocu banka ve uluslararası takas kuruluşudur.

Depo sertifikası ihracı yoluyla finansman sağlamak isteyen firma The Bank of New York, Citibank, Morgan Guaranty ve Bankers Turst Company gibi uluslararası depocu bir bankayla tarafların görev, sorumluluk ve haklarının belirlendiği bir depozitör anlaşması imzalar. Daha sonra ihraççı firma ulusal piyasada işlem gören belirli bir miktar hisse senedini faaliyet gösterdiği ülkedeki saklama kuruluşunda güvenceye alır. Ulusal saklama kuruluşu, hisse senetlerinin teslim alınarak saklandığı bilgisini uluslararası depocu bankaya iletir. Depocu banka takasbankta saklamaya alınan hisse senetlerini temsil eden ve onunla aynı haklara sahip olan depo sertifikalarını ihraç eder (Butler, 2004:593). İhraç edilen depo sertifikaları uluslararası takas kuruluşuna veya müşteriye teslim edilir.



VIII. Depo Sertifikası İhracında Türk Firmalarının Performansı

Tablo II'den de izlenebileceği gibi İMKB'na kote olan firmalar 1990-2000 yılları arasında uluslararası hisse senedi piyasalarına toplam 36 adet menkul kıymet ihracı gerçekleştirmiştir. Bu ihraçlar farklı piyasalara, farklı depo sertifikası türleriyle yapılmıştır. Depo sertifikası ihracı ağırlıklı olarak, kurumsal yatırımcılar piyasası olan, NASDAQ bünyesinde faaliyet gösteren ve 144 A Kuralına göre ticareti yapılan depo sertifikalarının satışının yapıldığı

ekran temelli ticari bir sistem PORTAL'da (Private Offering, Resale and Trading through Automated Linkages System) yapılmıştır. PORTAL'a ihraç edilen ADR'lerin SEC'e kayıt ettirilmesi ve borsanın rapor yükümlülüklerini yerine getirmesi gerekli değildir. Yalnızca 5 adet ihraç, tezgah üstü piyasa olarak isimlendirilen OTC'lere yapılmıştır. Türkcell İletişim Hizmetleri A.Ş. ait ADR ise NYSE' kote ettirilmiştir. İhraç edilen 36 depo sertifikası içerisinde en çok raporlama yükümlülüğüne sahip hisse senedir.

Türk firmalarının depo sertifikası ihraçları, ihraç tipine göre de sınıflandırılabilir. Firmalar 144 A, Level I, Level III ve Reg S ihraç türlerini kullanarak depo sertifikası ihraç etmiştir. 5 Firma Level I, 1 firma Level III, 15 firma 144 A ve 15 firma Reg S ihraç tipini kullanmıştır. Sponsorlu ADR ihraç eden 6 firmadan 5 tanesi, ihraç ettikleri ADR'leri SEC'e kayıt ettirmekle yükümlü olan, fakat menkul kıymetler borsasına kote ettirme zorunluluğu bulunmayan, dolayısıyla ABD'deki kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinden muaf tutulan, yalnızca kendi ülkesindeki kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmesi yeterli olan Level-1 ihraç yöntemini tercih etmiştir.

Tablo 2: İMKB'de İşlem Gören Firmaların Uluslararası Hisse Senedi Piyasasına Menkul Kıymet İhraçları

İHRAÇ EDEN FIRMA	İHRAÇ EDİL. PİYASA	İHRAÇ TİPİ	DEPOZİTOR KURULUŞ	İHRAÇ TARİHİ
AKBANK	PORTAL	144 A	BNY	1998
AKBANK	-----	Reg S	BNY	1998
ALARKO CARRIER SANAYİ	OTC	Level I	CIT	1996
ANADOLU EFES BİRA	-----	Reg S	BNY	1995
ANADOLU EFES BİRA	PORTAL	144 A	BNY	1995
EFES SİNİ İ YATIRIM HOLDİNG.	PORTAL	144A	CIT	1998
EFES SİNİ İ YATIRIM HOLDİNG	-----	Reg S	CIT	1998
EGS GAYRİMENKUL YATIRIM	PORTAL	144 A	BNY	1998
EGS GAYRİMENKUL YATIRIM	-----	Reg S	BNY	1998
FİNANSBANK A.Ş.	PORTAL	144 A	BNY	1998
FİNANSBANK A.Ş.	-----	Reg S	BNY	1998
HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG	PORTAL	144 A	CIT	1997
HACI ÖMER SABANCI HOLDİNG	-----	Reg S	CIT	1997
MEDYA HOLDİNG	OTC	Level I	CIT	1998
NET HOLDİNG	OTC	Level I	CIT	1990
PARK TEKSTİL A.Ş.	-----	Reg S	DB	1997
RAKS ELECTRONİK SANAYİ	OTC	Level I	CIT	1996
TOFAŞ TÜRK OTO FAB	PORTAL	144 A	BNY	1994
TOFAŞ TÜRK OTO FAB	-----	Reg S	BNY	1994
TÜPRAŞ-TÜRKİYE PET RAF	PORTAL	144 A	DB	2000
TÜPRAŞ-TÜRKİYE PET RAF	-----	Reg S	DB	2000
TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.	PORTAL	144 A	BNY	2000
TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.	-----	Reg S	BNY	2000
TÜRKCCELL İLETİŞİM HİZ.İ	NYSE	Level III	MGT	2000

TÜRKİYE GARANTİ BANKASI	OTC	Level I	BNY	1994
TÜRKİYE GARANTİ BANKASI	PORTAL	144 A	BNY	1993
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	PORTAL	144 A	BNY	1998
TÜRKİYE İŞ BANKASI A.Ş.	-----	Reg S	BNY	1998
UZEL MAKİNA SANAYİ A.Ş.	PORTAL	144 A	CIT	1997
UZEL MAKİNA SANAYİ A.Ş.	-----	Reg S	CIT	1994
VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ	PORTAL	144 A	BNY	2000
VESTEL ELEKTRONİK SANAYİ	-----	Reg S	BNY	2000
YAPI VE KREDİ BANKASI	PORTAL	144 A	BNY	1997
YAPI VE KREDİ BANKASI	-----	Reg S	BNY	1997
YAZICILAR HOLDİNG A.Ş.	PORTAL	144 A	CIT	2000
YAZICILAR HOLDİNG A.Ş.	-----	Reg S	CIT	2000

Kaynak:Bank of New York:Depositary Receipts:DR Directory Print Friendly Version
(WWW.adrbny.com 23.03.2003)

Sponsorlu ADR ihraç eden 6. firma (Türkcell) ADR'leri SEC'e kayıt ve menkul kıymetler borsasına kote ettirmekle yükümlü olunan Level-3 ihraç yöntemini tercih etmiştir. Bu yönüyle firma yalnızca kendi ülkesindeki raporlama standartlarına değil, daha kapsamlı olarak ihraç edilen ülkedeki raporlama standartlarına da tabi olmuştur.

Depo sertifikası ihraç eden 15 firma ise 144 A Kuralına göre menkul kıymet ihraç etmiştir. Bu firmalar ABD'deki halka arzlarında istenen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine tabi olmadan, tahsisli satışlar pazarındaki özel emeklilik fonları, yatırım şirketleri ve sigorta şirketleri gibi kurumsal nitelikli alıcılara satış yapmışlardır. Diğer 15 firma, SEC'in kayda alma gerekliliklerine tabi olmayan ve ABD piyasaları dışındaki yabancı menkul kıymetlerin ihraç ve satışını düzenleyen Reg S Yönetmeliğine göre menkul kıymet ihraç etmiştir.

IX. Sonuç

Tasarruf eğiliminin ve sermaye birikiminin yetersiz olduğu piyasalarda faaliyet gösteren firmalar için uluslararası piyasalar büyük imkanlar sağlamaktadır. Bu anlamda uluslararası hisse senedi piyasaları İMKB'ye kote olmuş firmalara daha uygun vade ve maliyet yapısında kaynak sağlayacak potansiyele sahiptir. Bu potansiyelin firmalar tarafından kullanılması evrensel kriterlerin firmalarca benimsenmesine bağlıdır. Firmalar açısından evrensel kriterlerin en önemlilerinden birisi genel kabul görmüş uluslararası muhasebe standartlarına uygun muhasebeye sahip olmaları ve yatırımcı kitlesi için yeterli bilgi üretmeleridir.

İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin gelişmiş piyasalarda işlem görmesi önündeki en büyük engel, firmaların mali tablo standartlarının, kamuya açıklanacak bilgi formatlarının ve piyasa değerlerinin hisse senetlerinin kote edileceği ülkede geçerli olan standartlara uygun olmamasıdır. Ek raporlamayla bu uygunluğu sağlayacak firma sayısının çok yetersiz olması da uluslararası hisse senedi piyasalarının finansman kaynağı olarak

kullanılmasını sınırlandırmaktadır. Firmalar yalnızca Türkiye’de yaptıkları kamuyu aydınlatma yükümlülükleriyle sorumlu tutulacakları, yumuşatılmış kayıt koşullarının geçerli olduğu, sınırlı finansman sağlayan ihraç türlerine yönelmektedir.

Yapılan ihraçların yarısından fazlasının yabancı bireysel yatırımcılara değil de 144 A kuralıyla ‘Nitelikli Kurumsal Yatırımcılar’ olarak isimlendirilen kurum ve kuruluşlara yapılması bu sonucu teyit etmektedir. İMKB’ye kote olmuş firmaların ihraç yapacakları ülkedeki halka arzlarda istenen kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmeleri halinde daha geniş bir yatırımcı kitlesi olan bireysel yabancı yatırımcılara ulaşabilecekler ve daha fazla kaynak sağlama imkanına kavuşabileceklerdir.

Kaynaklar

- Aggarwal, R. (1995), Investing in Emerging Markets: Challenge and Opportunities, Global Portfolio Diversification, Risk Management, Market Microstructure and Implementation Issues, Academic Press,
- Brecha, S. ve Houston, M. (1990), ADRs: Increasingly Popular Financial Instruments, Journal of Accountancy, June 1990
- Butler, K. C. (2004), Multinational Finance, Third Edition
- Claessens, S. and Gooptu, S. (1994), Can Developing Countries Keep Foreign Capital Flowing In ?, Finance and Development, September 1994
- Citibank, (1992), Depository Receipts, An Information Guide, Issuer Services Divisions, December
- Esin, E. (1993), Yabancı Sermaye Piyasalarına Girişte Kullanılan Finansal Araçlardan Depozitör Belgelerinin ABD Uygulaması ve Türkiye Değerlendirmesi, SPK Yeterlilik Etüdü
- Feldman, R. and Kumar, M. (1995), Emerging Equity Markets: Growth, Benefits, and Policy Concerns, The World Bank Research Observer, August 1995
- Reilly, F.K. and Brown, K.C. (2003), Investment Analysis & Portfolio Management, Seventh Edition
- Shapiro, A. (1998), Foundations of Multinational Financial Management
- Shapiro, A. (2003), Multinational Financial Management
- World Bank. (1998), Financial Flows and The Developing Countries, February
- The Bank Of New York. (2002), Depository Receipts (ADRs and GDRs), 2002 Year-End Market Review
- Vurgun K. (1994), Uluslar arası Piyasalara Erişim (ADR-GDR) ve Türk Sermaye Piyasasına Alternatif Öneriler, İMKB