



ANKARA
HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**BORSADAN ÇIKIŞ NEDENLERİNİN ANALİZİ VE
ÇIKIŞ TAHMİN MODELİ**

Yasin Erdem ÇEVİK

**Tez Danışmanı
Prof. Dr. Ahmet AKSOY**

**DOKTORA TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI**

EYLÜL - 2020



**BORSADAN ÇIKIŞ NEDENLERİNİN ANALİZİ VE
ÇIKIŞ TAHMİN MODELİ**

Yasin Erdem ÇEVİK

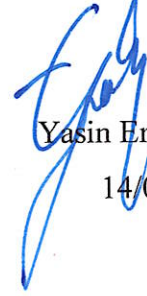
**DOKTORA TEZİ
İŞLETME ANABİLİM DALI
MUHASEBE-FİNANSMAN BİLİM DALI**

**ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ**

EYLÜL 2020

ETİK BEYAN

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım bu tez çalışmasında; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.



Yasin Erdem ÇEVİK

14/09/2020

BORSADAN ÇIKIŞ NEDENLERİNİN ANALİZİ VE ÇIKIŞ TAHMİN MODELİ

(Doktora Tezi)

Yasin Erdem ÇEVİK

ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

Eylül 2020

ÖZET

İşleme kapanma, hisse senedinin borsa pazarlarından çıkması ya da çıkarılması olarak tanımlanabilir. Çalışmanın amacı, işleme kapanma nedenlerini ve ekonomik sonuçlarını Borsa İstanbul ölçeğinde ortaya koymak ve işleme kapanmaların tahmininde kullanılacak bir model geliştirmektir. Bu amaca yönelik olarak, öncelikle işlem sırası kapanan şirketlerin finansal durumları, performansları ve firma değerindeki değişimleri incelenmiştir. Zorunlu işleme kapanmaya konu olan şirketlerin likiditeleri zayıf, karlılıkları az, çalışma etkinlikleri ise düşüktür. Finansmanlarında ağırlıklı olarak borç kullanılmış olup, borç ödeme gücü ve mali yapı oranları anlamlı bir şekilde farklılaşmıştır. Diğer taraftan birleşmeye ve gönüllü işleme kapanmaya konu olan şirketlerin finansal durum ve performanslarının, işlem gören firmalardan pek de farklı olmadığı görülmüştür. Zorunlu olarak işlem sırası kapanan şirketlerden oluşan portföyün getirisinin, şirketlerin işlem sırası kapanmadan 45 gün önce istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde BİST-100'den farklılaşmaya başladığı görülmektedir. “Gönüllü” ve “Birleşme” portföylerine yapılan istatistiksel testlerde herhangi bir olay penceresinde anlamlı bir bulguya rastlanmamıştır. Portföylere ait getirilerin BİST-100'den farklılaşmadığı görülmektedir. Son olarak, Borsa İstanbul'daki işleme kapanmaların tahmininde kullanılacak bir model geliştirilmiş ve tahmin gücü test edilmiştir. Lojistik modelde yer alacak değişkenlerin belirlenmesinde korelasyon katsayıları ile birlikte değişkenlerin boyutları ve literatürdeki kullanım sayıları da dikkate alınmıştır. 22 finansal oran arasından yapılan seçim işlemi sonunda, 11 finansal oran bağımsız değişken olarak modele eklenmiştir. Model sonuçlarının beklentilerle ve literatürle uyumlu olduğu görülmüştür. En uygun kesme değeri olan 0,5'e göre model, gözlemlerin %83'ünü doğru bir şekilde sınıflandırmıştır. Elde edilen bulgular, işleme kapanmaların tahmininde erken uyarı modellerinden yararlanabileceğini ortaya koymaktadır.

Bilim Kodu	: 1153
Anahtar Kelimeler	: İşlem Sırası Kapanma, Zorunlu İşleme Kapanma, Gönüllü İşleme Kapanma, Erken Uyarı Modeli, Borsa İstanbul
Sayfa Adedi	: 171
Tez Danışmanı	: Prof. Dr. Ahmet AKSOY
Öğrenci ORCID ID	: https://orcid.org/0000-0003-3684-6668

ANALYSIS OF DELISTINGS REASONS FROM STOCK EXCHANGE AND A
PREDICTION MODEL

(Ph. D. Thesis)

Yasin Erdem ÇEVİK

ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY
THE INSTITUTE OF GRADUATE STUDIES

September 2020

ABSTRACT

Delisting can be defined as the removal of a listed company from a stock Exchange. The aim of the study is to reveal the reasons and economic consequences of delisting, and to develop an early warning sign for predicting the probability of involuntary delisting from the Borsa Istanbul. For this purpose, firstly, the changes in delisted firms' financial statements, performances and value were examined. Involuntary delisted firms have poor liquidity, low profitability, and weak operating efficiency. As their debt was predominantly used for financing, debt solvency and financial structure ratios differed significantly. On the other hand, the financial status and performances of companies - that were subject to merger or voluntary delisting - didn't differ much from the listed firms. It was seen that the return on portfolio of the involuntary delisted companies, started statistically and significantly to differ from BIST-100, 45 days prior to the delisting. In statistical tests performed on the "Voluntary" and "Merger" portfolios, no significant finding was found in any event window. It seems that the returns on portfolios were not different from BIST-100. Finally, a model to be used for predicting delisting firms from the Borsa Istanbul was developed and the predictive power of that delisting prediction model was tested. While determining the variables to be included in the logistic model, in addition to correlation coefficients, the dimensions of the variables and the number of uses in the literature are also taken into account. At the end of the selection process among 22 financial ratios, 11 financial ratios are used in the model as independent variables. Model results are found to be compatible with expectations and literature. According to the most appropriate cut-off value of 0.50, the model correctly classifies 83% of the observations. The findings reveal that early warning models can be used for predicting delisting.

Science Code : 1153
Key Words : Delisted, Involuntary Delisting, Voluntary Delisting, Early Warning System, Istanbul Stock Exchange
Page Number : 171
Supervisor : Prof. Dr. Ahmet AKSOY
Student ORCID ID : <https://orcid.org/0000-0003-3684-6668>

TEŞEKKÜR

Tezin yazım sürecinde bilgi ve tecrübeleriyle her zaman yardımcı olan Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN'a ve Prof. Dr. M. Başaran ÖZTÜRK'e, istatistiksel analiz çalışmalarındaki yön gösterici önerileri için Doç. Dr. Furkan EMİRMAHMUTOĞLU'na, teşvik ve sabırlarından dolayı Prof. Dr. Cihan TANRIÖVEN'e ve akademik kariyerime başladığım ilk günden beri desteklerini esirgemeyen, öğrencisi olmaktan gurur duyduğum Prof. Dr. Ahmet AKSOY'a en kalbi duygularıyla teşekkür ederim.



İÇİNDEKİLER

	Sayfa
ÖZET	iv
ABSTRACT	v
TEŞEKKÜR	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
ÇİZELGELERİN LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLERİN LİSTESİ.....	xii
SİMGELER VE KISALTMALAR	xiii
1. GİRİŞ	1
2. BİRİNCİ KISIM: HUKUKİ VE EKONOMİK YÖNÜYLE İŞLEME KAPANMA	7
2.1. İşleme Kapanma Kavramı.....	7
2.1.1. Gönüllü İşleme Kapanma.....	7
2.1.2. Zorunlu İşleme Kapanma.....	11
2.2. İşlem Görme Genel Seyri	13
2.3. İşleme Kapanmanın Önemi.....	19
2.4. İşleme Kapanmanın Hukuki Boyutu	24
2.4.1. Borsalarda İşlem Görmek İçin Aranılan Kotasyon Şartları	30
2.4.2. Gönüllü İşleme Kapanmaya İlişkin Düzenlemeler.....	34
2.4.3. Zorunlu İşleme Kapanmaya İlişkin Düzenlemeler.....	38
2.5. İşleme Kapanmanın Ekonomik Boyutu.....	45
3. İKİNCİ KISIM: İŞLEME KAPANMALARIN BORSA İSTANBUL KAPSAMINDA İNCELENMESİ	49
3.1. Borsa İstanbul'da İşlem Görme.....	49
3.1.1. İMKB'de İşlem Görme Süreci	50
3.1.2. Borsa İstanbul'da İşlem Görme Süreci.....	54

3.2. Borsa İstanbul'da İşleme Kapanmanın Hukuki Boyutu	57
3.2.1. Borsa İstanbul'da Gönüllü İşleme Kapanmaya Yönelik Düzenlemeler	57
3.2.2. Borsa İstanbul'da Zorunlu İşleme Kapanmaya Yönelik Düzenlemeler	60
3.3. Borsa İstanbul'da İşleme Kapanma Nedenleri.....	65
3.3.1. Birleşme Nedeniyle İşlem Sırası Kapanan Şirketler	66
3.3.2. Gönüllü İşleme Kapanmaya Konu Olan Şirketler.....	68
3.3.3. Zorunlu İşleme Kapanmaya Konu Olan Şirketler	71
3.4. Borsa İstanbul'da Gerçekleşen İşleme Kapanma Yaptırımları.....	75
3.5. Yakın İzleme Pazarı ve İşleme Kapanma	85
3.6. Borsa İstanbul'daki İşleme Kapanmaların Genel Görünümü.....	89
3.6.1. İşleme Kapanmaların Pay Piyasasına Etkisi	89
3.6.2. İşleme Kapanma Nedenleri.....	90
3.6.3. İşleme Kapanan Şirketlerin Sektörel Dağılımı.....	91
3.6.4. Borsa Pazarlarında İşlem Görme Süreleri.....	92
3.6.5. İşleme Kapanan Şirketlerin Halka Arz Yıllarının İncelenmesi.....	92
3.7. Borsa İstanbul'da İşleme Kapanmanın Ekonomik Boyutu.....	93
3.7.1. İşleme Kapanan Şirketlerin Finansal Durumu ve Performansı.....	94
3.7.2. İşleme Kapanmanın Ortakların Refahı ve Firma Değeri Üzerine Etkisi	96
4. ÜÇÜNCÜ KISIM: İŞLEM SIRASI KAPATILAN ŞİRKETLER İÇİN TAHMİN MODELİ	103
4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi	103
4.2. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları.....	104
4.3. Araştırmanın Modeli.....	106
4.4. Araştırmanın Yöntemi	111

	Sayfa
4.4.1. Kuramsal çerçeve	111
4.4.2. Yöntem ve analiz teknikleri	115
4.5. Analiz ve Bulgular.....	120
5. SONUÇ	127
KAYNAKLAR.....	133
EKLER.....	143
EK-1. İşlem Gören Şirket Sayıları 1986-2000	144
EK-2. Kişi Başı İşlem Gören Şirket Sayıları 1986-2000	148
EK-3. Kotasyon Yönergesinde Yapılan Değişiklikler (Revizyonların Karşılaştırılması)	152
EK-4. İşlem Sırası Kapanan Şirketler.....	157
EK-5. İşlem Sırası Kapanan Şirketlerin Halka Arz Tarihlerine Göre Dağılımı....	163
EK-6. Birleşmeye ve Gönüllü İşleme Kapanmaya Konu Olan Şirketlerden Oluşan Portföylerin Performansı	164
EK-7. Satın Alma Öncesi ve Sonrası Performans	166
EK-8. Araştırma Örneklemine Alınan İşlem Sırası Kapanan Şirketler	167
EK-9. Araştırma Örneklemine Alınan Kontrol Grubu Şirketleri	169
ÖZGEÇMİŞ	171

ÇİZELGELERİN LİSTESİ

Çizelge	Sayfa
Çizelge 2.1. Borsa İstanbul Pay Piyasası Büyüklükleri ve Diğer Ülkeler	17
Çizelge 2.2. Seçilmiş Borsalarda Aranan Kriterler	33
Çizelge 2.3. Seçilmiş Borsalarda Gönüllü İşleme Kapanma Düzenlemeleri.....	37
Çizelge 2.4. Seçilmiş Borsalara İlişkin Bilgiler	41
Çizelge 2.5. Borsalarda Düzenleyici Kurumlar.....	42
Çizelge 2.6. GPT'lerin Ekonomik Sonuçları	48
Çizelge 3.1. 2004 Yılında Aranan Koşullar	51
Çizelge 3.2. 2010-2013 Döneminde Alternatif Gruplarda Yer Alan Koşullar	52
Çizelge 3.3. Kotasyon Yönergesi Alternatif Gruplarda Yer Alan Koşullar	55
Çizelge 3.4. Birleşmeye Konu Olan Şirketlere Ait Bazı Bilgiler.....	67
Çizelge 3.5. Gönüllü İşleme Kapanan Şirketlere Ait Bazı Bilgiler.....	70
Çizelge 3.6. Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlere Ait Bazı Bilgiler	71
Çizelge 3.7. Kottan Çıkarma Şartları.....	78
Çizelge 3.8. Borsa İstanbul'da Gerçekleşen İşleme Kapanma Yaptırımları.....	82
Çizelge 3.9. Nasdaq'da Gerçekleşen İşleme Kapanma Yaptırımları	84
Çizelge 3.10. İşleme Kapanan Şirketlerin Borsada İşlem Görme Süreleri.....	92
Çizelge 3.11. İşleme Kapanan Şirketlerin Halka Arz Yılları.....	92
Çizelge 3.12. Dönemler İtibariyle Halka Arzlar ve İşleme Kapanan Şirketler.....	93
Çizelge 3.13. İşleme Kapanan Şirketlerin Finansal Durum ve Performansı.....	95
Çizelge 3.14. Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlerden Oluşan Portföyün Performansı	99
Çizelge 4.1. Örnekleme Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı.....	106
Çizelge 4.2. Modelde Kullanılacak Değişkenler.....	108
Çizelge 4.3. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları.....	109
Çizelge 4.4. Lojistik Regresyon Kullanılan Modeller	113

Çizelge Sayfa

Çizelge 4.5. Model Performans Matrisi	120
Çizelge 4.6. Analiz Sonuçları.....	121
Çizelge 4.7. Farklı Kesim Noktalarına Göre Model Performansı	125
Çizelge 4.8. En Uygun Kesim Noktasına Göre Model Performansı	126



ŞEKİLLERİN LİSTESİ

Şekil	Sayfa
Şekil 2.1. Borsa İstanbul Pay Piyasası Genel Seyri.....	15
Şekil 2.2. Ortalama İşleme Kapanma Oranları (2014-2016)	21
Şekil 2.3. Ortalama Net İşlem Görme Oranları (2014-2016).....	23
Şekil 2.4. Yatırımcı ve Borç Veren Hakları ile Sermaye Piyasaları Arasındaki İlişki	26
Şekil 3.1. Borsa İstanbul’da 2003-2018 Dönemi İlk Halka Arz Sayıları	53
Şekil 3.2. Gerekçe Sayılarına Göre İşleme Kapanmalar.....	77
Şekil 3.3. Yıllar İtibariyle Yakın İzleme Pazarı’nda İşlem Gören Şirketler (1996-2018).....	86
Şekil 3.4. Son İşlem Tarihi İtibariyle İşleme Kapanan Şirketlerin Bünyesinde Bulundukları Pazarlar	88
Şekil 3.5. Halka Arz ile İşleme Kapanma Sayılarının Karşılaştırılması.....	89
Şekil 3.6. Borsa İstanbul’da İşleme Kapanma Nedenleri	90
Şekil 3.7. Yıllar İtibariyle Borsa İstanbul’da İşleme Kapanma Nedenleri	91
Şekil 3.8. Kapanan Şirketlerin Sektörel Dağılımları	91
Şekil 3.9. Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlerden Oluşan Portföyün ACAR’ları ..	98
Şekil 3.10. Birleşme ve Gönüllü Portföylerinin ACAR’ları	100
Şekil 3.11. Satın Alma Öncesi ve Sonrası ACAR’lar.....	101
Şekil 4.1. Araştırma Modeli	107

SİMGELER VE KISALTMALAR

Bu çalışmada kullanılmış bazı simgeler ve kısaltmalar, açıklamaları ile birlikte aşağıda sunulmuştur.

Simgeler	Açıklama
t	Dönem
P	Fiyat
r_{it}	i hisse senedinin t dönemindeki getirisi
r_{mt}	BİST-100 endeksinin t dönemindeki getirisi
AR_{it}	i hisse senedinin t dönemindeki anormal getirisi
$CAR_{i,k,q}$	$[-k,-q]$ dönemindeki kümülatif anormal getirisi
$ACAR_{p,k,q}$	$[-k,-q]$ dönemindeki ortalama kümülatif anormal getirisi
Kısaltmalar	Açıklamalar
WFE	Dünya Borsalar Birliği
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BİAŞ	Borsa İstanbul A.Ş
Genel Yönetmelik	Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik
GPT	Özele Geçiş İşlemleri
BKY	Borsa Kotasyon Yönetmeliği
II.23.2	Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği
II.26.1	Pay Alım Teklifi Tebliği
II.27.2	Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği
TMSF	Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
İSO	İstanbul Sanayi Odası

Kısaltmalar**Açıklamalar****NYSE**

New York Borsası

SPK

Sermaye Piyasası Kurumu

SPKn

Sermaye Piyasası Kanunu

TTK

Türk Ticaret Kanunu



1. GİRİŞ

Kapitalizmin ve finansal gelişimin merkezinde pay piyasaları bulunmaktadır. Borsalar, ekonomik büyümeyi desteklemekte, işletmelerin gelişiminde önemli roller üstlenmektedir. Ülke ekonomileri için stratejik öneme sahip olan borsalarda elverişli yatırım olanağının sağlanması, hukuki düzenlemelere bağlıdır.

Borsalarda, alım-satım sürecinin düzenlenmesi, işlemlerin gözlemlenmesini ve çeşitli yaptırımların uygulanmasını gerektirir. Başvurusu yapılan hisse senetlerinden hangilerinin borsada işlem görebileceği ve hangi durumlarda borsa pazarlarından çıkarılacağı hukuki düzenlemelerle belirlenir. Borsada işlem gören hisse senetlerinin borsadan ayrılması, organize piyasaların doğası gereği ortaya çıkan bir ihtiyaçtır. Hisse senedinin borsa pazarlarından çıkması ya da çıkarılması, literatürde “işlem sırasının kapanması” (delisted) olarak ifade edilmektedir. Çalışmada “işlem sırasının kapanması” yerine kısaca “işleme kapanma” ifadesi kullanılmıştır. Çalışmanın amacı, pay piyasalarında işleme kapanmanın nedenlerini ve ekonomik sonuçlarını Borsa İstanbul ölçeğinde ortaya koymak ve işlem sırası kapatılan şirketlerin tahmininde kullanılacak bir model geliştirmektir.

İşleme kapanma kavramı, gönüllü işleme kapanma ve zorunlu işleme kapanma olarak sınıflandırılabilir (Macey vd., 2008). Gönüllü işleme kapanma, şirketin borsa pazarlarından kendi isteğiyle çıkmasını ifade ederken; zorunlu işleme kapanma, borsada aranan gereksinimlerin sağlanamaması üzerine, şirketin borsa pazarlarından çıkarılmaya zorlanmasıdır. Zorunlu ve gönüllü işleme kapanma sayılarında son yıllarda büyük bir artış görülmektedir. Dünya çapında 42 borsanın 2008-2012 yılları arasındaki verileri incelendiğinde, yıllık ortalama 1267 hisse senedinin işlem sırasının kapandığı görülmektedir (Martinez ve Serve, 2017). ABD borsalarında (NYSE ve Nasdaq) 2000-2015 döneminin işlem sırası kapanan şirket sayısı 5800’ün üzerindedir (Aksoy ve Çevik, 2017). Aynı dönem içerisinde 112 şirket Borsa İstanbul pazarlarından ayrılmıştır.

İşleme kapanma sayılarındaki artışın yanı sıra, birçok farklı açıdan işleme kapanmanın önemine vurgu yapmak mümkündür. Bazı araştırmacılar (Baker ve Kennedy, 2002; Dahiya ve Klapper, 2007), işleme kapanan şirketin varlıklarının diğer işletmelere aktarılmasını, Schumpeter’in ünlü metaforu “yaratıcı yıkım” kapsamında

ele almış ve konuyu çalışmaya değer bulmuştur. Bazı çalışmalar ise, borsa gelişiminin sınırlı kalması (Doidge vd., 2017) ya da şirketlerin borsada kalma sürelerinin kısalması (French ve Fama, 2004) gibi durumlar sebebiyle işleme kapanmanın ayrıntılı şekilde ele alınması gerekliliğini belirtmişlerdir.

Borsa İstanbul pay piyasasında işlem gören şirket sayısının genel seyri incelendiğinde, 1986-2000 döneminde büyük bir gelişimin yaşandığı görülmektedir. 2000 yılı sonrasında ise pay piyasasında durağan bir döneme geçilmiştir. Son yıllarda (2014-2016 döneminde), Borsa İstanbul pay piyasasında işlem gören şirket sayısının her yıl azaldığı (ortalama %1 oranında) söylenebilir. Bu olumsuz durumun bir boyutunu, gerçekleşen halka arz sayısının sınırlı kalması oluştururken, diğer önemli boyutunu da işleme kapanmalar oluşturmaktadır. İşleme kapanmanın Borsa İstanbul ölçeğinde incelenmesi, borsanın gelişiminin önündeki zorlukların tespiti ve çözümü açısından önem teşkil etmektedir. Konu üzerine yapılan çalışmalardan elde edilecek bulgular, Türkiye Sermaye Piyasalarının gelişimine katkı sağlar. Ayrıca Borsa İstanbul'daki işleme kapanmaları inceleyen kısıtlı sayıda çalışmanın (Çevik, 2013; Aksoy ve Çevik, 2017) olması, işleme kapanmayı ele alan çalışmaları daha da değerli kılmaktadır.

İşleme kapanma, hukuki ve ekonomik bir olay olarak tasvir edilebilir. Çalışmanın ikinci bölümünde işleme kapanmanın hukuki ve ekonomik yönü ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır. İşleme kapanma süreci, hem şirketler hukuku hem de sermaye piyasası kanunları ile yakından ilişkilidir. Belirlenen kurallar ve düzenlemelerle şekillenen ülkelerin hukuki çevresi, ekonomik büyümenin (King ve Levine, 1993) ve finansal gelişimin (La Porta vd., 1997, 1998, 2000) yanı sıra işleme kapanmanın da belirleyicisidir (Thomsen ve Vinten 2014; Dahiya ve Klapper, 2007). İşlem görme şartlarında aranan gereksinimler borsalarda yer alan şirketlerin niteliğini etkilerken (French ve Fama, 2004), zorunlu işleme kapanmaya ilişkin düzenlemelerle işleme kapanmanın “neden”, “ne zaman” ve “kim tarafından” yapılacağı belirlenmiş olur. Gönüllü işleme kapanmaya ilişkin düzenlemelerin odak noktasında ise yatırımcının korunması vardır.

İşleme kapanmanın ekonomik sonuçlarını konu alan çalışmalarda, işleme kapanmanın firma değeri ile ortakların servetine olan etkisi araştırılmaktadır. Yapılan analizlerde genellikle kümülatif aşırı getiri (CAR) ya da primli getiri (premium)

yöntemi uygulanmıştır. Elde edilen bulgular dikkate alındığında, işleme kapanmanın zorunlu ya da gönüllü gerçekleşmesine bağlı olarak ekonomik sonuçların belirgin bir şekilde farklılaştığı görülmektedir. Zorunlu işleme kapanan firmalarda yaşanan mali başarısızlık süreci, firma değerini ve yatırımcıların servetini olumsuz etkilemektedir. Gönüllü işleme kapanma ise firmanın değerini ve ortakların refahını artırmaya yönelik bir işlemdir.

Çalışmanın üçüncü bölümünde, Borsa İstanbul pazarlarında gerçekleşen işleme kapanmalar incelenmiştir. İkinci bölümdeki kurguya benzer şekilde, öncelikle Borsa İstanbul'daki işleme kapanmaya ilişkin hukuki düzenlemelere yer verilmiştir. Bu amaçla, Borsa İstanbul'daki "kotasyon şartları" ile "kottan çıkarma şartları" ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır. Kar amacı güden ve özyönetimli bir borsa, kısa vadeli hedeflere odaklanarak, işlem görmek için aranan kriterleri hafifletebileceği gibi, işlemi durdurulması gereken bir şirketi de göz ardı edebilir. Şirketleşen Borsa İstanbul'daki durumu incelemek amacıyla, işlem görmek için aranan kotasyon şartlarının 1995-2018 dönemi içerisindeki değişimleri gözlemlenmiştir. Benzer bir karşılaştırma, kottan çıkarma şartları için de gerçekleştirilmiştir. Zaman içerisinde yapılan değişimler, borsa yönetiminin işlem görme ve kapanma yaklaşımları hakkında fikir verir. Şartların, kalitatif kriterlerden ziyade kantitatif kriterler olarak belirlenmesi, yatırım ortamındaki belirsizliği azaltacaktır (Macey vd., 2008).

Borsa İstanbul pazarlarında 2000-2018 döneminde 133 şirketin işlem sırası kapanmıştır. Literatürdeki sınıflandırmaya benzer bir şekilde, Borsa İstanbul pazarlarından çıkılması, birleşme, gönüllü işleme kapanma ve zorunlu işleme kapanma olarak üç grupta sınıflandırılmıştır. Bu şirketlerden 34'ü birleşmeye konu olurken, 20'si ise gönüllü olarak borsadan ayrılmıştır. 79 şirket ise, kottan çıkarma şartları dikkate alınarak, borsa yönetim kurulu kararı ile borsa pazarlarından atılmıştır. Şirketlerin kotasyon şartlarının hangisini sağlayamadığı Borsa İstanbul tarafından alınan kararlar incelenerek analiz edilmiştir. Elde edilen sonuçlar diğer borsalar için elde edilen bulgularla (Macey vd., 2008; Harris vd.,2008) karşılaştırılmıştır. Ayrıca Borsa İstanbul'daki işleme kapanmaların genel görünümünü ortaya koymak amacıyla, işleme kapanan şirketlerin "pay piyasasına etkisine", "sektörel dağılımına", "işlem görme sürelerine" ve "halka arz yıllarına" ilişkin tespitlerde bulunulmuştur.

Çalışmada Yakın İzleme Pazarı ayrıntılı bir şekilde ele alınmıştır. Yakın İzleme Pazarı ile işlem sırası kapanabilecek şirket yatırımcılarının sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında, devamlı ve zamanında bilgilendirilmesi sağlanırken; diğer taraftan da yatırımcılara elindeki hisseleri satabilmesi için borsa bünyesinde likidite olanağı sunulmaktadır. 2000-2018 yıllarını kapsayan dönemde, zorunlu işleme kapanan şirketlerin işlem gördüğü pazarlar incelenerek, Yakın İzleme Pazarı'nın uygulanışı hakkında fikir elde edilmiştir. Hem yatırımcı hem de kamu yararı açısından arzu edilen, işlem sırası kapanan şirketlerin, borsa pazarlarından atılmadan önce Yakın İzleme Pazarı'nda işlem görmesidir. Bu amaçla işleme kapanan şirketlerin işlem gördükleri son pazar, şirketlerin haber arşivlerinden tespit edilmiştir.

İşleme kapanmanın ekonomik boyutunu ortaya koymak amacıyla, Borsa İstanbul'da işlem sırası kapanan şirketlerin finansal durumları, performansları ve firma değerindeki değişimleri incelenmiştir. İşleme kapanan şirketlerin finansal durum ve performansları ortaya koyulurken oran analizinden yararlanılmıştır. Elde edilen bulgular, işleme kapanma nedenine göre birleşme, gönüllü işleme kapanma ve zorunlu olmak üzere üç ayrı grupta paylaşılmıştır. Gruplar arasındaki farklılığı ölçmek için t testi kullanılmıştır. Zorunlu işleme kapanmaya konu olan şirketlerin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde likiditelerinin zayıf, karlılıklarının az, çalışma etkinliklerinin ise düşük olması beklenir. Firma değerindeki değişimler, üç grup (zorunlu, gönüllü ve birleşme) için oluşturulan portföylerin son 3 aya ait (59 işlem günü) kümülatif aşırı getirileri (CAR) hesaplanarak ölçülmüştür. Literatürdeki sonuçlara bakıldığında, zorunlu işleme kapanan şirketlerden oluşan portföyün, istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde, BIST-100 endeksinden negatif olarak ayrışması beklenir. Benzer şekilde, birleşme ve gönüllü portföyleri için olay günü seçilerek, kümülatif aşırı getirileri analizi uygulanmış ve elde edilen bulgular, literatürdeki sonuçlar dikkate alınarak yorumlanmıştır.

Çalışmanın dördüncü bölümünde, Borsa İstanbul'daki işleme kapanmaların tahmininde kullanılacak bir model geliştirilmeye çalışılmış ve modelin tahmin gücü test edilmiştir. Erken uyarı modelinden elde edilecek sinyallerden yöneticiler, ortaklar ve borsa da dahil olmak üzere, işleme kapanmadan olumsuz etkilenecek tüm kesimler yararlanabilecektir. Geliştirilen tahmin modelinin Borsa İstanbul özelindeki önemi ve yararı ise, çalışma kapsamında araştırılan üç konuyla ilişkilendirilebilir. Modelden

elde edilecek ilk yarar, Borsa İstanbul yatırımcısının servet ve refahını korumaya yöneliktir. İkinci olarak, Yakın İzleme Pazarı'nın kuruluş amacının gerçekleştirilmesine katkı sağlayacaktır. Üçüncü olarak, ilerleyen yıllarda ortaya çıkması muhtemel özyönetimli Borsa İstanbul tarafından işleme kapanmaya ilişkin alınacak kararların gözetlenmesi ve denetlenmesinde kullanılabilir.

Borsa İstanbul'da gerçekleşen tüm işleme kapanmaları kapsayan heterojen bir örneklem üzerinden, tahmin gücü yüksek bir modelin elde edilmesi mümkün değildir. İşleme kapanma nedenlerine göre oluşturulan örneklem, modelin tahmin gücünü artıracaktır. Tahmin gücü yüksek bir model elde etmek amacıyla, araştırmanın kapsamı sadece zorunlu işleme kapanan şirketlerle sınırlı tutulmuştur. Kontrol grubu ile beraber, araştırmanın örnekleme 147 şirket dahil edilmiştir. Model geliştirilmesinde başarısızlık literatüründen yararlanılmış; değişkenler “likidite”, “karlılık”, “mali yapı ve yükümlülükleri karşılama”, “çalışma etkinliği”, “piyasa çarpanları” ve “büyüklük” olmak üzere altı boyutta toplanmıştır. Çalışmada, araştırma örneklemindeki veri sayısının kısıtlı olması da dikkate alınarak, lojistik regresyon yöntemi uygulanmıştır. Modelin sonuçları, herbir değişken için, beklentilerle ve literatürle uyumu dikkate alınarak yorumlanmıştır. Modelin öngörü performansı için gerçek gözlem değerleri ile modelden elde edilen tahmin değerleri karşılaştırılmıştır.

Çalışmanın son bölümü olan beşinci bölümünde ise çalışmadan elde edilen sonuçlara yer verilmiş, literatürle karşılaştırılmış ve gelecekteki çalışmalar için önerilerde bulunulmuştur.

2. BİRİNCİ KISIM: HUKUKİ VE EKONOMİK YÖNÜYLE İŞLEME KAPANMA

Bu bölümde, işleme kapanma kavramı, işleme kapanmaya ilişkin hukuki düzenlemeler ve işleme kapanmanın ekonomik sonuçları açıklanmaktadır.

2.1. İşleme Kapanma Kavramı

Borsanın adil ve düzenli bir şekilde işlemesi, belirli kuralların koyulmasını, alım-satım sürecinin gözlemlenmesini ve gerektiğinde çeşitli yaptırımların uygulanmasını gerektirir. İşleme kapanmaya ilişkin düzenlemelerle, borsada hangi hisse senetlerinin işlem görebileceği ve hangi durumlarda işlemlerin durdurulacağı belirlenir.

Halka arzla birlikte işlem görme yükümlülüklerini karşılamak durumunda olan şirket, işlem gördüğü sürece ilgili kurallara uymak zorundadır. Gereken yükümlülükleri sağlayamayan şirketler borsa pazarlarından çıkarılabilir. Diğer taraftan şirket, firma değerini artıracığını öngörerek, kendi rızasıyla borsa pazarlarından ayrılmak da isteyebilir. Şirketin işlem gördüğü borsa pazarlarından çıkması ya da çıkarılması olarak tanımlanan işleme kapanma kavramı, ikili bir sınıflamaya tabi tutularak (Macey ve O'Hara, 2008), gönüllü işleme kapanma ve zorunlu işleme kapanma olarak incelenebilir. Gönüllü işleme kapanma, şirketin yetkili organları tarafından alınan karara bağlı olarak, işlem gördüğü borsa pazarlarından kendi isteğiyle çıkmasını ifade ederken; zorunlu işleme kapanma kavramı ise, belirlenen kurallara uyulmaması ya da istenen gereksinimlerin karşılanamaması üzerine, yetkili otorite kararı ile gerçekleşen işleme kapanmalar için kullanılmaktadır.

2.1.1. Gönüllü İşleme Kapanma

Şirketin gönüllü olarak borsadan ayrılma süreci, halka arz kararının alınmasındaki sürece benzerdir. Şirket hisselerinin pay piyasalarında işlem görmesi, şirketin tüm politikalarını etkileyen stratejik bir karardır. Halka arzdaki temel amaç, mülkiyet tabanı oluşturularak, daha rahat fon bulmaya olanak sağlanması, olası birleşmelere imkân tanınması, şirketin pazarlanabilme kabiliyetinin ve şirket

bilinirliğinin artırılmasıdır (Brau, 2012). Daha fazla büyümek ve gelişmek amacıyla, pay piyasalarına erişim sağlamak isteyen şirketler için dikkat edilmesi gereken farklı koşullar mevcuttur. Halka arz öncesi, borsada işlem görmenin faydaları ve maliyetleri analiz edilmekte, halka arz sonrasında bu analiz gündemden düşmemekte, mevcut koşullara göre sürekli gözden geçirilmektedir.

Finansal gelişiminin bir göstergesi olan halka arzın gerçekleştirilmesi, önemli bir başarıdır. Halka arzın, düzenlenecek etkinliklerle duyurulması ve ilgili haberlerin medyada yer alması, şirket bilinirliğini artıracaktır. Şirketin başta yatırımcılar, kreditorler ve müşteriler olmak üzere birçok kesimce tanınması, halka arzın önemli kazanımlarından biridir (Taulli, 2012:16; Borsa İstanbul, 2013:3).

Şirketin potansiyel ortak sayısı, hisse senetlerinin pay piyasasında işlem görmeye başlamasıyla birlikte artar. Yatırımcı potansiyelinin artması, şirketin özsermaye yoluyla elde edeceği fonların maliyetinin düşmesi imkanını doğurur. Kurumsal yönetimi güçlenen şirketin, borçlanma araçlarına olan güveni ve ilgisi de artar. Şirketin, bankalar nezdindeki kredibilitesi artar, para piyasasından daha ucuz ve kolay fon bulma imkânı kazanır (Pagano vd., 1998). Bankalardan sağlanan krediler dışında, alternatif finansman kaynaklarına da erişim sağlanır (Pour ve Lasfer, 2013). Şirketler, halka açıldıktan sonra hisse senetlerini teminat göstererek kredi alabileceği gibi, borçlanma aracı ihracı da gerçekleştirebilir. Halka arzla birlikte şirketin finansmanına ilişkin kazanımlar, şirketin sermaye maliyetinin azalmasına olanak sağlayacak, firma değerine olumlu yansıyacaktır.

Borsaların halka açık şirketlere sağladığı en önemli işlevlerden bir diğeri ise likiditedir. Likidite, şirketin halka açılma kararı almasındaki önemli etkenlerden biridir (Bancel ve Mittoo, 2009). Ferdi teşebbüs veya aile grubuna ait, nakde çevrilmesi güç olan şirket, halka açılma ile küçük miktarlara ve büyük bir kitleye yayılmış olacaktır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014:68). Şirketin, organize ve şeffaf bir piyasada küçük miktarlarda alım satım imkanına kavuşması, piyasanın arz ve talebine göre belirlenen adil fiyatın belirlenmesine de olanak sağlar. Şirketin piyasa değerinin oluşması, finansal analizlerin gerçekleşmesini ve kararların alınmasını kolaylaştırır (Brau, 2010).

Halka arz sırasında elde edilen fonlar, mevcut hisse senedi satışı yapılması durumunda ortaklara, yeni hisse senedi ihracı tercihinde ise şirkete nakit girişi sağlar.

Özellikle girişim sermayedarları ve özel sermaye fonları, halka arz sırasındaki mevcut hisse senetlerinin satışı yoluyla, yatırımlarının bir kısmını nakde dönüştürürler. Girişim sermayedarları açısından halka açılma, cazip getiri olanağı sağlayan bir çıkış fırsatıdır. Elde ettikleri fonları başka yatırımlara yönlendirerek, portföyünü genişletme ve riskini dağıtma imkanını elde ederler (Pagano vd., 1998). Halka arzda yeni hisse senedi satışından elde edilen fonlar ise, şirketin iş hacmi ve potansiyelinin artırılmasında kullanılabilir. Vergi avantajı sağlanması, rekabet üstünlüğü elde edilmesi, kayıt dışılığın önüne geçilmesi, olası birleşmeler için fırsatlar yaratılması (Taulli, 2012: 17), çalışanların motivasyonun artması (Geddes, 2003: 24) da halka arzın diğer potansiyel faydaları arasında sayılabilir.

Diğer taraftan, borsada işlem görmenin şirketler için yarattığı olumsuzluklar da mevcuttur. Halka arz kararı aşaması zaman ve maliyet gerektirdiği gibi, halka arz sonrasında da şirket çeşitli maliyetlere katlanmak zorunda kalır. Borsaya, aracı kurumlara, danışmanlık şirketlerine, hukukçulara ve bağımsız denetçilere çeşitli ücretler ödenir (DeAngelo vd., 1984). Halka açık bir şirket, kamuyu aydınlatma ilkesi gereği, şirket hakkındaki olumlu veya olumsuz birçok konuyu kamuyla paylaşmak zorundadır (Taulli, 2012: 20-21). Şirketin sermaye yoğunluğunun değişerek ortak sayısının artması, mevcut ortakların yönetimdeki etkisini sınırlandırarak kontrol kaybına neden olabilir (Geddes, 2003: 26). Temsil maliyetlerinin artması (Pour ve Lasfer, 2013), kısa vadeli hedeflere odaklanma (Geddes, 2003: 26) ve ters seçim problemi (Bharath ve Dittmar, 2010) de borsada işlem görmenin yarattığı diğer olumsuzluklardır.

Borsada işlem gören her şirket işlem görmenin faydalarından yeteri kadar yararlanamayacağı gibi, bazı şirketlerin de sağladığı faydalar zaman içinde azalabilir. Başlangıçta halka arz kararının işletme açısından fayda sağlayacağını düşünen şirketin tepe yöneticileri, zamanla borsada işlem görmenin avantajlarından yeteri kadar yararlanılamadığını ve işlem görme maliyetlerine katlanmanın gereksiz olduğunu düşünebilir. Sonuç olarak, borsada işlem görmenin maliyeti, elde edilen faydayı aşarsa, şirket gönüllü olarak borsadan ayrılma talebinde bulunur (Pagano vd., 1998; Bharath ve Dittmar, 2010).

Gönüllü işleme kapanma literatürünün temelini, işlem gören şirketin satın almaya/birleşmeye konu olmasının hemen ardından işleme kapanmasını ifade eden

özele geçiş işlemleri (GPT) oluşturmaktadır. GPT kavramına göre borsada işlem gören şirket, öncelikle satın almaya/birleşmeye konu olur. Satın alınma sonrasında ise, yeni yönetim şirketi halka açık sermayeli statüden, özel sermayeli şirket statüsüne geçirir. Alınan bu kararın arkasındaki motivasyon literatürde detaylıca araştırılmaktadır. GPT'ye karar verilmesindeki en önemli nedenlerden biri, kaldırıcı dengelemek için ihtiyaç duyulan finansman erişiminin sağlanamamasıdır (Pour ve Lasfer, 2013). Ayrıca GPT, ortak ile borç verenin çıkar çatışmasından doğan temsil maliyetlerine (Jensen, 1989) bir çözüm olarak görülebilir (Lehn ve Paulsen, 1989). Asimetrik bilgiye dayanan düşük değerlendirme hipotezi (Lowenstein, 1985) ile asimetrik bilginin yarattığı maliyetlerin (Brealey ve Pyle, 1977) de GPT kararı üzerine etkisi olduğu ileri sürülebilir (Bharath ve Dittmar, 2010). GPT'nin kaldırıcı satın alma yolu ile gerçekleşmesi, vergi avantajından yararlanmaya olanak sağlayabilir (Kaplan, 1989a). Finansal görünürlüğü (Mehran ve Peristiani, 2009) ile yatırımcının bilinirliği (Bancel ve Mittoo, 2009), hisse senedinin fiyatı ve likiditesi ile yakından ilişkili olup, düşük olması durumunda GPT ihtimali artmaktadır.

Gerçekleşen GPT'ler incelendiğinde uygulamada Anglosakson ülkeleri ve Kıta Avrupa ülkeleri ayrımından bahsetmek mümkündür. Anglosakson ülkelerde gerçekleşen GPT'lerin en sık görülen şekli kaldırıcı satın almalarıdır. Şayet satın alma, yüksek bir borç finansmanı ile gerçekleşirse kaldırıcı satın alma (LBO) olarak tanımlanmaktadır. 1979-1989 yılları arasında ABD'de dramatik bir şekilde artan kaldırıcı satın almalar, takip eden yıllarda Birleşik Krallık'ta da görülmeye başlamıştır (Rennebog ve Simon, 2005). Anglosakson ülkelerde gerçekleşen kaldırıcı satın almalara sermaye sahipliği yoğunluğu düşük şirketler konu olurken, Kıta Avrupası'nda gerçekleşen GPT'ler çoğunlukla azınlıkların ortaklıktan çıkarılması (BOSO) yoluyla yapılmaktadır (Martinez ve Serve, 2011). BOSO, satın alma sonrasında sermayedeki payı belirli bir düzeye ulaşan hakim ortağın, borsada işlem gören şirketi, halka açık statüden çıkarmak için azınlıkta kalan ortakları, belirli bir bedel ödemek suretiyle ortaklıktan çıkarmasıdır. Her hakimiyet ilişkisi BOSO'ya olanak sağlamaz ancak gerekli şartların sağlanması durumunda* azınlıkta kalan ortağın iradesine gerek kalmaksızın, ortaklıktan çıkarma ve borsadan ayrılma

* Avrupa Birliği hukukunda, devralma tekliflerine ilişkin 2004/25/EC sayılı Yönerge'nin 15. maddesinde, sermaye ve oy haklarında en az % 90 oranında hâkimiyete ulaşırsa, hâkim ortağın adil fiyat ödeyerek azınlığı çıkarma hakkı düzenlenmiştir.

gerçekleşir. GPT'nin özel hallerinden bir diğeri de “yöneticilerin şirketi satın alması” (MBO) olarak ifade edilen, satın alma işleminin hedef şirketin tepe yöneticileri tarafından gerçekleştirilmesi durumudur. Yöneticiler tarafından satın alınan şirketlerin satın alma sonrası performansları incelendiğinde, faaliyet karlarında ve net nakit akımlarında bir artış olduğu görülmektedir (Kaplan, 1989b).

2.1.2. Zorunlu İşleme Kapanma

İşleme kapanmanın diğ türünü oluşturan zorunlu işleme kapanma, borsada aranan kotasyon şartlarının sağlanamaması üzerine, şirketin borsa pazarlarından çıkarılmaya zorlanmasını ifade eder. Zorunlu işleme kapanmalar, gönüllü işleme kapanmalara benzer şekilde, hem akademik literatürde hem de uygulamada önem arz etmektedir. ABD’de, 1995-2008 yılları arasında gerçekleşen 9000’in üzerindeki işleme kapanmanın neredeyse yarısı zorunlu işleme kapanma şeklindedir (Macey ve O’Hara, 2008).

Şirketin borsadan çıkmaya zorlanması olumsuz bir durumdur. Bu olumsuz durumdan, başta şirketin kendisi olmak üzere, birçok kesim etkilenir (Çevik ve Aksoy, 2017). Şirketin hisse senetlerinin likiditesi ve fiyatları düşer (Sanger ve Peterson,1990), mevcut yatırımcılar kayba uğrar. Yöneticiler, özgeçmişlerine yazmak istemeyecekleri bir tecrübe edinmiş olurlar. Borsanın işlem gören şirket sayısında, borsa kapitalizasyon değerinde ve gelirlerinde düşüş yaşanır. Şirketin borsa pazarlarından ihraç edilmesine ilişkin haberlerin sayısının artması, borsanın güvenini zedeleyerek, potansiyel yatırımcıları ve halka arzları etkiler.

Zorunlu işleme kapanma, şirketin başarısızlığı sebebiyle ortaya çıkar. Bir işletmenin başarısızlığı, geçici nedenlerle mali yükümlülüklerini karşılayamamasından iflas etmesine kadar uzanan durumları içermektedir (Akgüç, 1998:947). Başarısızlık, genel olarak işletmenin yaşadığı olumsuz durumu anlatmak için kullanılmaktadır. İşletmenin içinde bulunduğu olumsuz koşulların iyileştirilmesine yönelik çözümler üretilemez ve riskler yönetilemezse başarısızlık durumu daha da derinleşir. Başarısızlık, yasalara ve işletmedeki mali sorunların sınıflandırılmasına bağlı olarak birçok şekilde tasvir edilmiştir. Literatürde araştırmacılar tarafından çalışmanın amacına göre çeşitli kriterler ortaya koyulmakta ve bu kriterler yardımıyla başarısız şirketler belirlenmektedir.

Borsalarda alım-satım sürecinin düzgün bir şekilde yürütülebilmesi için, zorunlu işleme kapanmaya yönelik düzenlemelere ihtiyaç vardır. Başarısızlık olarak kabul edilen durumların ortaya çıkması durumunda, ilgili payın işlem görmesi durdurulmalıdır. Ortaya koyulan kriterler ve düzenlemeler, borsalara göre farklılaşsa da başarısızlık literatürü ile örtüşmektedir. Şirketin iflas (Tanrıöven, 2003), öz sermaye kaybı (Yıldız, 2001), faaliyetlerine ara vermiş olması veya üretim kapasitesini kaybetmesi (Aktaş, 1993) gibi olumsuz durumlarla karşılaşmasına bağlı olarak hisse senetleri işleme kapanarak borsa pazarlarından çıkartılabileceği gibi; işlem hacmi, piyasa değeri, hisse senedi fiyatı (Hill vd., 2011) veya net kar gibi göstergelere koyulan sayısal kriterlerin sağlanamaması üzerine de şirket borsa pazarlarından ihraç edilebilir.

Nasdaq ve NYSE’de gerçekleşen zorunlu işleme kapanmalar incelendiğinde, şirketlerin çoğunlukla toplam piyasa değeri ve hisse senedi fiyatına getirilen sayısal kriterlere uymakta güçlük çektiği görülmektedir (Macey vd., 2008). 1999-2002 dönemini inceleyen Harris vd. (2008) ise, örnekleme yer alan şirketlerin %25’inin kurumsal yönetime ilişkin kriterleri sağlayamadığı için borsa pazarlarından çıkarıldığını, bu sayının incelenen dönemin son yıllarında arttığını ifade etmiştir. Başarısızlığın en keskin göstergesi olan iflası tecrübe ederek borsa pazarlarından çıkarılan şirketler de (%10) azımsanmayacak düzeydedir.

Şirketin düşük performansı ve kötü yönetimi, şirketin zorunlu işleme kapanmasına neden olur. Zorunlu işleme kapanma, şirketler ve yatırımcılar üzerinde olumsuz ekonomik sonuçlar doğurmaktadır. Zorunlu işleme kapanan şirketlerin büyük bir kısmı, finansal sıkıntı maliyetlerine maruz kalmaktadır (Dahiya ve Klapper, 2007). İflas süreci ve finansal sıkıntı maliyetlerinin, firma değerine ve yatırımcıların serveti üzerine olumsuz etkilerini şirket düzeyinde ortaya koyan birçok ampirik çalışma mevcuttur (Clark ve Weinstein, 1982; Altman, 1984; Opler ve Titman, 1994). Sanger ve Peterson’a (1990) göre, zorunlu olarak işleme kapanan firmaların değerinde görülen düşüşün arkasında likidite kaybı vardır. Sonraki yıllarda Nasdaq (Harris vd., 2008) ve New York Borsası (Macey vd., 2008) örnekleminde yapılan çalışmalarda benzer şekilde, zorunlu olarak işleme kapanan firmalarda yaşanan likidite kaybı sebebiyle, firma değerlerinin düştüğü ortaya konulmuştur. Aynı çalışmalarda hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmaların arttığı da ortaya konulmuştur. Zorunlu olarak borsa

pazarlarından ayrılan firmaların, kar marjları düşük, finansal kaldıraçları ise yüksektir (Thomsen ve Vinten, 2014).

2.2. İşlem Görme Genel Seyri

Modern kapitalist sistemin merkezini oluşturan pay piyasaları, ülke ekonomilerinin ve işletmelerin gelişmesinde önemli bir role sahiptir. Borsalar ekonomik büyümeyi desteklemekte (Levine ve Zervos, 1998), finansal kurumlar işletmelerin gelişiminde önemli roller üstlenmektedir (Demirguc Kunt ve Maksimovic, 1998).

Ekonomik kalkınmanın ilk şartı olan üretken yatırımların artması, tasarrufların pay piyasaları aracılığıyla yatırımlara dönüşmesiyle mümkündür. Derinleşmiş ve etkin çalışan bir pay piyasası, tasarrufların ve yatırım hacminin artırılmasının yanı sıra kaynakların verimli kullanılmasına, riskin ve faiz oranlarının düşürülmesine de katkı sağlar (Aksoy ve Tanrıöven, 2014:64-71). Pay piyasalarının büyüklüğü finansal gelişimin bir göstergesi (La Porta vd., 1997) olup, ekonomik büyümeye katkı sağlamaktadır (King ve Levine 1993; Levine, 1997).

Pay piyasasının büyüklüğünün ve gelişiminin ölçümünde “işlem gören şirket sayısı” önemli bir göstergedir. Ancak yıllar itibariyle ve ülkeler arasında bir karşılaştırma yapılacak olursa, “kişi başı işlem gören şirket sayısı” göstergesi daha yararlı olabilir. Pay piyasasının büyüklüğü, ülke ekonomisinin büyüklüğünden arındırılrsa, bir ülkede yaşayan kişi sayısı ne kadar yüksekse, borsada işlem gören şirket sayısının da o kadar yüksek olması beklenir. Basit bir varsayım üzerine kurulu olan kişi başı işlem gören şirket sayısı oranı, birçok önemli çalışmada (La Porta vd. 1997, Doidge vd., 2017) finansal gelişimin bir göstergesi olarak kullanılmıştır. Borsa İstanbul Pay Piyasası’nın büyüklüğünü ortaya koymak amacı ile işlem gören şirket sayısı ve kişi başı işlem gören şirket sayısı oranı hesaplanmıştır. İlgili göstergelerin 1986-2016 dönemi içerisindeki değişimi Şekil 2.1’den takip edilebilir.

1986 yılında 80 payın işlem gördüğü Borsa İstanbul’un hızlı bir şekilde büyüdüğü görülmektedir (Şekil 2.1). Borsa İstanbul’daki pay sayısı 1990’da 100’ü aşmış, 1995 yılına gelindiğinde ise 205’e ulaşmıştır. 2000 yılında Borsa İstanbul Pay Piyasası’nda işlem gören pay sayısı 315’dir. 2000-2016 yılları arasında durağan bir dönem

geçirilmiş olup, en düşük pay sayısı 267 (2009 yılı), en fazla pay sayısı ise 340'dır (2013 yılı).

Kişi başı işlem gören şirket sayısı benzer şekilde sürekli olarak artış göstermiş ve 2000 yılında 4,98 ile en yüksek değerine ulaşmıştır. 2000 yılı sonrası başlayan düşüş, küresel krizle birlikte şiddetini artırmış ve ilgili oran 2009 yılında 3,74'e kadar düşmüştür. Sonraki yıllarda toparlandığını söylemek mümkün olsa da, 2014 yılında 4,49'a yükselen oranın 2016 yılı itibariyle değeri 4,09'dır.

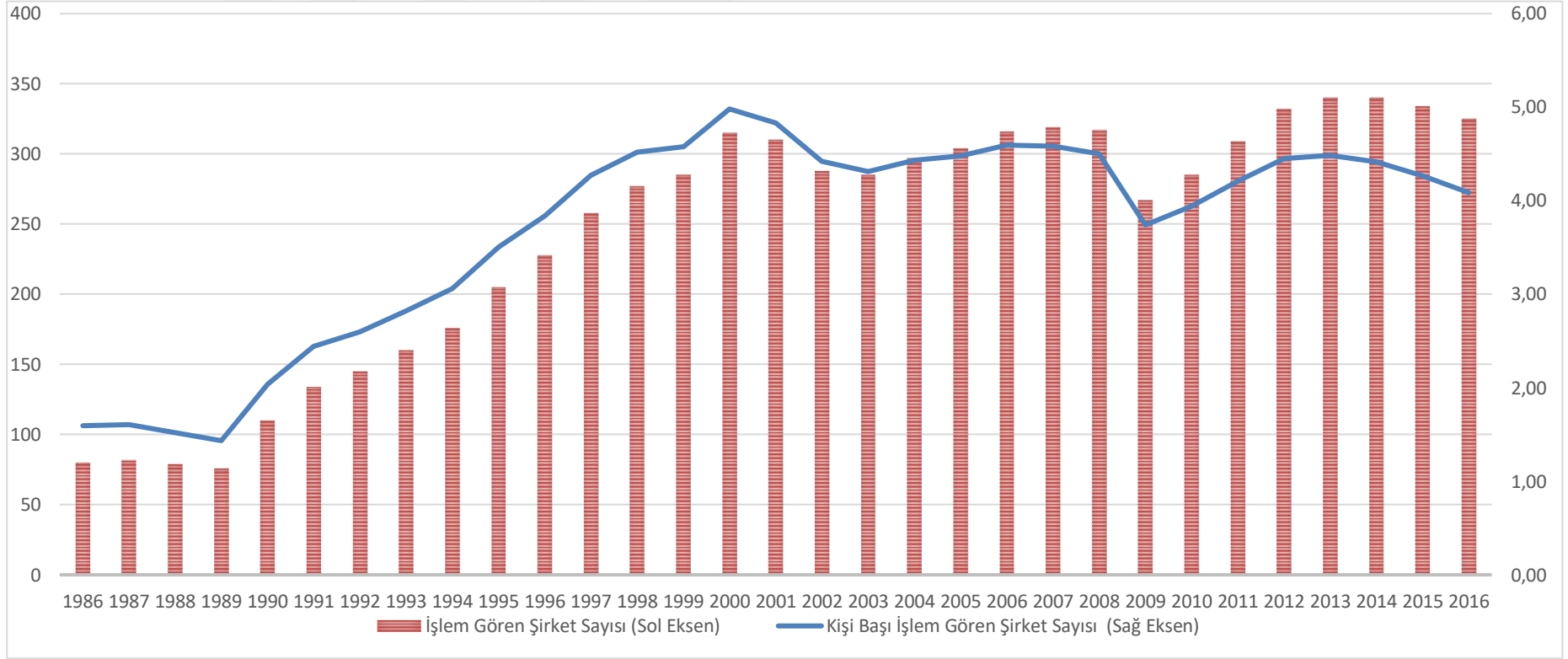
Borsa İstanbul Pay Piyasası'nın, kurulduğu tarihten 2000 yılına kadar geçen süre içerisinde, kayda değer bir gelişim gösterdiği Şekil 2.1'deki her iki göstergede de görülmektedir. 2000 yılı sonrasında ise, pay piyasasındaki büyümenin ivmesi azalmış, hatta durağan bir döneme geçilmiştir. Ayrıca 2008 yılında yaşanan küresel krizin pay piyasasına olumsuz etkisi gözükmemektedir.

Borsa İstanbul Pay Piyasası büyüklüğünün ve Türkiye'de yaşanan finansal gelişimin ortaya koyulabilmesi amacıyla, diğer ülkelerdeki borsalarla karşılaştırma yapılması gerekir. Bu amaçla, Doidge ve diğerlerinin (2017) çalışmasına benzer bir şekilde, Djankov ve diğerlerinin (2008) çalışmasının örneklemini oluşturan 71 ülkenin verileri Dünya Bankası WDI veritabanından elde edilmiştir. Verilerinde eksiklik bulunan ülkeler, analiz sonuçlarını olumsuz olarak etkilememesi için örneklemden çıkarılmıştır. MSCI'nin çalışmasına* (MSCI, 2017) göre 20'si gelişmiş ülke olmak üzere toplam 50 ülke sınıflandırılmıştır. Elde edilen iki grup için toplam işlem gören şirket sayısı ve ortalama kişi başına düşen işlem gören şirket sayısı göstergeleri hesaplanarak, Çizelge 2.1 oluşturulmuştur. Grupların 1986-2000 ve 2001-2016 dönemlerinin kümülatif büyümeleri[†] bulunmuştur. Ayrıca işlem gören şirket sayısının yıllık büyüme oranları hesaplanmış, çeşitli dönemler için ortalamaları alınmış ve ortalama yıllık büyüme oranları bulunarak, Çizelge 2.1 Panel B'de elde edilen sonuçlar paylaşılmıştır. Yıllar itibariyle analize dahil edilen ülkelerin işlem gören şirket sayılarına Ek-1'den, kişi başına düşen şirket sayılarına ise Ek-2'den ulaşılabilir.

* MSCI sınıflandırmasına göre gelişmiş, gelişmekte olan (yükselen) ve sınırdaki piyasalar olmak üzere üçlü bir ayırım söz konusudur. Ancak çalışmamızda gelişmiş ve gelişmekte olan olmak üzere ikili bir ayırma gidilmiştir.

[†] Örneğin 2000-2016 dönemi için;

$$g_{2000-2016} = \frac{\text{İşlem gören şirket sayısı}_{2016} - \text{İşlem gören şirket sayısı}_{2000}}{\text{İşlem gören şirket sayısı}_{2000}}$$



Şekil 2.1. Borsa İstanbul Pay Piyasası Genel Seyri

Kaynak: Şirket sayısı verileri, Borsa İstanbul'dan (Borsa İstanbul, 2017a) elde edilirken; nüfus verileri için Dünya Bankası WDI (World Development Indicators) veritabanı (Dünya Bankası, 2017) kullanılmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören şirket sayıları hesaplanırken, WDI verileri ile karşılaştırabilmek amacıyla Dünya Bankası'nın metodolojisine benzer şekilde sadece Yıldız, Ana ve Yakın İzleme Pazarlarında işlem gören paylar dikkate alınmıştır. Kişi başı işlem gören şirket sayısı, bir milyon kişiye düşen şirket sayısını ifade etmektedir. İşlem gören şirket sayısının nüfusa oranının bir milyona çarpımı yoluyla elde edilmiştir.

Çizelge 2.1'deki sonuçlar incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelerdeki borsalarda işlem gören şirket sayısının sürekli olarak arttığı görülmektedir. 1986'da 4596 olan borsa işlem gören şirket sayısı, 2016 yılına gelindiğinde 18.108'e ulaşmıştır. 2008 yılına kadar sürekli olarak artarak 12,08 değerine ulaşan ortalama kişi başı işlem gören şirket sayısı ise küresel krizle birlikte düşüş trendine girmiş ve 2016 yılında 9,52 seviyelerine kadar düşmüştür.

Gelişmiş ülkelerde ise, 1986 yılında 16.622 olan işlem gören şirket sayısının 2016 yılına gelindiğinde 23.526 sayısına ulaştığı görülmektedir. Ortalama kişi başı işlem gören şirket sayıları incelendiğinde, 1986 yılından 2008 yılına kadar ilgili değişken artış trendinde olup, 32,10'dan 46,80'e kadar yükselmiştir. Gelişmekte olan ülkelere benzer bir şekilde 2008 yılından sonra düşüş görülmektedir.

Sınıflandırmaya dayalı olarak yapılan karşılaştırmalar sonunda dikkat çeken ilk bulgu dünya hisse senetleri piyasasının küresel krizle birlikte küçüldüğüdür. Gelişmekte olan ülke borsalarında sadece ortalama kişi başı işlem gören şirket sayılarında bir düşüş söz konusuysa; gelişmiş ülke borsaları incelendiğinde ortalama kişi başı işlem gören şirket sayısının yanında işlem gören şirket sayısında da bir düşüş meydana gelmiştir. Gelişmiş ülkelerin borsalarındaki işlem gören şirket sayısında 2008 yılında başlayan düşüş, 2013 yılına kadar devam etmiştir. Dolayısıyla küresel krizin gelişmiş ülke borsalarını, gelişmekte olan ülkelere göre daha derin etkilediği ileri sürülebilir.

Ele alınan göstergelerdeki değişimler, borsalardaki dönüşümle yakından alakalıdır. 1980'li yıllarda gelişmiş ülkelerde başlayan finansal serbestleşme, gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiştir. Ülkemizde de sermaye piyasasına ilişkin birçok reform * 1980'li yıllarda gerçekleştirilmiştir. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda, borsaların bu dönemde kurulduğu Çizelge 2.1'den açıkça görülmektedir. Başlangıçta 12 olan gelişmekte olan ülkelerdeki borsa sayısı, zaman içerisinde artarak, 1995 yılında örneklemin tamamı olan 30 sayısına ulaşmıştır.

* 1981 yılında Sermaye Piyasası Kanunu resmi gazetede yayınlanırken, 1985 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) faaliyetlerine başlamış, 3 Ocak 1986'da ise İMKB'de ilk seans gerçekleştirilmiştir.

Panel A: Pay Piyasası Büyüklük Göstergeleri (1986-2016)

Yıl	Borsa İstanbul		Gelişmekte Olan Ülkeler			Gelişmiş Ülkeler		
	Şirket Sayısı	Ort.Kişi Başı	Ülke	Şirket Sayısı	Ort.Kişi Başı	Ülke	Şirket Sayısı	Ort.Kişi Başı
1986	80	1,60	12	4.596	7,32	19	16.622	32,10
1990	110	2,04	15	6.259	7,39	19	16.644	29,16
1995	205	3,51	30	12.324	7,48	20	19.336	34,79
2000	315	4,98	30	14.314	8,84	20	21.472	39,27
2001	310	4,83	30	14.395	8,78	20	21.557	39,92
2002	288	4,42	30	14.338	8,87	20	20.965	39,59
2003	285	4,31	30	14.662	9,67	20	23.150	45,07
2004	297	4,43	30	14.068	9,41	20	23.457	46,00
2005	304	4,48	30	14.248	9,49	20	24.051	46,93
2006	316	4,60	30	14.742	10,77	20	24.449	45,96
2007	319	4,58	30	15.411	12,08	20	24.721	46,80
2008	317	4,50	30	15.581	11,90	20	24.003	45,54
2009	267	3,74	30	15.583	11,01	20	23.092	44,18
2010	285	3,94	30	16.137	10,69	20	22.789	43,88
2011	309	4,21	30	16.979	11,07	20	22.785	44,09
2012	332	4,45	30	16.556	10,18	20	22.444	42,79
2013	340	4,49	30	16.661	9,91	20	23.307	42,57
2014	340	4,41	30	17.144	9,95	20	23.952	43,39
2015	334	4,27	30	17.899	9,86	20	24.154	43,80
2016	325	4,09	30	18.108	9,52	20	23.526	43,03
Kümülatif Değişimler (%):								
1986-2000	%294	%212		%211	%21		%29,18	%22%
2001-2016	%3,17	%-17,94		%26,51	%7,69		%9,57	%9,58%

Panel B: İşlem Gören Şirket Sayısı Ortalama Yıllık Büyüme Oranları (1986-2016)

Dönem	Borsa İstanbul	Gelişmekte Olan Ülkeler	Gelişmiş Ülkeler
1995-2000	%10,27	%3,10	%3,03
2001-2008	%0,14	%1,10	%1,47*
2009-2012	%1,71	%1,57	-%1,66
2013-2016	-%0,51	%2,28	%1,21
1986-2000	%10,84	%8,91	%1,90
2001-2016	%0,37	%1,51	%0,63*

- Hesaplamalar yapılırken WDI veritabanında bulunmayan son yıllara ait veriler, ilgili borsaların web sitelerinden bulunarak hesaplamalara dahil edilmiştir. Ulaşılamayan veri var ise ilgili yıldaki şirket sayısı, bir önceki ve bir sonraki yıldaki şirket sayılarının ortalaması olarak kabul edilmiştir. Kişi başına işletme sayısı hesaplanırken boş veriler hesaplamalara dahil edilmemiştir.

- (*) 2003 yılı Kanada verilerinde yüksek bir sapma gözlenmekte olup, düzeltme yapıldığında 2001-2008 dönemi %1,47'den %0,07'ye, 2001-2016 dönemi %0,63'den -%0,08'ye düşmektedir.

Çizelge 2.1. Borsa İstanbul Pay Piyasası Büyüklükleri ve Diğer Ülkeler

1986-2000 döneminde, gelişmekte olan ülkelerin işlem gören şirket sayısında büyük bir artış yaşanmıştır. 1986 yılında gelişmiş ülkelerde işlem gören şirket sayısı, gelişmekte olan ülkelerinin 3,6 katıyken; 2000 yılına gelindiğinde bu katsayı 1,3'e düşmüştür. 1986-2000 döneminde gelişmekte olan ülkelerdeki işlem gören şirket sayısı %211 oranında artarken, gelişmiş ülkelerdeki artış %29,18'le sınırlı kalmıştır. Diğer bir ifadeyle, gelişmekte olan ülkelerdeki borsalar 1986-2000 döneminde yıllık ortalama %8,91 oranında büyüyürken; gelişmiş ülkelerin borsalarındaki işlem gören şirket sayısındaki büyüme hızı yıllık ortalama %1,90'dır. 1986-2000 döneminde gelişmiş ve gelişmekte olan ülke borsalarının büyüme hızları arasındaki farkın bu denli fazla olmasının temel nedenleri, başlangıçta gelişmekte olan ülkelerde işlem gören şirket sayısının düşük olmasının göreceli etkisi (artışın oransal olarak ele alınması) ile borsa sayılarının artmasıdır. Nitekim gelişmekte olan ülkelerin borsa sayılarının ve işlem gören şirket sayılarının belirli bir büyüklüğe ulaştığı 1995-2000 döneminde yıllık büyüme hızı (%3,10), gelişmiş ülkelerdeki ortalama yıllık büyüme hızına (%3,03) yakındır. Benzer şekilde, her iki grubun kişi başı işlem gören şirket sayısındaki kümülatif değişimler de birbirine çok yakındır. Dolayısıyla, 1986-2000 dönemi için dünya pay piyasalarının tamamında bir gelişimden söz etmek mümkündür.

1990'lı yılların sonunda, küreselleşmenin ve gelişen bilgi teknolojilerinin de etkisiyle, sermaye piyasalarında ve borsalarda köklü değişimler yaşanmıştır. Sermaye hareketlerinin önündeki düzenlemelerin kaldırılması, hisse senedi ihraçlarının kolaylaşması, ülkeler arası mevzuatların yakınlaşması, uluslararası finansal raporlama ve muhasebe standartlarındaki gelişmeler yatırım ortamını etkilemiştir. Yatırımcılar istediği ülkedeki sermaye piyasası aracına yatırım yapma olanağına sahip olurken, şirketler de istedikleri borsada halka arzı gerçekleştirebilir duruma gelmişlerdir. Başka borsaların avantajlarından da yararlanmak isteyen şirketler, birden fazla borsada işlem görmeye başlamışlardır. Şirketler aynı ülkedeki ikinci bir pay piyasasına çapraz kayıt oldukları gibi, çifte kayıt olarak diğer ülkelerdeki borsalarda ayrıca işlem görmeye başlamışlardır (Aksoy ve Dayı, 2017). Borsaların hukuki ve idari yapılarında kapsamlı değişiklikler meydana gelmiştir. Belirli bir büyüklüğe ulaşan pay piyasaları, 2000 öncesi döneme göre daha düşük bir performans göstermesine rağmen, gelişimini sürdürmeye devam etmiştir. 2000 sonrası dönemde, gelişmekte olan ülkelerin pay piyasalarındaki büyümenin gelişmiş ülkelerinkine göre daha yüksek

olduğu görülmektedir. Bu gelişimin arkasında özellikle Çin, Hindistan, Kore ve Tayland gibi ülkelerin pay piyasarından kaynaklanmaktadır.

Karşılaştırmalar üzerinden elde edilen bulgular, Borsa İstanbul'un 1986-2000 döneminde büyük bir gelişim yaşadığını göstermektedir. Borsa İstanbul'un ilgili dönemdeki performansı, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin üzerindedir. 2000 sonrası döneme genel olarak bakıldığında, performansın hem önceki döneme hem de diğer ülkelere göre daha düşük seyrettiği görülmektedir. Küresel krizin Borsa İstanbul'un büyüklüğüne olan etkisinin, diğer ülkelere göre (2008-2012) daha sınırlı kaldığı söylenebilir. 2013 yılı ve sonrasında ise dünyada bir toparlanma söz konusuyken, Borsa İstanbul pay piyasasında küçülme yaşanmaktadır. Türkiye'nin sermaye piyasaları açısından 2000 yılı sonrasında Borsa İstanbul'un gelişiminin sınırlı kalmasının nedenlerinin araştırılarak, ortaya koyulması önemlidir. Bu çalışma kapsamında, yaşanan küçülmenin işleme kapanma boyutu ile ilgili kısmı ele alınmıştır.

2.3. İşleme Kapanmanın Önemi

Her ülkede varolan ekonomik döngü, ekonominin kalkınmasında rol alan önemli bir dinamiktir. Yeni kurulan işletmeler, mevcut ekonomik döngüye ilave olarak ekonominin büyümesini ve gelişimini sağlarken; bazı işletmeler ise kapitalist ekonomilerin doğal akışı gereği bu döngüden ayrılırlar. Ekonomik sisteme giren ve çıkan işletmelerden oluşan bu devir, verimliliğin artışına ve ekonominin gelişmesine olanak sağlar. Faaliyetlerini sürdürmeyi başaramayan işletmelerin kaynakları varlık satışı, tasfiye veya devralma gibi yollarla daha nitelikli işletmelere aktarılır. Kapitalizmin temelinde olan bu “yaratıcı yıkım” süreci, sürekli olarak eskileri yok ederken, sürekli olarak da yenileri yaratarak, ekonomide köklü değişiklikler sağlar (Schumpeter, 1942).

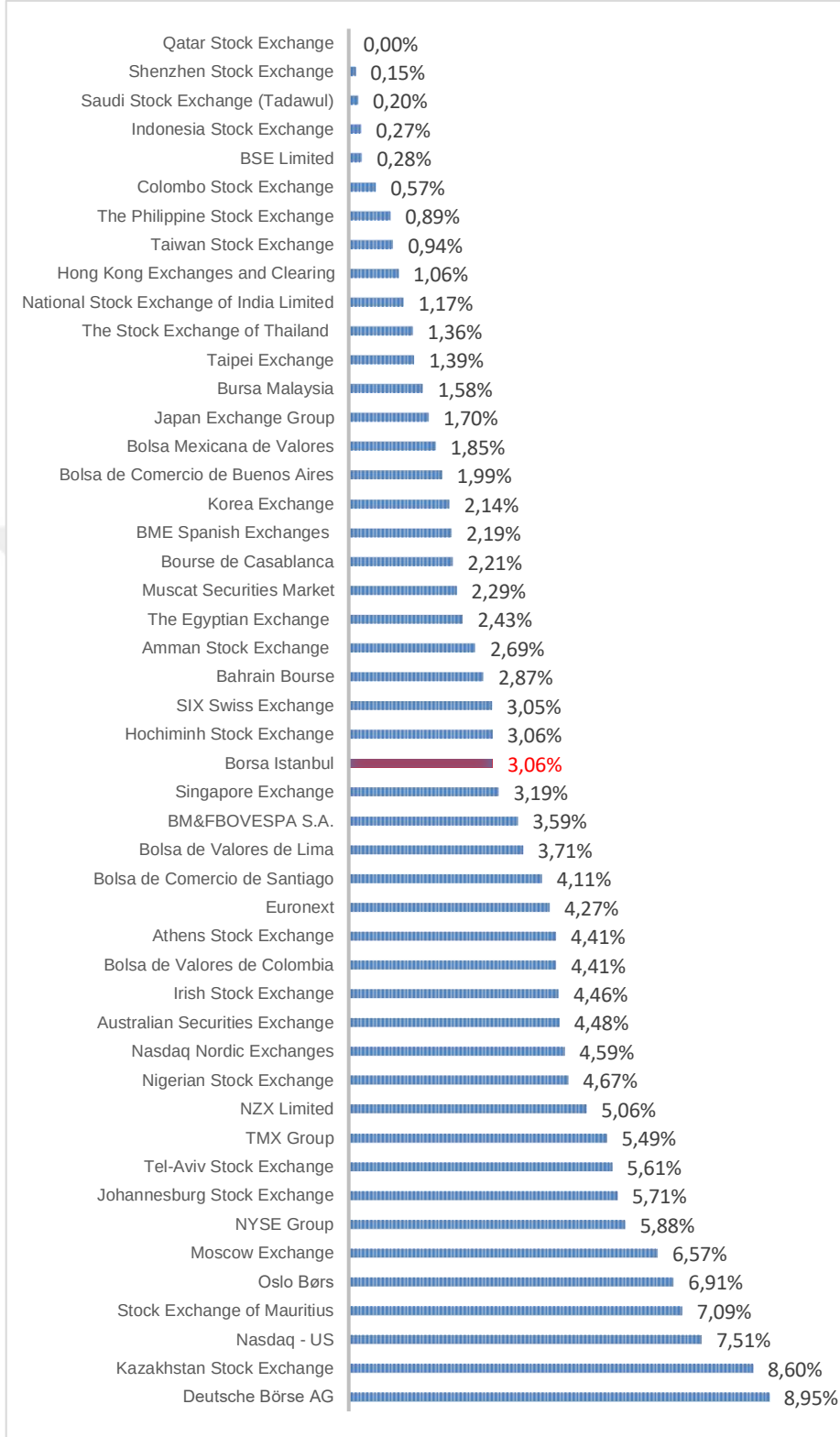
Yaratıcı yıkımın kapitalist ekonomiler için öneminin farkında olunması kadar ayrıntılı bir şekilde çalışılması da önem taşımaktadır. Baker ve Kennedy (2002), borsada işlem görmekteyken iflas, tasfiye ya da birleşmeye konu olarak işlem sırası kapanan şirketleri, Schumpeteryan görüş kapsamında incelemiştir. İşleme kapanan şirketin varlıklarının diğer işletmelere aktırılması, Schumpeter'in ünlü metaforu “yaratıcı yıkım” kapsamında ele alındığında, bu durumun kapitalist ekonomilerin devamı için gerekli olan doğal bir süreç olduğu söylenebilir. Schumpeteryan görüşe göre yeni hammadde ve yarı mamuller, yeni ürünler, yeni üretim metodları, yeni

pazarlar ve yeni organizasyonlar yoluyla ekonomik aktiviteler artmaktadır. Kapitalist sistem sürekli olarak eskileri yok ederken, sürekli olarak da yenileri yaratır. Kapitalist sistemin temelinde yaratıcı yıkım vardır ve işletmeler bu gelişime ayak uydurmak zorundadır. Baker ve Kennedy'e (2002) göre, Schumpeteryan yaratıcı yıkım metaforu yerinde bir yaklaşımdır. Varlıkların başarısız yöneticilerden başkalarına geçmesi, ekonomik kalkınma açısından önem taşımaktadır. Firmaların kapanması olağanüstü bir durum olmayıp, kapitalist ekonominin alışılmış bir ekonomik olaydır. Özellikle külfetli iflas süreçleri, birleşme ve satın almaların sınırlandırılması gibi sınırlandırıcı hukuki düzenlemeler, ayrıntılı bir şekilde ele alınarak uygulamaya koyulmalıdır.

Benzer şekilde Dahiya ve Klapper (2007), yenilikçi ve büyüyen ekonomilerin merkezinde düşük performansa sahip şirketlerin yaratıcı yıkımının bulunduğunu ifade etmiştir. Başarısız firmalardan faaliyetine devam eden işletmelere gerçekleşen kaynak aktarımında, iflas ve birleşmeye ilişkin mekanizmaların önemi büyüktür. Küçük yatırımcının güçlü bir şekilde korunduğu ülkelerde daha fazla işleme kapanma yaşanırken, kurumsal kontrol piyasasına ve iflas sürecine ilişkin mekanizmaların daha az geliştiği ülkelerde, borsada işleme kapanmaların düşük bir düzeyde seyredeceği iddiasını destekleyen ampirik sonuçlar elde edilmiştir. Dünyanın en önemli finansal merkezlerine ev sahipliği yapan ABD ve İngiltere'de görülen işleme kapanma sayıları diğer gelişmiş ülkelere göre belirgin bir şekilde daha fazladır.

French ve Fama'ya (2004) göre pay piyasaları, finansal piyasaların ve modern kapitalist sistemin temelini teşkil etmektedir. ABD pay piyasalarında işlem gören şirket sayısında 1980-2001 döneminde büyük bir artış gözlenmiştir. Diğer taraftan karlılığı ve büyümesi düşük şirketlerin halka arz olması, şirketlerin borsada kalma sürelerini kısaltmıştır. Bu durum yatırım ortamına zarar vermekte, borsada işlem gören ve beklentiyi karşılamayan niteliksiz şirketleri işaret etmektedir. French ve Fama (2004), zaman içerisinde pay piyasalarında gerçekleşen giriş ve çıkışların ayrıntılı bir şekilde incelenmesi gerektiğini belirterek, elde edilecek bulguların hem ihraççılar hem de yatırımcılar için önem taşıdığını ifade etmiştir.

Doidge ve diğerleri (2017) ise, farklı bir bakış açısı ile, borsada işlem gören şirketlerin zaman içerisindeki (1975-2012) seyrini incelemiş ve ABD borsalarının özellikle 1996 yılı sonrasında diğer ülkelere ayrıştığını ortaya koymuştur. ABD borsalarındaki bu olumsuz ayrışma, halka arz sayılarının azalmasının yanında işleme kapanma sayılarının artmasından da kaynaklanmıştır.



Şekil 2.2. Ortalama İşleme Kapanma Oranları (2014-2016)

Kaynak: Borsada işlem gören ve işlem sırası kapanan pay verileri için Dünya Borsalar Federasyonu'nun (WFE) veritabanı ve yıllık raporları kullanılmıştır. Oran her bir yıl için; t yılında işlem sırası kapanan pay sayısının, t-1 yılı sonundaki işlem gören şirket sayısına oranlanması yoluyla elde edilmiştir. Daha sonra her ülkenin 2014-2016 aritmetik ortalamaları bulunmuştur.

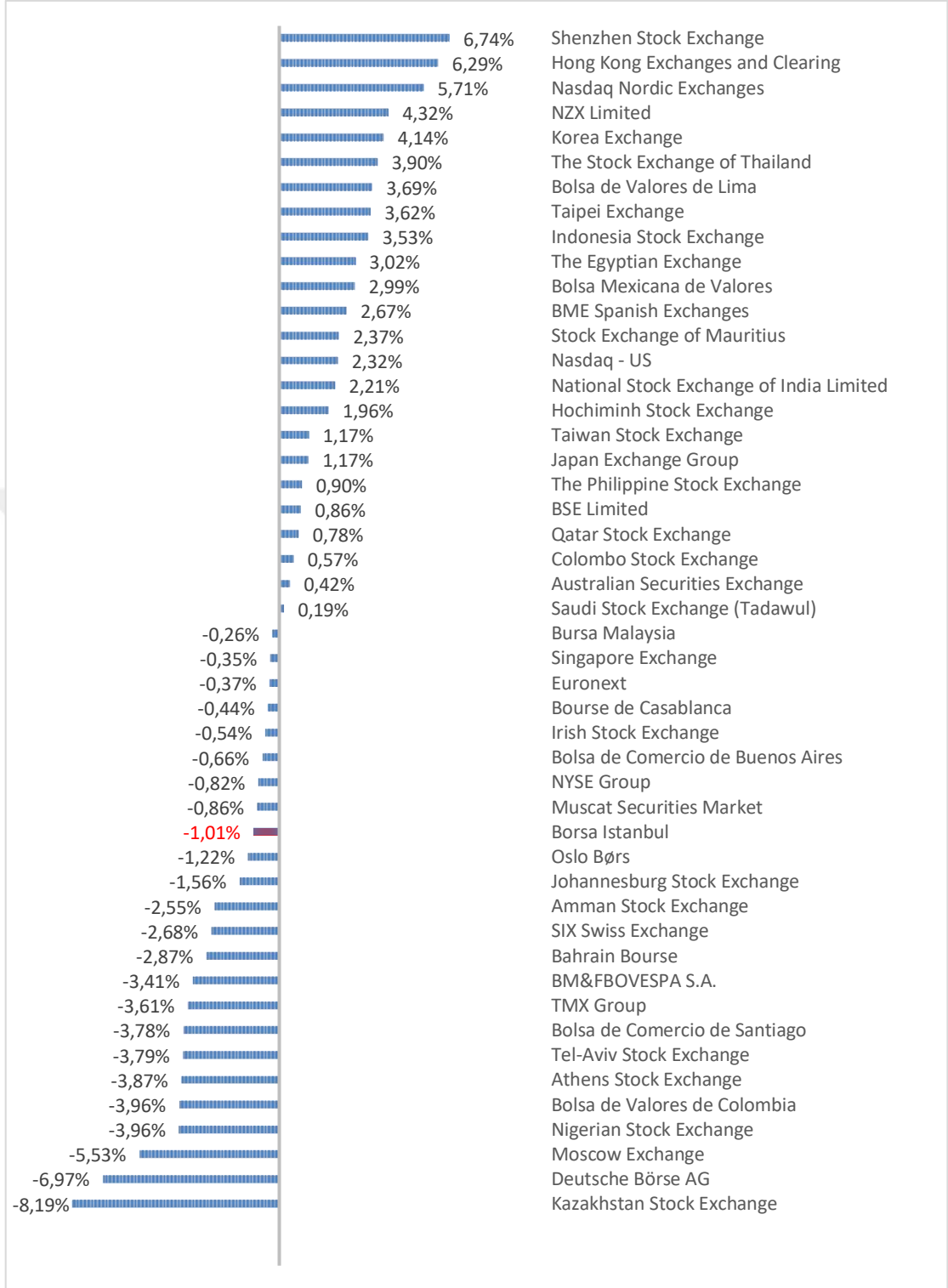
ABD’de gerçekleşen birleşme ve satın alma sayısı ve etkinliğinin belirgin şekilde artması, işleme kapanma sayılarını da artırmış; bu durum, çalışmada ABD’nin diğer ülke borsalarından farklılaşmasının temel sebebi olarak görülmüştür.

İşleme kapanmayı akademik çalışmaların bazıları (Baker ve Kennedy, 2002; Dahiya ve Klapper, 2007), Schumpeteryan görüş çerçevesinde, ekonomik sistemin merkezinde olması sebebiyle çalışmaya değer bulurken; bazı çalışmalar ise borsa gelişiminin sınırlı kalması (Doidge vd., 2017) ya da şirketlerin borsada kalma sürelerinin kısalması (French ve Fama, 2004) gibi durumlar sebebiyle ayrıntılı şekilde ele alınması gerekliliğini belirtmişlerdir. Bu çalışmalar farklı açılardan işleme kapanmanın önemine vurgu yapsa da, birbirinin alternatifi görüşleri içermemektedir.

Diğer taraftan borsalarda yaşanan işleme kapanma sayıları incelendiğinde, konunun finansal piyasalardaki uygulayıcılar açısından da önem arz ettiği görülmektedir. Son yıllarda işleme kapanma, dünyanın en büyük piyasalarına sahip ülkelerde olduğu gibi gelişmekte olan ülkelerde de sıklıkça görülmektedir. 2008-2012 dönemi için Martinez ve Serve (2017), 42 ülkede yıllık ortalama 1,267 hissenin; toplamda ise 6000’in üzerinde hisse senedinin işleme kapandığını belirtmiştir.

Dünya Borsalar Federasyonu’nun yayınladığı 2014-2016 dönemi verileri üzerinden hesaplanan 48 borsanın işleme kapanma oranları Şekil 2.2’den takip edilebilir. Listenin başında Almanya’daki Frankfurt Borsası bulunmakta olup, ilgili dönemde her yıl borsada işlem gören şirketlerin ortalama %8,95’inin işlem sırası kapanmıştır. Kazakistan Borsası %8,60’lık oranla listede ikinci sırada yer alırken, üçüncü sıradaki Nasdaq’da her yıl işlem gören firmaların %7,51’inin borsa pazarlarından çıktığı görülmektedir.

Şekil 2.2’deki işleme kapanma oranları incelendiğinde Nasdaq, New York, TMX gibi dünyanın en büyük borsalarında çok fazla işleme kapanma yaşandığı görülebilceği gibi; Kazakistan, Mauritius, Güney Afrika gibi gelişmekte olan ülkelerin borsalarında da işleme kapanmanın sıklıkla yaşandığı göze çarpmaktadır. Arka planındaki neden ne olursa olsun, elde edilen bulgular, işleme kapanmanın hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler açısından önemini açıkça ortaya koymaktadır.



Şekil 2.3. Ortalama Net İşlem Görme Oranları (2014-2016)

Kaynak: Borsada işlem gören ve işlem sırası kapanan pay verileri için Dünya Borsalar Federasyonu'nun (WFE) veritabanı ve yıllık raporları kullanılmıştır. Oran her bir yıl için; t yılında işlem görmeye başlayan ve kapanan pay sayıları arasındaki farkın, t-1 yılı sonundaki işlem gören şirket sayısına oranlanması yoluyla elde edilmiştir. Daha sonra her ülkenin 2014-2016 aritmetik ortalamaları bulunmuştur.

Borsa büyüklüğü açısından bakıldığında her yıl yaşanan işleme kapanmaların, gerçekleşen halka arzlarla karşılaştırılması daha doğru bir sonuç ortaya koyabilir. Bu amaçla yine 2014-2016 dönemi için Dünya Borsalar Federasyonu'ndan elde edilen veriler üzerinden 48 borsaya ilişkin net işlem görme oranları elde edilmiştir. Elde edilen oranlar Şekil 2.3 üzerinden takip edilebilir. Bu oranlar, borsaların büyüklüğündeki değişimin de bir ölçütü olarak düşünülüp, yorumlanabilir.

Şekil 2.3'deki net işlem görme oranları incelendiğinde, listenin başında dünya ekonomisindeki payı da son yıllarda artan Çin, Yeni Zelanda, Güney Kore, Tayland, Peru, Tayvan, Endonezya, Mısır ve Meksika gibi gelişmekte olan ülkelerin olduğu görülmektedir.* Gelişmekte olan bu ülkeler, yaşanan işleme kapanma sayısından daha fazla şirketi borsaya çekmeyi başararak, 2014-2016 döneminde büyüklük itibariyle en fazla gelişim gösteren borsalar konumunu almışlardır. Diğer taraftan işleme kapanma sayıları yüksek olan Mauritius, Yeni Zelanda, Nasdaq Nordik borsalarına yapılan yeni ihraçlar, işleme kapanmanın olumsuz etkisini sınırlamıştır.

MSCI sınıflamasına göre, Türkiye gibi yükselen piyasa kategorisinde bulunan borsalar, küresel kriz sonrası dönemde yıllık ortalama %4'ün üzerinde bir büyüme gerçekleştirirken, Borsa İstanbul pay piyasasında işlem gören şirket sayısı her yıl ortalama %1 küçülmektedir (Şekil 2.3). Gerçekleşen halka arz sayısının sınırlı kalması bu olumsuz durumun bir boyutunu oluştururken; dünyadaki diğer borsalarla mukayese edildiğinde, küçümsenemeyecek düzeyde olduğu görülen işleme kapanma sayısı da diğer önemli boyutudur. Sonuç olarak, Borsa İstanbul'un işlem görme genel seyri incelendiğinde, 2000 yılı sonrası gelişiminin sınırlı kalmasının nedenlerinden birini oluşturan işleme kapanmanın Borsa İstanbul ölçeğinde araştırılması, akademik literatür ve Türkiye Sermaye Piyasaları açısından önem arz etmektedir.

2.4. İşleme Kapanmanın Hukuki Boyutu

Finansal gelişim ile ekonomik büyüme arasındaki ilişki, araştırmacılar için yıllar boyunca ilgili çekici bir konu olmuştur. Teknolojik yeniliklerin teşvik edilmesinde bankaların işlevine dikkat çeken Schumpeter (1912) gibi birçok araştırmacı (Robinson 1952; Hick, 1969; McKinnon, 1973) finansal gelişme ile büyümeyi ilişkilendirmiştir.

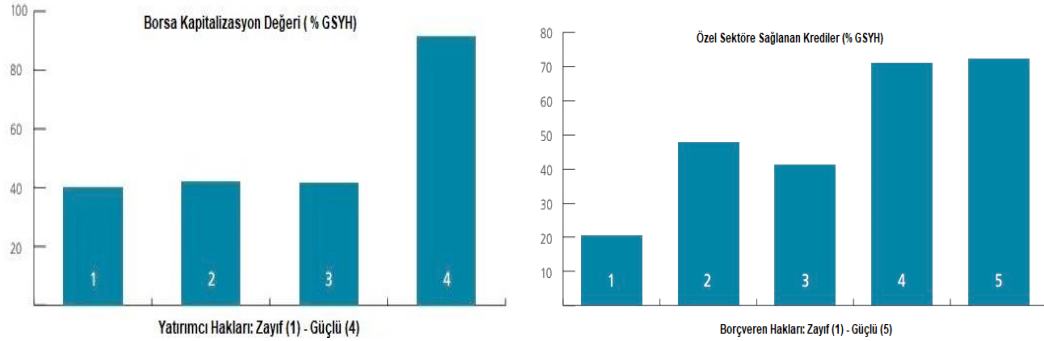
* Nasdaq Nordic Exchanges; Danimarka Finlandiya İzlanda, İsveç, Estonya, Letonya ve Litvanya'dan oluşan İskandinav ülke borsalarının konsolide verilerini göstermektedir.

Zaman içerisinde sayıları artan geniş ölçekli ampirik çalışmalardan edinilen baskın görüş (Gelb, 1989; King ve Levine, 1993; Levine, 1997; Rioja ve Valev, 2004) finansal gelişmenin, ekonomik büyümeyi güçlü ve olumlu yönde etkilediğidir. Dolayısıyla büyümenin daha iyi anlaşılacak, daha etkin ekonomik politikaların oluşturulması için finansal gelişmenin belirleyici unsurlarına odaklanmak önem taşır. Ülkeler arasındaki yapısal farklılıklar ve koşullar, finansal gelişmeyi ve büyümeyi doğrudan etkileyebilir. La Porta ve diğerleri (1997, 1998, 2000) öncülüğünde birçok araştırmacı, ülkelerdeki hukuki düzenlemelerin ve uygulamaların, finansal gelişimdeki rolüne odaklanmıştır.

Şirket üzerinde yönetim kontrolü olmayan küçük yatırımcının çıkarlarının korunması amacıyla yapılan düzenlemeler, genel olarak “yatırımcıyı koruma” olarak ifade edilmektedir. La Porta ve diğerleri (1997, 1998), ülkelerdeki küçük yatırımcı haklarının korunmasını sayısal olarak ölçmek için geliştirdikleri endeks ile, özsermaye piyasasının büyüklüğü ve finansmana erişim arasında pozitif bir ilişki olduğunu bulmuştur. “Hukuk ve finans teorisi”, ülkelerin hukuksal geleneğinin, politik ve yasal-uyum kanalları yoluyla (Beck vd., 2001a) farklılaşarak, ülkelerin finansal gelişimini belirlediğini savunur. Söz konusu teori çerçevesinde, bu ilişkiden daha ileriye gidilerek, hukuki farklılıkların, finansal gelişme yoluyla ülkelerdeki uzun vadedeki büyümeyi etkilediği ortaya koyulmuştur (Levine, 1999; Beck vd., 2001b).

Yatırımcıların korunması ile sermaye piyasaları gelişimi karşılıklı etkileşim içerisinde. Şekil 2.4'te, yatırımcının korunma gücünü gösteren ADRI (Anti-Self-Dealing Index – Yöneticilere Karşı Haklar Endeksi) (Djankov vd., 2008) ile borsa büyüklüğü (GSYH'nin yüzdesi) arasındaki ilişki gösterilmiştir. Claessens ve Yurtoglu'ndan (2012) alınan grafikte, 1990-2010 dönemindeki ADRI verileri dikkate alınarak, 71 ülke dört kategoriye ayrılmıştır. Dört kategori içerisinde yatırımcı haklarını en fazla koruyan ülkelerin oluşturduğu 4 numaralı kategorinin borsa kapitalizasyon değerlerinin büyük olduğu görülmektedir. Benzer bir ilişkiyi, borç verenlerin korunması ile sermaye piyasalarının derinliği arasında kurmak da mümkündür (Claessens ve Yurtoglu, 2012:18). Özel sektöre sağlanan kredi büyüklüğü yüksek olan ülkelerde, borç veren haklarının da yüksek olduğu Şekil 2.4'ten takip edilebilir. Bu ilişkiler; “borç veren ve küçük yatırımcının korunmasının artması, zaman ve ülke ayırt etmeksizin finansal gelişmeyi olumlu etkiler” gibi genelleme

niteliğindeki bir iddiayı doğru kılmaya da; etkin kurumsal yönetim ve hukuk sisteminin sermaye piyasaları için önemini ortaya koyar.



Şekil 2.4. Yatırımcı ve Borç Veren Hakları ile Sermaye Piyasaları Arasındaki İlişki

Kaynak: Claessens ve Yurtoglu, 2012

İşleme kapanmanın hukuki boyutunun önemli bir kısmını kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler oluşturmaktadır. Kurumsal yönetim, dışarıdaki yatırımcıları, istismar gücü bulunan içeridekilere karşı korumaya odaklanan kurumlar ve kurallar düzenidir (Claessens ve Yurtoglu, 2012). Son yıllarda önemi ortaya koyulan kurumsal yönetim kavramı, ortaklar, yöneticiler ve borç verenler başta olmak üzere şirketle ilgili olan tüm paydaşların birbirleriyle olan ilişkilerini içerir. Temel amaç, tüm paydaşları kapsayacak şekilde, firmaların ekonomiye katkılarını en üst düzeye çıkarmaktır.

Ülkelerin kurumsal yönetim uygulamaları da birbirinden farklılık göstermektedir. Kurumsal yönetim uygulamaları, ülke ya da şirket ölçeğinde incelenebilir. Kurumsal yönetim düzenlemelerinin, finansmana erişim kolaylığı ve finansal piyasaların gelişimine olan etkisini ortaya koyan ülke düzeyindeki hukuk ve finans teorisine ilişkin ampirik çalışmaların yanı sıra (Yafeh vd., 2010); şirket düzeyindeki firma performansına etkilerini ortaya koyan kanıtlar da mevcuttur (Yurtoglu, 2000; Black vd., 2006). Kurumsal yönetim uygulamalarında ödünleşme söz konusudur. Kurumsal yönetim uygulamaları, sermaye piyasaları ve işletmeler açısından fayda yarattığı gibi bazı külfetler de doğurur. Hem faydanın ve hem de maliyetin söz konusu olması, kurumsal yönetime ilişkin yapılacak düzenleme ve uygulanacak yaptırımların esnekliğinin belirlenmesini zorlaştırır.

Borsalarda gerçekleşen halka arzları açıklayan teoriler çerçevesinde, işleme kapanmalarda ele alınabilir. Borsalara çapraz kayıt (çifte kotasyon) olan hisse

senetlerinin işleme kapanmaları, vekalet teorisi, yasal bağlanma teorisi ve sinyal teorisi olmak üzere üç teoriye dayandırılabilir (Brown, 2014).

Vekalet teorisine (Jensen, 1989) göre, kurumsal yönetim uygulamaları yoluyla, paydaşların birbirleriyle olan ilişkileri düzelir ve çıkar çatışmasından doğan vekalet maliyetleri azalır. Yönetimin gözlenmesi kolaylaşır ve yönetimin şirket kaynaklarını istismar etmesi engellenir. Şirketlerin finansmana erişimi kolaylaşır, sermaye maliyeti azalır ve firma değeri olumlu etkilenir. Böylece borsada işlem görmek cazibesini korur, yatırımcıların ilgisi artar, büyük yatırımlar gerçekleştirilir ve şirketin büyümesinde ivme kazanılır. Kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansını olumlu etkilediği görüşü, çalışmalarla da desteklenmiştir. Türkiye (Yurtoglu, 2000; Tanrıöven vd., 2006), Kore (Black vd., 2006), Brezilya (da Silva ve Leal, 2006), Hindistan (Black vd., 2007), Şili (Lefort ve Walker) gibi gelişmekte olan ülkeler için de bu olumlu etki ampirik çalışmalarla ortaya koyulmuştur. Vekalet teorisine göre, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarından hedefledikleri faydayı elde edememeleri üzerine, gönüllü olarak borsadan ayrılacağı savunulabilir.

Halka arzlar ve işleme kapanmalar yasal bağlanma teorisi kapsamında da temellendirilebilir. Yasal bağlanma teorisi (Stulz, 1999; Coffee, 1999, 2002), şirketlerin, kurumsal yönetimin daha güçlü uygulandığı borsalarda işlem görmek istediklerini savunur. Bu isteğin temeli, ortak ve paydaşların hak ve çıkarlarının güvence altına alınmasıdır. Tüm paydaşların çıkarını koruyan daha sıkı yasal düzenleme ve yaptırımlar oluşturduğu yeni koşullar, firma değerine olumlu bir biçimde yansıyacaktır. ABD'deki borsalara yapılan çapraz kayıtlar incelendiğinde, yapılan ihraçların çoğunun yatırımcı korumasının daha düşük olduğu ülkelerin borsalarında işlem gören şirketler tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir (Reese ve Weisbach, 2002). Ayrıca şirket, çapraz kayıt sonrası düşen vekalet maliyetlerinden büyük yarar sağlamaktadır (Doidge, 2004; Hail ve Luez, 2006). Sinyal teorisi kapsamında düşünüldüğünde ise şirketin, kurumsal yönetim düzenlemelerinin daha katı olduğu bir borsada işlem görmeye başlaması, piyasa için sinyal niteliği taşımaktadır. Finansal bilginin raporlanması, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve işlem görme gereksinimlerindeki artış, içeridekilerle dışarıdakiler arasındaki bilgi asimetrisinin azalmasına olanak sağlar (Fuerst, 1998). Borsada şirket hakkında oluşan, daha şeffaf bir iletişim sergileyeceği beklentisi, firma değerine olumlu yansır

(Roosenboom ve vanDijk, 2009). Yasal bağlanma ve sinyal teorileri dikkate alındığında piyasa ve yatırımcılarda oluşan kaliteli borsa algısındaki düşüş, halka arz sayılarını azaltırken gönüllü işleme kapanma sayılarını artıracaktır. Borsadaki “kotasyon şartları” ve “kottan çıkarma şartları” başta olmak üzere, yapılan hukuki düzenlemelere bağlı olarak, işlem gören şirketlerin niteliklerinin azalması durumunda borsaya duyulan ilginin azalacağı savunulabilir.

Diğer taraftan kurumsal yönetime ilişkin yapılan hukuki düzenlemelerin ağırlaştırılması, vekilin izlenmesinde katılan maliyetleri artırıp, yönetimdeki inisiyatifini sınırlandırdığı için firma değerini olumsuz olarak etkiler (Burkart vd., 1997). Halihazırda etkin bir şekilde kurumsal yönetim uygulamaları olan şirkete getirilen ekstra katı bir düzenleme, firma değerini olumsuz olarak etkilemektedir. Gillian ve diğerleri (2003), güçlü kurumsal yönetim ile optimal kurumsal yönetim arasında fark olduğunu söylerken; Bruno ve Claessens’e (2007) göre de en uygun kurumsal yönetim, kurumsal yönetiminin en güçlü olduğu form değildir. Her zaman için, daha katı düzenleme ve yaptırımlar daha iyi sonuçlar doğurmadığı için, yasal düzenlemelere ilişkin karar alınırken, optimal kurumsal yönetimin varlığı göz ardı edilmemelidir. Gerçekleştirilen düzenleme ve yaptırımlarda dikkat edilmeli, gereğinden katı uygulamaların, şirketlere ve ülke ekonomilerine maliyet yaratacağı unutulmamalıdır.

ABD’de 2002 yılında yürürlüğe giren Sarbanes-Oxley Yasası (SOX), literatürde en fazla tartışılan hukuki düzenleme olarak öne çıkmaktadır. Sarbanes-Oxley Yasası ile birlikte kurumsal yönetim standartları artırılmış, muhasebe uygulamalarının daha kapsamlı yapılması zorunlu kılınmıştır. Yapılan değişiklikler sonrası borsada işlem gören şirketlerin yükümlülükleri ve katlandıkları işlem görme maliyetleri artırmıştır. Literatürde ABD’nin küresel finans piyasalarında rekabet gücünü kaybetmesi, Sarbanes-Oxley Yasası ile ilişkilendirilmiştir (Daugherty ve Georgieva, 2011; Ribstein, 2005). Özellikle, daha düşük likidite ve yoğun kontrol sahipliği olan küçük yabancı firmaların halka arzdan elde edeceği net faydanın azalacağı savunulmuştur (Marosi ve Massoud, 2008). Kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerin ağırlaştırılması, şirketlerin borsadan ayrılma eğilimlerini artırmaktadır.

Avrupa’da gerçekleşen işleme kapanmaları inceleyen Thomsen ve Vinten (2014), ülkelerdeki yasal düzenlemeleri, etkin ve aşırı olmak üzere ikiye ayırarak,

farklı iki hipotez oluşturmışlardır. Yapılan etkin düzenlemeler, borsanın gelişimine ve firma performansının artmasına olanak sağlarken; aşırıya kaçılması durumunda, düzenlemenin ülke ekonomisine ve şirketlere olan maliyeti, elde edilen faydayı aşmaktadır. Analizden elde edilen bulgular, Gillian ve diğerleri (2003) ve Bruno ve Claessens'e (2007) benzer şekilde, aşırılık hipotezini desteklemektedir. Ülkenin genel hukuki altyapısına yönelik düzenlemeler, işlem maliyetlerinin düşük olduğu ve vekillerin daha iyi izlendiği bir ortam yaratarak, yatırımcıların borsaya duyduğu güveni artırmaktadır. Böylece borsalar, yeni halka arzlar ve mevcut işlem gören şirketler için daha cazip hale gelmektedir. Hukuki düzenlemelerde aşırıya kaçılması durumunda ise, şirketlerin borsaya olan ilgisi azalmakta, halka arz sayılarında düşüşle birlikte işleme kapanma sayılarında bir artış ortaya çıkmaktadır.

Dahiya ve Klapper'ın (2007), iflas ve birleşmeye ilişkin mekanizmaların önemini vurguladığı çalışmasında, küçük yatırımcının güçlü bir şekilde korunduğu ülkelerde daha fazla işleme kapanma yaşanırken, kurumsal kontrol piyasasına ve iflas sürecine ilişkin mekanizmaların daha az geliştiği ülkelerde, borsada işleme kapanmaların düşük bir düzeyde seyredeceği iddiasını destekleyen ampirik sonuçlar elde edilmiştir. Araştırmacıların kullandığı veri setinde, dünyanın en önemli finansal merkezleri olan ABD ve İngiltere'de görülen işleme kapanmaların, diğer gelişmiş ülkelere göre belirgin bir şekilde daha fazla olduğu görülmektedir.

Her ne kadar kurumsal yönetim uygulamaları beraberinde çeşitli maliyetleri getirirse de, borsalarda işlem yapacak üyelere, alım satım sürecine ve işlem görecekt şirketlere çeşitli kurallar ve düzenlemeler getirilmesi gerekir. Pazar kalitesinin tesis edilmesi için kriterlerin koyulması, sürekli olarak yatırım ortamının gözlenmesi ve gerektiğinde yaptırım uygulanması borsaya değer kazandırır. İşleme kapanması gereken bir firmaya gereken yaptırımı uygulamamak ya da belirlenen kuralları ve kriterleri esnetmek, uzun vadede borsanın itibarını ve gelirlerini etkiler. 1990'lı yılların sonundaki popüler yaklaşım, daha fazla düzenlemenin sermaye piyasalarına engel teşkil edeceği düşüncesidir (Maume, 2015). Bu akım sonucunda firmalar için kotasyon koşullarını kolaylıkla sağlayabileceği borsalar daha cazip hale gelirken; işlem görme kriterleri ve yasal düzenlemeler borsalar arası rekabette önemli bir faktör haline dönüşmüştür. Ancak, işlem görme kriterlerinin düzeyinin düşürülmesi borsanın

kalitesine etki etmiş; şirketlerin işlem görme sürelerini kısaltarak, işleme kapanma sayılarını artırmıştır (French ve Fama, 2004).

Sonuç olarak, işleme kapanmaya yönelik düzenleme ve yaptırımlar organize piyasaların doğası gereği ortaya çıkan bir ihtiyaçtır. İşleme kapanma süreci hem şirketler hukuku hem de sermaye piyasası kanunları ile yakından ilişkilidir. Şirketler hukuku daha çok zorunlu işleme kapanmalar açısından önem taşımaktayken; sermaye piyasasına ilişkin yapılan düzenlemeler, yatırımcının ve piyasanın korunmasına yöneliktir (Maume, 2015). Alt başlık altında borsalarda işlem görmek için aranan kotasyon şartları ile işleme kapanmaya ilişkin düzenlemelere yer verilmiştir.

2.4.1. Borsalarda İşlem Görmek İçin Aranan Kotasyon Şartları

Borsalar, işlem görecekt şirketler konusunda seçici davranmaktadır. Piyasanın sağlıklı işleyişinin bozulmaması için, bazı şirketlerin sermaye piyasalarına ulaşmalarına izin verilmemektedir. Sadece belirlenen kotasyon koşullarını sağlayan şirketler borsaya erişim sağlayabilmektedir. Hatta pay piyasalarında bölümlendirilmesi yapılarak, belirlenen kriterlere göre pazarlar oluşturulmaktadır. Ortaya koyulan kriterler ve kurallar yoluyla borsanın sinyal işlevi sağlanmaktadır (Macey ve O'Hara, 2002). Yatırımcıların ve piyasadaki diğer aktörlerin firma ve borsanın kalitesi hakkındaki algısının oluşmasında, aranan kriterlerin niteliği önemli rol oynar.

Borsalarda işlem görmek için aranan kriterler, zamana ve ülkelere göre farklılaşsa da her borsada mevcuttur. Coğrafi dağılımı ve büyüklükleri itibarıyla sermaye piyasaları için önem arz eden 16 borsanın ana pazarlarında işlem görmek için aranan kriterler incelenmiştir. Borsaların tespitinde ve kriterlerin gruplandırılmasında Ernst & Young'ın yayınlamış olduğu raporlar (EY, 2018) dikkate alınmıştır. Avustralya (ASX) Borsası, Frankfurt Borsası, Euronext Paris, Euronext Amsterdam, Hong Kong Borsası, Londra Borsası, Nasdaq, New York Borsası, Singapur Borsası, Japonya Borsası, Dubai Borsası, Şangay Borsası, Hindistan Bombay Borsası, Polonya Warsaw Borsası, Rusya MICEX Borsası ve İsviçre SIX Swiss Borsası'nın kriterleri incelendiğinde borsalarda işlem görmek için sıklıkla kullanılan finansal kriterler beş başlık altında gruplandırılabilir;

- Faaliyet Geçmişine İlişkin Aranan Kriterler: Şirketlerin işlem görmeye başlamadan önce belirli süre faaliyet göstermiş olması borsalarda aranan bir gereksinimdir. İşletmelerin geçmiş performansı yansıtan mali tabloları dikkate alınarak, şirketin başvurusu değerlendirilir. Borsaların çoğunda* işlem görecektir şirketin üç yıllık bir faaliyet geçmişinin olması beklenmektedir. Diğer taraftan farklı uygulamalar da mevcuttur. Örneğin Nasdaq'da iki yıllık bir süre aranırken, Avustralya Borsası'nda diğer asgari koşulların sağlanması durumunda ekstra bir şart aranmamaktadır.
- Gelir ve Kara İlişkin Aranan Kriterler: Şirketin finansal performansının en önemli ölçütü olan gelir ve kar durumu, şirketlerde aranan önemli bir kriterdir. İşletmenin son mali yılda kar elde etmesini isteyen borsaların yanı sıra, son üç yıllık karına ilişkin daha sıkı kriter koyan borsalar da mevcuttur. Belirlenen kar kalemine bağlı olarak uygulamada farklılıklar da ortaya çıkabilir. Örneğin İsviçre ASX Borsası'nda net kar, New York Borsası'nda faiz sonrası faaliyet karı, Singapur Borsası'nda vergi öncesi kar dikkate alınmaktadır. Alternatif olarak nakit akışı, satış hasılatı arayan borsalar da mevcuttur.
- Piyasa Değerine İlişkin Aranan Kriterler: Borsa için en önemli kriterlerden biri, şirketin büyüklüğünü gösteren piyasa değeridir. Piyasa değerine ilişkin koyulan asgari kriterler, borsalar için bir prestij kaynağı olduğu gibi, işlem hacminin oluşumu için de önem arz etmektedir. Londra Borsası gibi bazı borsalarda zorunlu olarak şirketin belirli bir piyasa değerinin üstünde olması şartı aranırken; NYSE gibi bazı borsalarda ise diğer finansal kriteri sağlaması durumunda bu şart aranmamaktadır.

Aktif ve/veya İşletme Sermayesi Büyüklüğüne İlişkin Aranan Kriterler: İşletmelerin belirli bir büyüklüğe ya da işletme sermayesine sahip olmasını isteyen borsalar da mevcuttur. Şirketin yeterli işletme sermayesine sahip olması, ödeme gücünün de bir göstergesidir. Avusturalya, Nasdaq, Tokyo Borsaları şirketin aktif büyüklüğü için bir kriter belirlerken; Londra Borsası,

* Anglo Sakson ülkelerindeki borsalar (Londra, New York) ile Kıta Avrupası (Paris, Frankfurt, Amsterdam) borsalarının yanı sıra Dubai, Hong Kong, Şangay, Bombay, Rusya MICEX gibi borsalarda 3 yıl faaliyet geçmişi aranmaktadır.

şirketlerden 12 aylık ihtiyacını karşılayacak düzeyde işletme sermayesine sahip olmasını istemektedir.

○ Halka Açıklık Oranı / Sermaye / Ortak Sayısına İlişkin Aranan Kriterler:

Halka açıklığın göstergesi, fiili dolaşımdaki pay oranıdır. Şirketin fiili dolaşımdaki pay oranının yüksek olması, pazarlardan alım-satımı yapılabilecek pay sayısının fazla olduğunu göstermektedir. Yeterli likiditenin sağlanarak, sağlıklı fiyat oluşumu ve sermayenin tabana yayılması için borsa pazarlarında işlem gören pay ve ortak sayısı önemlidir. Hemen hemen bütün borsalarda, halka arz olacak şirketlerde asgari fiili dolaşımdaki pay oranına, sermayeye ve/veya ortak sayısına ilişkin kriterler bulunmaktadır.

Borsaların, beş ana grupta özetlenen finansal performansla ilişkin kriterler dışında, başta kurumsal yönetim olmak üzere birçok farklı kriter belirlediğini söylemek mümkündür. Örneğin halk arz öncesindeki mevcut ortakların sicilleri, ticaret ve rekabet yasağı gibi kısıtlamaların olmaması dahi bakılmaktadır. Ayrıca borsaların, aradığı kotasyon şartlarını, birbirine alternatif olarak belirlendiği görülmektedir. Bu durum, Londra Borsası, Hong Kong Borsası, NYSE, Nasdaq ve Singapur borsalarının aradığı kriterlerin özetlenmeye çalışıldığı Çizelge 2.2’de daha iyi gözlemlenebilir.

Birbirlerine alternatif finansal kriterler belirlenmesinin temel amacı esnek bir yapıya olanak sağlamaktır. Böylece nitelikli firmaların, katı düzenlemelere takılmadan borsalarda işlem görmelerine imkan tanınmış olur. Çizelge 2.2’de yer alan finansal kriterler içerisinde kar, piyasa değeri, nakit akışı ve satış hasılatının önemli olduğu görülmektedir. Borsalar, bünyesinde işlem görecekt şirketlerin öncelikli olarak karına odaklanmaktadır. Dolayısıyla, son üç mali yılda belirli bir düzeyde kar elde eden şirketler, istediği pazarda işlem görmeye başlayabilir. Şirketin kara ilişkin aranan kriteri sağlayamaması durumunda, piyasa değeri ya da nakit akışlarına ilişkin kriterlerin aranmaya başlandığı görülmektedir.

Kriter / Borsa	Londra Borsası	Hong Kong Borsası	New York Borsası	Nasdaq	Singapur Borsası
İhraç Türü	Sponsorlu	Sponsorlu	-	-	Sponsorlu
Geçmiş Denetim	Son 3 yıl	Son 3 yıl	Son 3 yıl	Son 3 yıl	Son 3 yıl
Finansal Kriterler	- Gelir elde etme - Minimum 700.000 Sterlin piyasa değerine sahip olmak	Üç kriterden birini sağlamak; 1) i) Son yıldaki karı $\geq$ 20 m. HK\$ ii) Son iki yıldaki kar toplamı $\geq$ 30 m. HK\$ iii) Piyasa değeri $\geq$ 200 m. HK\$ 2) i) Piyasa değeri $\geq$ 2 mil. HK\$ ii) Son yıl satışı $\geq$ 500 m. HK\$ iii) Son 3 yıl Faaliyet Nakit Akım Top. $\geq$ 100 m. HK\$ 3) i) Piyasa değeri $\geq$ 4 mil. HK\$ ii) Son yıl satışı $\geq$ 500 m. HK\$	Kriterden birini sağlamak (Kar=Faiz sonrası faaliyet karı olmak üzere); 1) i) Son üç yıl kar top. $\geq$ 20 m.\$ ii) Son iki yıldaki kar $\geq$ 2 m. \$ iii) Son üç yıldaki kar $\geq$ 0 \$ 1b) i) Son üç yıl kar top. $\geq$ 12 m.\$ ii) Son yıl kar $\geq$ 5 m. \$ iii) bir sonraki mali yılda $\geq$ 2 m. \$ 2) EGC* firmaları için; i) Son iki yıl kar top. $\geq$ 10 m.\$ ii) Son iki yıldaki kar $\geq$ 2 m. \$ 3) Global Market Capitalisation Test; i) Piyasa değeri $\geq$ 200 m.\$	Kriterden birini sağlamak (Kar= faaliyet karı olmak üzere); 1) i) Son üç yıl kar top. $\geq$ 11 m.\$ ii) Son iki yıldaki kar $\geq$ 2.2 m. \$ iii) Son üç yıldaki kar $\geq$ 0 \$ 2) i) Son yıl satış. $\geq$ 110 m.\$ ii) Piyasa değeri $\geq$ 550 m. \$ iii) Her biri pozitif olmak üzere son üç yıl nakit akış top. $\geq$ 27.5 \$ 3) i) Son yıl satış. $\geq$ 90 m.\$ ii) Piyasa Değeri $\geq$ 850 m. \$ 4) i) Piyasa değeri $\geq$ 160 m. \$ ii) Varlık $\geq$ 80 m. \$ iii) Öz sermaye $\geq$ 55 m. \$	Kriterden birini sağlamak 1) i) Son yıl VÖK $\geq$ 30 m.S\$ ii) 3 yıl faaliyet geçmişi 2) i) Son yıl kar >0 ii) Piyasa Değeri $\geq$ 150 m. S\$ iii) 3 yıl faaliyet geçmişi 3) i) Satışlar $\geq$ 300 m. S \$ ii) Piyasa Değeri $\geq$ 300 m.\$ iii) 1 yıl faaliyet geçmişi
Kar Tahmini	Opsiyonel	Opsiyonel	-	-	Kurumsal ürünlerde gerekli
İşletme Sermayesi	12 ay	12 ay	-	-	12 ay
Faaliyet Geçmişi	3 yıl	3 yıl	3 yıl	3 yıl	3 yıl
Min. Ortak Sayısı	-	300	400 (x100) lot	450 (x100) lot ya da 2,200 ortak	500
Min. Halka Açıklık Oranı	%25	%25 ya da %15 (PD>10 mil.)	İlk arzlarda 40 m. \$	1250 bin hisse, 45 m. \$	%25, %12-%20 (PD>300m. S\$)
Finansal raporlama	6 aylık	6 aylık	3 aylık	3 aylık	3 aylık
Muhasebe Standartı	IFRS	IFRS, CASBE, US GAAP	IFRS, US GAAP	IFRS, US GAAP	IFRS, US GAAP
Uluslararası İhraçlarda Özel Şart	Mevcut	Mevcut	Mevcut	Mevcut	Mevcut

Kaynak: Which market? (PwC, 2016)

Çizelge 2.2. Seçilmiş Borsalarda Aranan Kriterler

2.4.2. Gönüllü İşleme Kapanmaya İlişkin Düzenlemeler

Ekonomik olarak bakıldığında, borsada işlem görülmesi için katlanılan maliyetlerin, elde edilen faydaları geçtiği noktada işletmenin borsadan ayrılma kararı vermesi beklenir. Ayrılma kararının alınması ile başlayan gönüllü işleme kapanma süreci, yatırımcının korunmasına yönelik geliştirilen düzenlemeler çerçevesinde gerçekleştirilmektedir. Sermaye piyasası kanunlarına benzer şekilde, gönüllü işleme kapanmaya ilişkin düzenlemelerin de odak noktasında, yatırımcının korunması vardır.

Gönüllü işleme kapanmanın sonuçlarından yatırımcının korunması, çoğunluk onayı, kanuni süre ve çıkış (nakit) takdimine yönelik düzenlemeler yoluyla sağlanır (Maume, 2015). Mevuzatta, onay nisabının hangi oranda ve hangi yönetim organı tarafından olacağının belirlenmesi hem zor hem de tartışmalı bir konudur. Birçok farklılık mevcut olsa da uygulamada gönüllü işleme kapanma, çoğunluk kararı ile alınmakta ya da çoğunluk tarafından onaylanmaktadır. Alınan karar sonrası, işleme kapanmaya yönelik duyurunun yapıldığı tarih ile işleme kapanmanın gerçekleştiği gün arasındaki dönem, “kanuni süre” olarak ifade edilmektedir. Genellikle sürenin uzaması işleme kapanmanın külfetini artırmaktadır. Diğer taraftan, gönüllü işleme kapanmada azınlıkta kalan kesime, ortaklıkları karşılığı nakit teklifi yapılmasını içeren hukuki bir uygulama zorunluluğu getirilmesi yatırımcılara yüksek koruma sağlarken, süreyi de kısaltmaktadır.

Azınlıkta kalan ortaklar, gönüllü işleme kapanmanın olumsuz sonuçlarına maruz kalarak menfaat kaybına uğramamak için hukuki yola başvurabilir. Hukuki başvurular, düzenleyici ve denetleyici kurumlara yapılabileceği gibi, yöneticilere karşı da yapılmaktadır (Khort, 2014). Düzenleyici ve denetleyici kurumların inceleme konusu, işlemin mevcut yasalar açısından uygunluğu ile ortakların ya da ilgili çıkar gruplarının elindeki hisseleri satacak yeterli zamana sahipliğidir. İnceleme yapılırken odak nokta yatırımcı hakları olup, şirketin borsada kalmasını zorlayıcı nitelikte bir karar alınması söz konusu değildir. Temsil görevini ihlal ettiği gerekçesiyle yöneticilere karşı açılan davalar da, yatırımcının kullanabileceği diğer bir yoldur. Ancak genellikle yetersiz delil sebebiyle, dava sonuçlarının yatırımcıların lehine olduğu söylenemez (Khort, 2014). Yöneticiler yüzünden ortakların menfaat kaybına uğradığı iddiasının kanıtlanabilirliği zordur. Diğer taraftan dava masrafları ile avukat ücretlerinin yüksek

olduğu da düşünüldüğünde, yöneticilere karşı açılan davaların, küçük yatırımcıyı koruyan iyi bir mekanizma olduğu söylenemez.

Gönüllü işleme kapanma kararını alan yönetim organlarına ilişkin hukuki düzenlemeler, borsalardaki uygulamaları farklılaştırmaktadır. Gönüllü işleme kapanma kararını alan yönetim organları incelendiğinde, iki önemli yaklaşımdan söz etmek mümkündür. Birçok borsa uygulamasında işleme kapanma kararı genel kurulda alınırken; alternatif olarak kararın yönetim kurulu tarafından alınmasını yeterli gören düzenlemelere sahip borsalara da rastlamak mümkündür. Bu iki temel yaklaşımın ortasında ise, yönetim organının açıkça belirtilmediği ancak uygulamada ortakların çoğunluğunun onay verdiği görülen borsa düzenlemeleri vardır.

Gönüllü işleme kapanma için genel kurul kararı ya da onayı arayan düzenlemelerin arkasındaki temel amaç, işletmeyle alakalı tüm kesimlerin çıkarının gözetilme isteğidir. Gönüllü işleme kapanma kararı, olağan yönetim kararlarından herhangi birine benzememekte, halk arz kararı gibi özel nitelik taşımaktadır (Maume,2015). Dolayısıyla işleme kapanma kararı, ortağın sahip olduğu hisse senedi yatırımının doğasını tamamen değiştiren bir sürecin başlangıcıdır. Borsa pazarlarından çıkmak, yönetim kontrolüne sahip ortaklar kadar küçük yatırımcıları ve borç verenleri de yakından ilgilendirdiği için, düzenlemelerde ilgili kararın genel kurulda alınması uygun görülmüştür. Genel kurulda alınan karar, elde edilecek kazanımların küçük bir kesimden ziyade, işletme ve tüm paydaşların ortak beklentisi olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca alınan genel kurul kararıyla işletmeye ve yöneticilere karşı açılacak davaların da önüne geçilmektedir. Örneğin Avustralya, Yeni Zelanda ve Kanada'daki borsa düzenlemelerinde hangi yönetim organının işleme kapanma kararını verebileceği açık bir şekilde belirtilmese de, kararın çoğunluk tarafından onayı istenerek, alınan kararın hukuki dayanağı oluşturulmaktadır (Khort, 2014).

Diğer taraftan, gönüllü işleme kapanma kararının genel kurulda alınması zorunluluğunu, gereksiz olarak nitelemek de mümkündür. Firma değeri üzerine olumsuz yansıyabilecek bu durum yerine, yönetim kurulu tarafından alınacak kararın yeterli olarak görüldüğü borsa düzenlemeleri de mevcuttur. Bu yaklaşımın savunucuları, olaya fayda-maliyet bakış açısıyla bakılması gerektiğini savunmakta ve genel kurulda alınacak kararının, işletmeye ekstra bir külfet getirdiğini ileri sürmektedir. Halka arzla birlikte sermayenin tabana yayılması, borsada işlem gören

firmanın ortak sayısını artırmaktadır. Ortak sayısının yanı sıra, uluslararası sermayedarların varlığı da genel kurulun toplanmasını güçleştirir. Yapılacak genel kurulla ilişkili doğrudan maliyetlerin yanı sıra, genel kurul çağırısının yapıldığı duyuru ile genel kurulun gerçekleştiği güne kadar geçen süreçte çeşitli dolaylı maliyetlerden de bahsetmek mümkündür. Dolayısıyla, işleme kapanma kararının genel kurula bağlanması, hem maliyet hem zaman açısından zorluklar içeren bir yoldur. Günümüzde borsadaki şirketlerin birçoğunun kurumsal yatırımcıların sahipliğinde olduğu göz önüne alınacak olursa, genel kurul onayının sonucu değiştirmeyen, zahmetli bir yol olduğu düşünülebilir.

Gönüllü işleme kapanmada genel kurul kararının ya da onayının aranması, işletmenin borsadan ayrılmasını zorlaştırmaktadır. Böylece şirketin başka borsalara ve pazarlara geçişi kısıtlanmakta, özellikle aynı ülkelerde faaliyet gösteren borsaların birbirleriyle olan rekabeti etkilenmektedir. Genel kurul kararı/onayı aranmasının borsalar arasındaki rekabete etkisi olduğu iddiası, ABD'deki düzenlemeleri de değiştirmiştir. ABD'deki ilk gönüllü borsadan ayrılma kararı, 1939 yılında, Kanada merkezli bir şirket tarafından alınmıştır. Bu başvuru üzerine, New York Borsası'nda gönüllü işleme kapanmaya ilişkin düzenleme (Rule 500) yürürlüğe girmiştir. 1939-1997 döneminde geçerli olan düzenlemeye göre, gönüllü olarak New York Borsası'ndan ayrılmak isteyen şirketlerin dolaşımdaki hisselerinin en az üçte ikisinin onayını alması gerekirken; %10'undan fazlasının ise bu ayrılmaya karşı çıkmaması gerekmektedir. Ancak Nasdaq'ın kurucusu NASD (National Association of Securities Dealers)'ın 1997 yılında, mevcut düzenlemenin New York Borsası'na avantaj sağladığı ve Nasdaq ile olan rekabetine gölge düşürdüğünü öne sürerek SEC (Security Exchange Commission)'e yaptığı başvurmuştur. Başvuruyu inceleyen SEC, ortakların onayının yatırımcının korunması açısından eskiden olduğu kadar önem arz etmediğini ve bu kuralın ihraççıların borsalardan çıkış hakkının sınırlandığını ifade etmiştir. Böylece 1997 yılında, New York Borsası'ndan ayrılmak isteyen şirketlerde aranan genel kurul kararı şartı kaldırılmıştır. ABD gibi diğer birçok ülkenin yürürlükteki düzenlemelerinde, gönüllü olarak borsadan ayrılma kararının, yönetim kurulları tarafından alınması yeterli görülmektedir.

Bazı ülkelerde, şirketin birden fazla borsada işlem görmesi durumunda, onay verecek yönetim organı değişmektedir. Örneğin Hindistan'da şirketin hisse senetleri başka bir

borsada işlem görüyorsa, yönetim kurulu kararı yeterliyken; görmemesi durumunda ise yönetim kurulu kararına ek olarak genel kurul onayı aranmaktadır. Hong Kong’da şirket başka borsada işlem görüyorsa, ortakların salt çoğunluğunun onayı aranırken; görmemesi durumunda nitelikli çoğunluğun onayı gerekmektedir (Khort, 2014). İtalya Borsası’nda ihraççının kimliğine göre uygulama değişirken, Londra Borsası’nda pazar bölümlendirilmesine gidilmiştir. Standart ihraçlarda genel kurul kararına ihtiyaç duyulmazken; halka arzda özel şartları sağlayan bir ihraç gerçekleşmişse (premium listing), ortakların nitelikli çoğunluğunun onayı aranmaktadır (LSE,2019: 18).

Borsa	Ülke	Karar Verici Yönetim Organı	Çıkış Hakkı
Avustralya Borsası (ASX)	Avustralya	Belirli değil, genellikle genel kurulda salt çoğunluk aranıyor.	Yok
Madrid Borsası	İspanya	Genel kurul	Mevcut
Bombay Borsası	Hindistan	Başka borsada işlem görüyorsa, yönetim kurulu	Yok
		Başka borsada işlem görmüyorsa, genel kurulda nitelikli çoğunluk	Mevcut
İtalya Borsası	İtalya	İtalyan ihraççılar için genel kurul, yabancı ihraççılar için işleme kapanmayı isteyen organın kararı	Mevcut
Mais Borsası	Brezilya	Genel kurul	Mevcut
Budapeşte Borsası	Macaristan	Genel kurul kararıyla, başka bir borsaya geçmesi durumunda ise yönetim kurulu kararıyla	Mevcut
Buenos Aires Borsası	Arjantin	Genel kurul	Mevcut
Frankfurt Borsası	Almanya	Yönetim kurulu	Mevcut
Hong Kong Borsası	Özerk (Çin)	Genel kurul (Başka borsada işlem görüyorsa, salt çoğunluk; görmüyorsa nitelikli çoğunluk)	Mevcut
Kazakistan Borsası	Kazakistan	Genel kurul	Mevcut
Londra Borsası	İngiltere	Genel kurul	Yok
MICEX-RTS	Rusya	Genel kurul	Mevcut
Nasdaq	ABD	Belirli değil. Ancak genellikle yönetim kurulu kararı aranıyor.	Yok
OMX-Kopenhag	Danimarka	Belirli değil. Ancak genellikle yönetim kurulu kararı aranıyor.	Mevcut
OMX-Oslo	Norveç	Genel kurul	Yok
OMX-Stockholm	İsveç	Yönetim kurulu	Yok
New York Borsası (NYSE)	ABD	Yönetim kurulu	Yok
NYSE-Amsterdam	Hollanda	Yönetim kurulu	Yok
NYSE-Paris	Fransa	Yönetim kurulu	Yok
Prag Borsası	Çek Cumhuriyeti	Genel kurul	Mevcut
Şangay, Şenzen Borsaları	Çin	Gönüllü işleme kapanma kurumu mevcut değil. *	Yok
Singapur Borsası	Singapur	Genel kurul	Mevcut
Tayland Borsası	Tayland	Genel kurul	Mevcut
Tokyo Borsası	Japonya	Belirli değil. Ancak genellikle yönetim kurulu kararı aranıyor.	Yok

Kaynak: *Protection of investors in voluntary delisting on the U.S. stock market?* (Khort, 2014)

Çizelge 2.3. Seçilmiş Borsalarda Gönüllü İşleme Kapanma Düzenlemeleri

* Her ne kadar borsadan ayrılması genel kurul kararına bağlanmış olsa da, ilgili kararın borsa tarafından onaylanması gerekmektedir. Dolayısıyla zorunlu işleme kapanma olarak nitelendirilebilir.

Gönüllü işleme kapanma kararında aranan onay nisabı oranı da borsalardaki uygulamaları farklılaştırmaktadır. Bazı borsalarda salt çoğunluk yeterliyken (oyların %51'i), bazı borsalarda* oyların 2/3'ü, bazı borsalarda† ise oyların %75'i gibi nitelikli çoğunluk arandığı görülmektedir. Diğer bir fark ise ortakların oy haklarında yapılmaktadır. Örneğin Hindistan'da ayrılma kararı için tüm ortakların oyları dikkate alınırken, Kanada'da küçük yatırımcıların onayı önem taşımaktadır. Karar alınırken, hisse grupları yoluyla ortaya çıkan oy hakkına dair hisse senedi imtiyazlarına bakılmaksızın, her oyu eşit sayan borsa uygulamaları da mevcuttur.

Dünya borsalarındaki gönüllü işleme kapanmaya ilişkin hukuki düzenlemelerin ana hatları Çizelge 2.3'den daha iyi gözlemlenebilir. Dünya borsalarındaki düzenlemeler incelendiğinde, çoğunlukla genel kurul kararı (onayı) istendiği görülmektedir. ABD merkezli dünyanın en önemli iki borsası olan NYSE ve Nasdaq'da, yönetim kurulundan alınan karar, gönüllü işleme kapanma için yeterli görülmektedir. Amsterdam, Paris, Stockholm, Oslo ve Kopenhag borsalarında, aynı grup sahipliğindeki NYSE ve Nasdaq'ın izlerini görmek mümkündür. Ortaklara, zorunlu olarak ayrılma hakkı veren borsaların ise daha çok genç, küçük ve gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösterdikleri göze çarpmaktadır.

2.4.3. Zorunlu İşleme Kapanmaya İlişkin Düzenlemeler

Zorunlu işleme kapanmada şirketin borsa pazarlarından çıkarılması, borsada aranan gereksinimlerin sağlanamaması üzerine, yasal otoritenin kararıyla gerçekleşmektedir. Zorunlu işleme kapanma politikası oluşturulurken öncelikle, borsadan çıkarılmayı gerektirecek haller ile işleme kapatılma kararını veren yetkili otorite belirlenmelidir. İşleme kapanmanın neden, ne zaman ve kim tarafından yapılacağı sorularını karşılayan bir politikanın oluşturulması sermaye piyasaları için önem arz eder.

İşleme kapanmanın kim tarafından yapılacağı konusu, borsalardaki kurumsal yönetimin değişimi ile birlikte daha önemli hale gelmiştir. Başlangıçta kar amacı gütmeyen kooperatif şeklinde kurulan borsaların yapıları, yatırımcı ve ihraççıların tercihleri ile birlikte değişmeye başlamıştır. Üye sahipliğinin karar almasındaki zorluklar, alım-satım işlemlerinde kullanılan ticaret platformlarının önem kazanması,

* Oslo Borsası

† Arjantin Buenos Aires Borsası

küreselleşme, borsalar arası ortaklık ve birleşmelerin artması ve yatırımlar için gerekli finansman ihtiyacı, borsa yapılarındaki dönüşümün arkasındaki nedenler olarak görülebilir (Hughe vd., 2002: 36-40).

Borsa yapılarındaki dönüşümler incelendiğinde, iki önemli aşamanın varlığından söz edilebilir. İlk aşama, üye sahipliğindeki geleneksel yapıdaki borsanın, kar amacı güden bir şirket haline dönüşmesidir. İkinci aşamada ise şirketleşen borsa, halka arz edilmektedir. Borsanın kar amacı gütmeyen üyelik sahipliği yapısından, halka açık bir şirket haline dönüştüğü bu süreçte, çeşitli stratejik ortaklıklar ve birleşmeler de mümkündür. İlk olarak 1993 yılında, Stockholm Borsası'nda görülen bu dönüşüm, daha sonra birçok borsada yaşanmıştır.

Borsaların büyük bir kısmına ait çeşitli bilgiler Çizelge 2.4'de özetlenmeye çalışılmıştır. Halka arz tarihlerinin tespitinde Thomson Reuters EIKON veritabanı kullanılmıştır. 2016 yılına ait işlem gören şirket sayıları WFE'den, kişi başına GSYH ile borsa kapitilizasyon değerinin GSYH'e oranı değişkenleri ise WDI veritabanından elde edilmiştir. Eksik bilgiler borsaların web sitelerine girilerek tamamlanmıştır.

Son otuz yılda borsaların kurumsal yönetiminde önemli değişiklikler yaşanmıştır. Çizelge 2.4 incelendiğinde, borsaların büyük bir kısmının halka arz olduğu görülmektedir. Borsaların kurumsal yönetiminde köklü değişikliklere neden olan bu dönüşümün, tüm dünya borsaları için geçerli olduğu açıktır. Bu görüş, 2017 yılında OECD'nin yayınlamış olduğu Kurumsal Yönetişim Raporu'ndaki bulgularla da desteklenebilir. OECD'nin (2017:45-50), üye ülkelerinde faaliyet gösteren 50 borsanın 34'ü halka açık şirket statüsündedir. 9'u ise dönüşüme başlamış ancak henüz halka arzı gerçekleştirmemiştir. Borsalar incelendiğinde sadece Çin (Şangay ve Shenzhen Borsaları), Suudi Arabistan (Tadawul Borsası) ve Türkiye (Borsa İstanbul)'deki borsalarda kamu sahipliğinin devam ettiği görülmektedir. Raporda, borsa yapılarındaki değişimin, borsalar arası birleşme ve satın almalarla birlikte gerçekleştiği vurgulanarak; 17 borsanın 4 büyük grubun (Nasdaq OMX, Euronext, LSE Grup, CEE Borsa Grubu) sahipliğinde olduğu ifade edilmiştir.

Borsaların kurumsal yönetiminde gerçekleşen önemli değişiklikler, borsaların faaliyetlerini de etkilemiştir. Kooperatif yapılardan halka açık anonim şirket yapısına geçilmesi, esneklik ve piyasa ihtiyaçlarının karşılanması açısından borsalara çeşitli avantajlar sağlarken; düzenlemeler ve yatırımların kamu otoritesi bünyesinde

gerçekleştirilmemesi sakıncaları da beraberinde getirmiştir (Maume, 2015). Literatürde, şirketleşmiş borsalardaki düzenlemelerin kimin tarafından yapılacağı sorusu tartışılmaya başlanmıştır (Akhtar, 2002; Elliot, 2002; Aggarwal ve Dahiya 2006). O'Hara'ya (2004) göre özyönetime sahip şirketleşmiş borsaların ortaya çıkması sorgulanabilir bir ortamı beraberinde getirmiştir. Yazar, özyönetimli bir borsanın karar alırken, piyasanın (kamunun) çıkarlarını kendi ortağının çıkarından daha önde tutmasını beklenmenin mantıklı olmayacağını belirterek; politika yapıcılarının, modern borsa düzeni ihtiyaçlarına uygun bir düzenleyici model geliştirmesi gerekliliğini vurgulamıştır.

Macey ve diğerleri (2008), işleme kapanma politikası açısından iki uç uygulamanın sonuçlarını tartışmıştır. Uç noktalardan biri, hiçbir şirketin zorunlu olarak işleme kapatılmamasıdır. İşleme kapatılmayan firmanın, yatırımcısına ve borsaya olumsuz etkisi olacak, belirsizlik artacak ve yatırım ortamı bozulacaktır. İşleme kapanma kararının tamamıyla borsalara bırakılması da diğer uçtaki alternatiftir. Bu durumda ise, borsaların kar amacı güden bir şirket olmaları sebebiyle, yapacağı düzenlemelerde ne kadar toplumsal faydayı düşeneceği sorgulanabilir. Borsalar, pazarlarında işlem gören şirket sayısının ve gelirlerinin artmasını arzularken; diğer taraftan pazarlarda hangi şirketlerin işlem göreceğine ve kapanacağına karar vermesi, bir çelişkiyi işaret etmektedir. Kar amacı güden ve özyönetimli bir borsa, kısa vadeli hedeflere odaklanarak, işlem görmek için aranan kriterleri hafifletebileceği gibi, işlemi durdurulması gerken bir şirketi de göz ardı edebilir. Borsaların gelirlerinin büyük bir kısmının yapılan alım-satımlardan alınan komisyonlardan geldiği düşünüldüğünde, özellikle işlem hacmi yüksek şirketlere karşı işleme kapanma kurallarının uygulanmasının daha zor olduğu ifade edilebilir. Macey ve diğerleri (2008), özyönetime sahip olmadan önce de borsaların Enron, WorldComm gibi birçok vakada kötü bir üne sahip olduğunu hatırlatarak; New York Borsası'nın işleme kapanma kararına ilişkin ortaya koyduğu kuralları, her şirket için aynı tutarlılıkta uygulamadığını belirtmiştir. ABD kongresinde dahi eleştirilen Fannie Mae, konuya ilişkin çarpıcı örneklerden biridir. Fannie Mae, yaklaşık 6 yıllık bir süreci kapsayan dönemde, mali tablolarla ilgili yükümlülöklere uymamıştır. New York Borsası ise, işleme kapanma kurallarına rağmen, Fannie Mae hakkında bir yaptırımda bulunmamıştır.

Borsa	Halka Arz Tarihi	İşlem Gören Şirket Say.	Borsa Kap./	GSYH (Kişi
Hong Kong Borsası	27.06.200	1.973	%	43.681
Johannesburg Borsası	02.06.200	376	%	5.274
Singapore Borsası	23.11.200	757	%	52.961
İsviçre SIX Swiss Borsası	-	264	%	78.813
LSE Group	20.07.200	2.238	%	39.899
Nasdaq – US	01.07.200	2.897	%	57.467
NYSE	07.03.200	2.307	%	57.467
TMX	12.11.200	3.419	%	42.158
Malezya Borsası	18.03.200	903	%	9.503
Amsterdam Euronext	10.07.200	129	%	45.295
Tayland Borsası	-	656	%	5.908
Avusturalya Borsası	14.10.199	2.095	%	49.928
Katar Borsası	-	44	%	59.331
Japonya Borsa Grubu		3.541	%	38.894
Kore Borsası	-	2.059	%	27.539
Paris Euronext	10.07.200	538	%	36.855
Brussels Euronext	10.07.200	139	%	41.096
Filipinler Borsası	15.12.200	265	%	2.951
Tadawul Borsası	-	176	%	20.029
BSE Limited (Hindistan)	03.02.201	5.821	%	1.709
NSE of Hindistan	-	1.840	%	1.709
Tel-Aviv Borsası	-	451	%	37.293
Shanghai Borsası	-	1.182	%	8.123
Shenzhen Borsası	-	1.870	%	8.123
Amman Borsası	-	224	%	4.088
Oslo Borsası	-	214	%	70.812
Mauritius Borsası	06.10.200	76	%	9.628
BME Spanish Borsası	14.07.200	3.506	%	26.528
Casablanca Borsası	-	75	%	2.832
Deutsche Borsası	05.02.200	592	%	41.936
Indonesia Borsası	-	537	%	3.570
NZX Limited (Yeni Zelanda)	04.06.200	189	%	39.427
BM&FBOVESPA S.A.	11.09.200	349	%	8.650
Peru Borsası	30.12.200	264	%	6.046
Kolombiya Borsası	21.07.200	70	%	5.806
Muscat Borsası	-	113	%	14.982
Meksika Borsası	13.07.200	144	%	8.201
Hochiminh Borsası	-	320	%	2.186
Wiener Borsası	-	83	%	44.177
Kazakistan Borsası	-	98	%	7.510
Lisbon Euronext	18.04.200	48	%	19.813
Sri Lanka Borsası	-	295	%	3.835
Borsa İstanbul	-	381	%	10.788
Atina Borsası	21.09.200	218	%	18.104
Arjantin Borsası	-	99	%	12.449
Mısır Borsası	-	254	%	3.514
Nijerya Borsası	-	170	%	2.178

Kaynak: WFE, WDI Veritabanı, Thomson Reuters EIKON, Borsa web siteleri. Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Çizelge 2.4. Seçilmiş Borsalara İlişkin Bilgiler

Konuya ilişkin en önemli ampirik çalışmalardan biri Serrano (2013) tarafından yapılmıştır. İşleme kapanma kararının alınmasında yetki sahibi olan New York Borsası ile bağımsız ulusal ve kar amacı gütmeyen bir kurum olan RS'ye (Market Regulation Services) tabi olan Toronto Borsası'nın (TSX) karşılaştırıldığı çalışmada, New York Borsası'nın işleme kapanmaya yönelik yaptırımlarının daha belirsiz olduğu ve bu belirsizliğin yatırım ortamını olumsuz olarak etkilediği ifade edilmiştir.

Borsa	Halka Açık	Özyönetimli	Düzenleyici Kurum	İşlem Görme/ Kapanma Yetkisi
Londra Borsası	Evet	Hayır	FSA (Financial Service Authority)	Hayır
Toronto Borsası	Evet	Kısmen	RS (Market Regulation Service)	Evet
Euronext	Evet	Evet	-	Evet

Kaynak: O'Hara, (2004), Searching for a New Center: U.S. Securities Markets in Transition

Çizelge 2.5. Borsalarda Düzenleyici Kurumlar

Halka açık borsalardaki mevcut uygulamalara bakılarak, kabaca üç farklı düzenleyici modelden bahsedilebilir (O'Hara, 2004). Birinci model, Londra Borsası'na benzer, süper düzenleyici modeldir. Bu modelde işlem görme, işleme kapanma, kurumsal yönetim ve kamu aydınlatma yükümlülükleri gibi borsayı kapsayıcı birçok konuyu resmi bir üst kurul düzenlerken; alım satım süreçlerinin tamamının izlenmesinden borsalar sorumludur. İkinci model ise, Kanada benzeri, borsa ile alakalı finansal aktörler öncülüğünde kurulan milli, bağımsız, kar amacı gütmeyen bir kuruluşun düzenleyici konumunda olduğu sektör destekli modeldir. Bu modelde düzenlemeye ilişkin tüm sorumluluk kamu tüzel kişiliği bulunmayan merkezi bir düzenleyiciye aktarılmıştır. Bu model, birinci modele göre piyasa ihtiyaçlarına daha iyi cevap verebileceği için rekabet açısından daha avantajlıdır. Son olarak üçüncü model ise, Euronext'e benzer özyönetime sahip bir modeldir. Bu modelde, yönetim sorumluluğu çeşitli organlara paylaştırılarak, düzenlemeler gerçekleştirilebilir. Örneğin yönetim kurulu daha çok şirketin yönetiminden sorumluyken, üst kurul borsanın düzenleyicisi olarak görev almakta, yönetim kurulunun aldığı tüm kararları onaylamaktadır. Çizelge 2.5'te üç modele örnek olan borsaların düzenlemesine ilişkin bilgilere yer verilmiştir. İşleme kapanmaya ilişkin düzenlemelerin ve yaptırımların kimler tarafından gerçekleştirileceği konusunda farklı uygulamalar

mevcut olsa da, literatürde her borsanın işleme kapanmaya ilişkin bir politika oluşturmaya gerekliliği ifade edilmiştir.

İşleme kapanma politikasını oluşturan diğer bir temel unsur ise, borsalarda işlem görmeye devam edebilmek için aranan gereksinimlerdir. Halka arz şartlarını sağlayan şirketler, borsada işlem gördükleri sürece belirlenen kriterleri sağlamak zorundadır. Borsada işlem görmeye devam edebilmek için ortaya koyulan kriterler, elverişli yatırım ortamının yanında borsanın şirketle olan ilişkisinin ortaya koyulması açısından da önem arz eder. Başarısız bir şirket, aranan gereksinimleri karşılayamaz duruma geldiğinde işleme kapatılarak, borsa pazarlarından çıkarılır. Böylece, uzun vadede borsa pazarlarının kalitesi artırılmış olacağı gibi, başarısız bir şirketin borsa ile olan ilişkisi de ortadan kalkar.

Aranan gereksinimlerin karşılanması şirketin başarısı ile doğrudan ilişkilidir. Piyasa yapıcıları ve yatırımcılara benzer şekilde, borsalar için de şirketin gelecekte faaliyetlerini devam ettirip, nakit akışı yaratarak kar elde edebilmesi büyük önem taşır. Başarılı şirket, ortağını elde edilen kar ve sermaye kazancı ile, piyasa yapıcısını ise yaratılan işlem hacmiyle tatmin eder. Borsa, başarılı şirketten yıllık üyelik ücretini rahatlıkla tahsil edeceği gibi, yaratılan işlem hacminden de komisyon geliri sağlar. Diğer taraftan, şirketin başarısız olması durumunda üç kesim de olumsuz etkilenecektir. Başarısızlıkla birlikte ortaya çıkan finansal sıkıntı maliyetleri, firma değerini ve ortakların servetini olumsuz olarak etkiler (Altman, 1984). Şirketin geleceğine ilişkin belirsizlik, piyasa yapıcılarına çeşitli maliyetler yaratır (Macey vd.; 2008). Son yıllarda borsaların en önemli gelir kaynağının işlemlerden alınan komisyon ücretleri (Macey ve O'Hara, 2002) olduğu düşünüldüğünde, borsa üyelik ücretinin tahsilinin zora girmesinden ziyade, komisyon gelirlerinin azalması borsaların finansal durumunu olumsuz olarak etkileyecektir. Dolayısıyla işleme kapanmayı, başarısızlığın getireceği olumsuz sonuçlardan bir korunma yolu olarak da görmek mümkündür.

Başarısız bir şirketin borsa bünyesinde işlem görmesi, tüm kesimler açısından arzu edilmeyen bir durum olduğundan, şirketlerin başarısızlığının tespitine yönelik kriterler belirlenir. Borsada işlem görmeye devam etmek için aranan gereksinimler, şirketin mevcut durumdaki başarısı ve geleceğiyle ilişkilidir. Borsalardaki işleme kapanma yaptırımlarını gerektiren haller incelendiğinde, birçok farklılık mevcut olsa da çoğunda ortak sayılabilecek iki husus dikkat çekmektedir. Birincisi, halka arz için

aranan işlem görme şartlarına benzemekte, özellikle sayısal kriterler başlangıçta aranan işlem görme şartlarıyla uyuşmaktadır. İkinci ortak nokta ise iflas, yeniden yapılanma, faaliyetlere ara verilmesi, üretim kaybı gibi durumlarla başarısızlığı kesinleşmiş şirketlerin borsa pazarlarından ihraç edilmesidir.

ABD borsalarında aranan kriterler, ayrıntılı olarak incelenmiştir. New York Borsası'nda işleme kapanma, kantitatif ya da kalitatif kriterlerin sağlanamaması durumunda ortaya çıkar (NYSE; 2019: Bölüm 8). İşleme kapanmayı gerektirecek hallere, "NYSE İşlem Gören Şirketler El Kitabı" Bölüm 802.01'de yer verilirken; işleme kapanmada izlenecek prosedürler ve zaman çizelgeleri 802.02 ve 802.03'dedir. Bölüm 802.01 incelendiğinde, şirketin işlem görmeye devam etmesi için üç sayısal kriteri mutlaka sağlaması gerektiği görülmektedir. İlk sayısal kriter sermayenin dağılımı ile ilişkilidir (802.01A). Buna göre;

- i) ortak sayısının 400'den az olması ya da
- ii) ortak sayısının 1200'den ve son bir yıldaki ortalama aylık işlem hacminin 100.000 hisseden az olması ya da
- iii) halka açık hisse senedi sayısının 600.000'den az olması,

durumlarından biri olması halinde şirketin hisse senetleri işleme kapanmaktadır. NYSE'de aranan ikinci sayısal kriter ise şirketin piyasa değerine ilişkin olup, 30 işlem günü boyunca piyasa değeri 50 Milyon \$ altında olan şirketler işleme kapatılmaktadır*. Üçüncü sayısal kriter ise hisse senedinin fiyatına ilişkin olup, şirketin hisse senedi fiyatının arda arda 30 gün boyunca 1 \$'dan küçük olması durumunda işleme kapatılmaktadır (802.C). Bu üç sayısal kriter dışında (802.D), işletmenin varlıklarında ya da faaliyetlerinde azalma, iflas, tasfiye, şirketin değersiz olduğuna ilişkin yetkili tavsiyesi, borsa ile yapılan sözleşmelere uyulmaması, kurumsal yönetim ilkeleri gibi birçok öznel kriter koyulmuştur. New York Borsası'ndaki işleme kapanmaları inceleyen Macey ve diğerleri (2008), 1999-2004 yılları arasında 320 zorunlu işleme kapanma gerçekleştiğini tespit etmiştir. İşleme kapanan şirketlerin büyük kısmının (320 şirketten 184'ü) piyasa değeri kriterini sağlayamadığı görülmektedir. Fiyat kriterinin sağlanamaması en önemli ikinci sebeptir. Diğer önemli sebepler ise iflas ve

* Şirket türüne göre büyüklükler değişmektedir. Ayrıntılı bilgi için (802.01B) kuralı incelenebilir.

tasfiye (84), net maddi varlık ve kar düşüklüğü (21), SEC bildirim ihlali (12) olarak sayılabilir.

Nasdaq'daki işleme kapanma kriterleri de NYSE'ye benzerlik göstermektedir. Sayısal kriterler incelendiğinde;

- i) Net aktif büyüklüğünün 10 milyon \$'dan az olması,
- ii) Ortak sayısının 400'den az olması,
- iii) Piyasa yapıcı sayısının 2'den az olması,
- iv) Halka açık hisse sayısının 750.000'den az olması,
- v) Halka açık piyasa değerinin 5 milyon \$'dan az olması,
- vi) Kapanış fiyatının 1 \$'dan az olması

olarak sayılabilir. Nasdaq'ta da benzer şekilde kurumsal yönetim ilkeleri olmak üzere birçok öznel kriter de mevcuttur. Nasdaq'taki işleme kapanmaları inceleyen Harris ve diğerleri (2008), 1999-2002 döneminde gerçekleşen 1098 zorunlu işleme kapanmayı incelemiştir. Fiyat kriterini Nasdaq'ta birçok firmanın (520 şirket) sağlayamadığı görülürken; son yıllarında kurumsal yönetime ilişkin koyulan kriterler sebebiyle yaşanan işleme kapanma sayılarının arttığı belirtilmiştir.

2.5. İşleme Kapanmanın Ekonomik Boyutu

İşleme kapanma, hukuki ve ekonomik bir olay olarak tasvir edilebilir. Literatüre bakıldığında, işleme kapanmanın ekonomik sonuçlarını da konu alan birçok ampirik çalışma mevcuttur. Çalışmaların odak noktasında, işleme kapanan firma değeri ile işleme kapanmanın ortakların servetine olan etkisinin bulunduğu görülmektedir. Elde edilen bulgular dikkate alındığında, işleme kapanmanın zorunlu ya da gönüllü gerçekleşmesine bağlı olarak ekonomik sonuçlarının da belirgin bir şekilde farklılaştığı görülmektedir.

Zorunlu işleme kapanan şirketlerin büyük bir kısmı finansal sıkıntı maliyetlerine maruz kaldığından, iflas maliyetleri üzerine yapılan çalışmalar işleme kapanmanın ekonomik sonuçları açısından önem taşımaktadır. Doğrudan iflas maliyetleri, iflas sürecinde katlanılacak giderler ile yasal olarak ödenmesi gereken harç ve ücretlerden oluşmaktadır. Doğrudan iflas maliyetleri, şirketin piyasa değeri ya da toplam aktif büyüklüğü ile mukayese edilerek (oranlanarak) ölçülmektedir. Warner (1977) ve

Altman (1984) doğrudan iflas maliyetini, firma değerini dikkate alarak ölçmüşlerdir. Warner (1977), ulaştırma sektöründeki iflas eden firmaların değerinin ortalama %4'ü kadarlık bir doğrudan iflas maliyetine katlandığını ifade ederken; Altman (1984) perakendecilik sektörü için %4, sanayi şirketlerinde ise %9,8'lik bir maliyet hesaplamıştır.

Dolaylı iflas maliyetleri, doğrudan fark edilemediği için tespit edilmesi ve ölçülmesi zordur. Altman (1984), Opler ve Titman (1994), Andrade ve Kaplan (1998), Chen ve Mervile (1999), Coşkun ve Sayılğan (2018) gibi araştırmacılar dolaylı iflas maliyeti literatürüne önemli katkılar vermiştir. Dolaylı iflas maliyetleri ölçülürken, işletmenin finansal sıkıntısının yaşandığı dönem ile öncesi karşılaştırılmaktadır. Ancak bu yaklaşım, finansal sıkıntının başladığı tarihin belirlenme zorluğunu beraberinde getirmektedir. Altman (1984), firma değerinin ortalama %10.5'ine yakın bir dolaylı iflas maliyeti belirlerken; Andrade ve Kaplan (1998) %10-%20'si arasında bir orana eşit olduğunu, üst limitinin ise %25 olabileceğini belirtmiştir. Opler ve Titman (1994) ise, finansal sıkıntı maliyetlerinin hisse senedi getirileri üzerine olumsuz etkisinin belirgin olduğunu ortaya koymuştur.

Başarısızlığın firmanın değerini ve yatırımcıların servetini olumsuz etkileyeceği açıktır. Özellikle iflas sürecine girmiş şirketlerde, firma değerinde büyük kayıplar yaşanmaktadır. Warner (1977), ulaşım sektöründe faaliyet gösteren 11 demir yolu şirketinin iflasına kadar geçen 7 yıllık süre içerisinde, piyasa değerlerinde ortalama %78,9 oranında bir kayıp olduğunu ortaya koymuştur. Zorunlu işleme kapanmanın ekonomik boyutunu inceleyen öncü çalışmalardan biri de, Sanger ve Peterson (1990) tarafından yapılmıştır. Araştırmacılar çalışmada likidite kaybından dolayı, işleme kapanmanın firma değerini negatif etkilediğini göstermişlerdir.

Yaşanan mali başarısızlık sürecinin ve işleme kapanmaların firma değerine ya da yatırımcılar üzerine olumsuz etkisi araştırılırken, genellikle kümülatif aşırı getiri (CAR) analizinden yararlanılmaktadır. Clark ve Weinstein (1983), 1938-1979 yıllarında iflas sürecine giren 36 şirketin kümülatif aşırı getirilerini (CAR) inceledikleri çalışmada, iflas başvurusundan 3 yıl önceki süreç dikkate alındığında, aylık veriler üzerinden hesaplanan kümülatif aşırı getiriyi -%65 olarak bulmuştur.* Günlük

* [-220,-2] olay penceresi: İşleme kapanma gününden 220 gün öncesinden 2 gün öncesini kapsayan süre,

verilerle çalışıldığında, $[-220,-2]$ olay penceresi için $-%32$ kayıp hesaplanırken, $[-1,0]$ olay penceresi için kayıp $-%47$ 'dir. Başka bir çalışmada Baker ve Kennedy (2002) ise, işleme kapanmadan önceki 10 yıllık süreçteki aşırı getirileri hesaplamışlardır. Buna göre işleme kapanan firmaların 65 'nin piyasa göre daha düşük bir performans gösterdiği görülmüştür. Piyasanın getirisi de dikkate alındığında, firmaların değerinde 25 'lik bir kayıp söz konusudur.

Nasdaq'daki zorunlu işleme kapanmaları incelendikleri çalışmada Angel ve diğerleri (2008), hisse senetlerinin işleme kapanmadan önceki ve sonraki durumlarını ele almıştır. İşleme kapandıktan sonra tezgahüstü piyasalarda işlem görmeye devam eden 1098 şirketin örneklemine oluşturduğu analiz sonucunda, işlem hacminin üçte iki oranında azaldığı, alış-satış fiyatı arasındaki farkın 3 katına çıktığı, volatilitenin 4.4 'ten 14.3 'e yükseldiği görülmüştür. İşleme kapanan firmalardan oluşan piyasa değeri ağırlıklı bir portföyün, borsadaki son işlem gününde ortalama 20 kaybettiği hesaplanmıştır. İşleme kapandıktan sonraki 60. günde portföyün kaybı 27 'e ulaşmıştır. Macey ve diğerleri (2008) ise, Angel ve diğerlerinin (2008) elde ettiği sonuçların benzerini NYSE için elde etmiştir.

Zorunlu işleme kapanmanın ekonomik sonuçlarını Borsa İstanbul örneklemini için ele alan tek çalışma Çevik ve Aksoy (2017) tarafından yapılmıştır. Çalışmada zorunlu işleme kapanan firmalardan, "TMSF" ve "Mali Başarısızlık" olmak üzere iki portföy oluşturulduğunda, mali başarısızlık portföyünün işleme kapanmadan 3 yıl öncesinden başlayarak BİST-100 endeksinden negatif ayrıştığı istatistiksel olarak ortaya koyulmuştur. TMSF'ye devredilen bankalarla doğrudan ve dolaylı ilişkisi bulunan şirketlerden oluşan TMSF portföyünün getirisi ise piyasadan ayrışmamıştır.

Gönüllü işleme kapanma, şirketin kendi kontrolünde gerçekleşen bir işleme kapanmadır. Şirket temsil maliyetlerinin azalması, vergi tasarrufu sağlanması, işlem maliyetlerini düşürme isteği, asimetrik bilginin yarattığı maliyetlerden kaçınılmak istenmesi ve düşük değerlemenin önüne geçilmesi başta olmak üzere birçok faydayı elde etme arzusuyla gönüllü olarak işlem sırasını kapatma isteğinde bulunur. Zorunlu işleme kapanmadan farklı olarak, firmanın değerini ve ortakların refahını artırmaya yönelik bir işlemdir.

$[-1,0]$ olay penceresi: İşleme kapanma günü ile bir gün öncesi

1980’lerde ABD’de kaldıraçlı satın almalar yoğun olarak gerçekleşirken, 1990’lı yıllarda benzer bir akım İngiltere’de görülmeye başlamıştır. Gönüllü işleme kapanma literatürünün temelini oluşturulan özele geçiş işlemlerini (GPT) konu alan ampirik çalışmaların, ABD ve İngiltere örnekleminde yoğunlaştığı görülmektedir. Gönüllü işleme kapanmanın ekonomik sonuçları genellikle iki farklı yöntemle analiz edilmektedir. Bunlardan biri zorunlu işleme kapanmalarda da sıklıkla kullanılan kümülatif aşırı getiri (CAR) analizi, diğeri ise primli getiri (premium) analizidir. Konuya ilişkin önemli çalışmalar ve elde edilen bulgular Çizelgede 2.6’da verilmiştir.

Çalışma	Araştırma Dönemi	Örneklem	Beklenti	Ortalama Prim	Olay Penceresi	ACAR
DeAngelo vd. (1984)	1973–1980	ABD Hepsi	40 gün	% 56	[-1,0]; [-10, 10]	%22 ; %28
Lehn ve Poulsen (1989)	1980–1987	ABD Hepsi	20 gün	% 36	[-1,1]; [-10, 10]	%16 ; %20
Amihud (1989)	1983–1986	ABD MBO	20 gün	42.9%	[-20,0]	%20
Kaplan (1989a,b)	1980–1985	ABD MBO	2 ay	42.3%	[-40,60]	%26
Weir vd. (2005)	1998–2000	İng. Hepsi	1 ay	44.9%	-	-
Renneboog vd. (2007)	1997-2003	İng. Hepsi	40 gün	0,41	[-1,0]; [-40, 40]	%23 ; %29

Çizelge 2.6. GPT’lerin Ekonomik Sonuçları

Konuya ilişkin öncü çalışmalardan biri DeAngelo ve diğerleri (1984) tarafından yapılmıştır. Çalışmada satın almanın, duyurudan 40 gün önceki fiyatı etkilemediği düşünülmüş ve satın alma öncesi fiyat belirlenmiştir. Satın alma sonrası fiyatın, satın alma öncesi fiyata bölünmesi yoluyla ortalama elde edilen primler (kazançlar) %56 olarak bulunmuştur. CAR analizine göre ise satın alma duyurusunun yapıldığı gün hissenin getirisi pazara göre %22 primlenmiştir. Olay penceresi [-10,10] seçildiğinde kümülatif aşırı getiri (CAR) %28’e çıkmaktadır. Diğer çalışmalar da benzer şekilde yorumlanabilir. Ampirik çalışmaların büyük bir kısmında, GPT işlemlerinin firma değerine ve ortakların servetine olumlu yansıdığını destekler nitelikte sonuçlar elde edilmektedir. Gönüllü işleme kapanma kavramı, Borsa İstanbul’un çok yenilerde tanıştığı bir kavramdır. Örneklem kısıtından dolayı şu ana kadar Borsa İstanbul örnekleminde ampirik bir çalışma yapılmamıştır.

3. İKİNCİ KISIM: İŞLEME KAPANMALARIN BORSA İSTANBUL KAPSAMINDA İNCELENMESİ

Birçok tasarruf sahibinin büyük zarara uğradığı bankerler krizinden sonra, gelişmiş ülkelerde görülen liberalleşme akımının da etkisiyle, 1980’li yılların başında Türkiye’de sermaye piyasaları alanında birçok reform yapılmıştır. 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn), tüm sermaye piyasası kurumlarının denetleme görevini Sermaye Piyasası Kurulu’na (SPK) vermiştir. 1984 yılında çıkarılan Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 Sayılı Kanun Hükmünde Kararname uyarınca, borsaların kuruluş, yönetim, çalışma ve denetlenme esaslarını düzenlemek amacıyla “Menkul Kıymetler Borsalarının Kuruluşu ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik” (Genel Yönetmelik) düzenlenmiştir. Genel Yönetmelik’e göre, Türkiye’de faaliyet gösterecek borsaların kurulması, SPK’nın teklifi ve SPK’nın ilgili olduğu bakanlığın iznine bağlanır. 26 Aralık 1985’te menkul kıymetlerin alım ve satımının yapılmasını sağlamak amacıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası kurulmuş, böylece 1866 yılında kurulan “Dersaadet Tahvilat Borsası” ile başlayan, 120 yıllık geçmişi bulunan Türkiye’deki borsacılık faaliyetlerinde önemli bir yapısal dönüşüm gerçekleştirilmiştir.

Ocak 1986’da ilk seansını yapan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, sermaye piyasalarında yaşanan değişimlere ayak uydurmak ve ihtiyaçlara karşılık vermek amacıyla 2012 yılında yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile yeniden yapılandırılmıştır. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ile İMKB’nin kamu tüzel kişiliğine son veriliken, Borsa İstanbul Anonim Şirketi kurulmuştur. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İzmir Vadeli İşlem ve Opsiyon Borsası ve İstanbul Altın Borsası, Borsa İstanbul A.Ş.’nin altında toplanarak 3 Nisan 2013 tarihinde faaliyete geçmiştir. (Aksoy ve Tanrıöven, 2014: 242). Çalışmanın bu bölümünde, işleme kapanmanın hukuki ve ekonomik yönü Borsa İstanbul ölçeğinde ele alınmıştır.

3.1. Borsa İstanbul’da İşlem Görme

Dünya borsalarındaki işleme kapanmaya ilişkin düzenleme ve uygulamalara bakıldığında, halka arz için aranan işlem görme şartları ile işleme kapanma yaptırımlarını gerektiren hallerin birbirine benzediği görülmektedir. Özellikle halka

arz sırasında aranan sayısal kriterlerin, şirket borsada işlem görmeye devam ettiği süre boyunca taşınması arzu edilmektedir. İşleme kapanma ile birlikte şirketin işlem görme sürecinin de ele alınması, konunun bütünlüğü açısından daha doğru bir yaklaşımdır.

Sermaye piyasası araçlarının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir şekilde borsada işlem görmesi için gerekli olan hukuki altyapıya ilişkin usul ve esaslar, kurulduğu tarihten bu yana borsa tarafından belirlenmektedir. Her ne kadar 2014 yılı öncesinde (İMKB) geçerli olan düzenlemeler ile 2014 yılı sonrasında (Borsa İstanbul) uygulanan düzenlemeler arasında devrimsel nitelikte bir değişiklik söz konusu olmasa da, konu iki alt başlıkta incelenmiştir.

3.1.1. İMKB’de İşlem Görme Süreci

İMKB tarafından 2/10/1984 tarihli ve 84/8581 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe giren Genel Yönetmelik’in 58.maddesi*, sermaye piyasası araçlarının kota alınması, kotta kalması, kottan çıkarılması ve pazarlarda işlem görmesi gibi konulara ilişkin usul ve esasların ilgili borsa yönetmeliklerinde düzenlenmesini zorunlu tutmuştur. Genel Yönetmelik’in 58 inci maddesinin (g) bendine dayanılarak “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği” çıkarılmıştır.

Şirketin hisse senetlerinin halka arz süreci SPK’ya, işlem görmesi ise İMKB’nin iznine tabidir. Sermaye piyasası araçlarının pazar kotuna alınması, kotta kalması ve pazarda işlem görmesi esasları Borsası Kotasyon Yönetmeliği’nde düzenlenmiştir. Sürekli işlem görmesi talep edilen payların, Borsa Kotasyon Yönetmeliği’ndeki şartları taşımaları durumunda işlem görmesi uygun görülür. 22226 sayılı 13 Mart 1995 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Borsası Kotasyon Yönetmeliği kotasyon şartlarında (Madde 9);

* “Madde 58: İlgili borsa yönetmeliklerinde aşağıdaki konuları düzenleyen hükümlere yer verilmesi zorunludur.

a) Borsaya işlem, gözetim, hizmet ve ziyaret amaçlarıyla girebilecek olanlar,
b) Borsa emirlerine ve bu emirlerin öncelik sırasına ilişkin esaslar,
c) Borsa emriyle birlikte menkul kıymetin veya onu temsil eden belgenin tevdi, bedelin ödenmesi ve kaparo oranlarına ilişkin esaslar,
d) Borsada pazarlık sistemi ve fiyatların teşekkülü usulü
e) İşlem gören menkul kıymetlerin teslimi ve bedellerinin ödenmesine ilişkin esaslar,
f) Takas sistemi öngörülmüşse, buna ilişkin esaslar,
g) Bu Yönetmelikte genelde düzenlenmiş hususların ayrıntıları” (Genel Yönetmelik, 1984)

- Şirketin 3 yıl geçmişe sahip olması*,
- 2 yıl art arda vergi öncesi kara sahip olması†,
- Ödenmiş sermayenin belirlenen‡ asgari tutardan büyük olması

gibi sayısal kriterler göze çarpmaktadır.

Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değeri	Asgari 30 Milyon TL	Asgari 15 Milyon TL	Asgari 15 Milyon TL
Vergi öncesi kar elde edilmiş olması	son bir yılda	son bir yılda	son iki yıldan en az birinde
Halka arz edilen hisse senetlerinin ödenmiş sermayeye oranı	-	Asgari % 35	Asgari % 25
Bağımsız denetimden geçmiş en son mali tablolardaki öz sermaye	Asgari 10 Milyon TL	Asgari 10 Milyon TL	Asgari 10 Milyon TL

Kaynak:Borsa Kotasyon Yönetmeliği, 23 Haziran 2004 Tarihli Resmi Gazete

Çizelge 3.1. 2004 Yılında Aranan Koşullar

25502 sayılı 24 Haziran 2004 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Borsa Kotasyon Yönetmeliği ile (Çizelge 3.1), 1995 yılı kriter büyüklükleri güncelleştirilmiş, ek olarak halka açık piyasa değeri büyüklüğüne ve halka açıklık oranına asgari kriterler getirilmiştir. 2004 yılındaki düzenlemelerin önceki dönemlerden en büyük farkı, açık bir şekilde esneklik sağlamaya yönelik olarak alternatif grup kriterlerinin oluşturulmasıdır. 2004-2009 dönemindeki kriterler, öncekilere benzer nitelik taşımakta olup, sadece büyüklüklerinde güncellemeler yapılmıştır. Bu dönemdeki kriterlerin, 1995 yılında aranan kriterlere göre daha kapsamlı olduğu söylenebilir. Halka açık piyasa değerine getirilen büyüklük kriteri ile, borsa pazarlarına daha büyük şirketlerin girmesi arzulanmıştır. Özsermayeye ve kara ilişkin kriterler ise aranmaya devam edilmiştir.

2010-2013 yıllarını kapsayan dönemde ise, üç alternatif gruba göre aranan kriterler farklılaştırılmıştır. Üç grup içerisinde halka açıklık oranı yükseldikçe, piyasa değeri ve özsermaye değeri için aranan büyüklüğün azaldığı görülmektedir. Geçmiş yıllara benzer şekilde halka açık piyasa değeri, özsermaye ve kara ilişkin kriterler mevcudiyetini korumuş, büyüklüklerinde güncellemeye gidilmiştir. Önceki dönemde halka açıklık oranı %35’den fazla olan grup kaldırılırken, asgari %5’lik halka açıklık

* Halka açıklık oranının en az %25 olması durumunda 2 yıl, en az %40 olması durumunda ise 1 yıl geçmişe sahip olması yeterlidir.

†† Halka açıklık oranının en az %25 olması durumunda 1 yıl kar elde etmesi yeterlidir.

‡ 13 Mart 1995 kuru dikkate alındığında yaklaşık 600.000 ABD Doları etmektedir.

oranı tanımlanarak yeni bir grup (Grup 2) tanımlanmıştır. Böylece, halka açıklık oranı %25'in altında olan, ancak Grup 1'deki kriterleri sağlamayan şirketler için kolaylık sağlanmıştır. Diğer taraftan küçük şirketlerin halka arzının önünün açılması için, 2004 yılında aranan 10 milyon TL'lik özsermaye büyüklüğü kriteri, 2010 yılında da halka açıklık oranı asgari %25 olan şirketler için aranmaya devam edilmiştir. 2010 yılında yapılan değişiklikle kar, özsermaye ve piyasa değeri gibi önemli kriterler esnetilmeden, halka açıklık oranı düşük olan şirketlerin de borsaya erişimi mümkün hale gelmiştir.

	Grup 1		Grup 2		Grup 3	
	2010	2013	2010	2013	2010	2013
Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değeri	Asgari 100 Milyon TL	Asgari 129 Milyon TL	Asgari 50 Milyon TL	Asgari 65 Milyon TL	Asgari 25 Milyon TL	Asgari 32 Milyon TL
Vergi öncesi kar elde edilmiş olması	son iki yıldan en az birinde	son iki yıldan en az birinde	son iki yıldan en az birinde	son iki yıldan en az birinde	Son 2 yıl	Son 2 yıl
Halka Açıklık Oranı	-	-	Asgari % 5	Asgari % 5	Asgari %25	Asgari %25
Öz sermaye Büyüklüğü	Asgari 25 Milyon TL	Asgari 32 Milyon TL	Asgari 16 Milyon TL	Asgari 21 Milyon TL	Asgari 10 Milyon TL	Asgari 13 Milyon TL

Kaynak:Borsa Kotasyon Yönetmeliği Madde 13

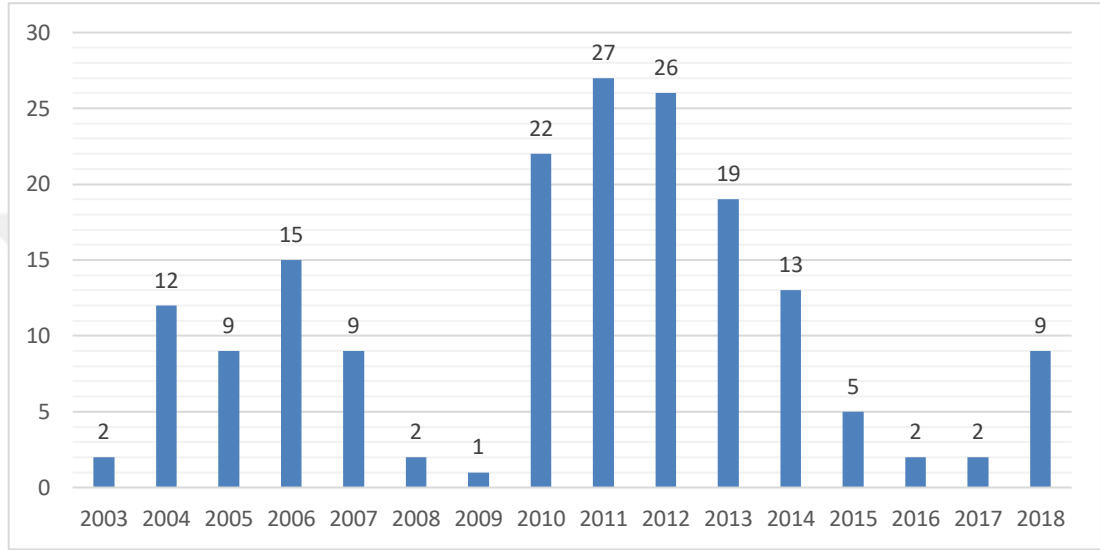
Çizelge 3.2. 2010-2013 Döneminde Alternatif Gruplarda Yer Alan Koşullar

Borsada işlem görmek isteyen şirketin, sayısal kriterler haricinde Kotasyon Yönetmeliği'nde istenen diğer şartları da sağlaması durumunda Borsa Yönetim Kurulu'nca verilecek kararla, Borsa İstanbul Pay Piyasası kot içi pazarlarından birinde; kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketlerin ise kot dışı pazarlarda (özel pazarlarda) işlem görmesi mümkündür.* Borsa İstanbul'da, 2003-2018 döneminde, borsa pazarlarına[†] ilk halka arzı gerçekleştiren şirket sayısı 175'tir. Halka arzların yıllar içerisindeki dağılımı Şekil 3.1'de verilmiştir. Küresel krizin etkisiyle halka arz sayısı

* 2014 yılı öncesi düzenlemelerde, Ulusal Pazar ile Kurumsal Ürünler Pazarı kot içi pazar iken; İkinci Ulusal Pazar ile Gözaltı Pazarı ise özel (kot dışı) pazar olarak sınıflandırılmıştır.

† Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar, Kurumsal Ürünler Pazarı ve Gelişen İşletmeler Piyasası.

2008 yılında iki şirkete, 2009 yılında ise bir şirkete düşmüştür. Devam eden 2010-2014 yıllarını kapsayan dönemde ise, halka arz sayılarında büyük artış yaşanmıştır. Ancak yaşanan bu artışın, nitelikli şirketlerden kaynaklandığını ileri sürmek güçtür. İlgili dönemde Ulusal Pazar’da işlem gören şirket sayısı %20 azalırken, İkinci Ulusal Pazar ile Gözaltı Pazarı’nda işlem gören şirket sayısının 2 kattan daha fazla artması, yakalanan büyümenin çok da nitelikli olmadığına işaret etmektedir (Çevik, 2013:121).



Şekil 3.1. Borsa İstanbul’da 2003-2018 Dönemi İlk Halka Arz Sayıları

Kaynak: Borsa İstanbul, TSPAKB ve SPK. Yazar tarafından oluşturulmuştur.

2010-2014 dönemindeki halk arz sayılarındaki artışın arkasındaki nedenlerden biri, işlem görmek için aranan kriterlerdeki değişimler olabilir. Ayrıca İstanbul Finans Merkezi Programı kapsamında başlatılan “Halka Arz Seferbirliği”, halka arz sayılarındaki artışı desteklemiştir. Diğer bir neden ise, gayrimenkul yatırım ortaklıklarına yönelik yapılan düzenlemelerden ileri gelmektedir. * 2010-2013 döneminde 11 gayrimenkul yatırım ortaklığının borsada halka arzı gerçekleşirken, menkul kıymet yatırım ortaklıklarından gayrimenkul yatırım ortaklığına dönüşenler de dikkate alındığında bu sayı 16’ya çıkmaktadır (TSPB, 2013).

* Gayrimenkul yatırım ortaklıklarının halka açık şirket statüsünde olması zorunlu olduğu gibi, kurumlar vergisi muafiyetine sahip olması, halka açıklık oranının %49’dan %25’e düşürülmesi, ticaret sicili kaydından itibaren 3 aylık bir sürede halka arza başlayabilmesi gibi yapılan değişiklikler borsadaki halka arz sayısını da etkilemiştir.

3.1.2. Borsa İstanbul'da İşlem Görme Süreci

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile birlikte 3 Ekim 1983 tarihli Menkul Kıymetler Borsaları Hakkında 91 sayılı Kanun Hükmünde Kararname yürürlükten kaldırılmış ve 3 Nisan 2013 tarihinde Borsa İstanbul Anonim Şirketi kurulmuştur. SPKn 67. maddesi* uyarınca, sermaye piyasası araçlarının pazar kotuna alınması, kotta kalması ve pazarda işlem görmesi gibi konulara ilişkin usul ve esaslar, borsalar tarafından düzenlenen ve SPK tarafından onaylanan yönetmeliklerle belirlenmektedir.

Borsa İstanbul'un faaliyete geçmesinden sonra Borsa Yönetim Kurulu'nun kararı ile Kotasyon Yönetmeliği'nin 13. maddesindeki sayısal kriterler, 2013 yılı üretici fiyatları genel endeksi dikkate alınarak güncellenmiştir.† 29 Mart 2014 tarihinde yapılan değişiklikle, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği'nin başlığı "Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönetmeliği" (BKY) şeklini almıştır. 7 Ocak 2015 tarihli Borsa Yönetim Kurulu'nda kriterlerin büyüklüklerinde enflasyon güncellemesi için karar alınmış, başka bir değişikliğe gidilmemiştir. Dolayısıyla İMKB'den Borsa İstanbul'a olan dönüşümde, kotasyon yönetmeliğine ilişkin kapsamlı bir değişiklikten söz etmek mümkün değildir. 2010-2015 döneminde işlem görmek için aranan kriterlere ilişkin büyüklükler, enflasyon dikkate alınarak yıllar itibariyle güncellenmiştir.

2015 yılından sonra Borsa İstanbul'da kapsamlı değişikliklerden söz etmek mümkündür. Borsa İstanbul A.Ş. Kotasyon Yönetmeliği kaldırılarak yerine "Borsa Kotasyon Yönergesi" getirilmiştir. Yönerge'nin önceki yönetmeliklerden farklılaşmasında, pay piyasası pazarlarında gerçekleşen değişimlerin etkisi büyüktür. Yönerge ile, Ulusal Pazar ve İkinci Ulusal Pazarlar kaldırılmış, yerlerine kot içi/dışı ayrımı yapılmaksızın Yıldız Pazar ile Ana Pazar oluşturulmuştur. Kurumsal Ürünler Pazarı'nın yerine Kolektif Yatırım Ürünleri ve Yapılandırılmış Ürünler Pazarı; Gözaltı Pazarı yerine ise Yakın İzleme Pazarı açılmıştır.

* "Madde 67.- Sermaye piyasası araçlarının, kambiyo ve kıymetli madenler ile kıymetli taşların ve Kurulca uygun görülen diğer sözleşmelerin, belgelerin ve kıymetlerin güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işlem görmesini sağlamak üzere;

a) Kota alınma, kottan çıkarılma ile borsada işlem görme ve işlem görmenin durdurulması, ... konularına ilişkin usul ve esaslar, ilgili borsa tarafından hazırlanan ve Kurulca onaylanan yönetmeliklerle belirlenir."

† Ayrıntılı bilgi için KAP'taki duyuru incelenebilir; <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/331584>

Kotasyon Yönergesi’ndeki sayısal kriterler incelendiğinde, önceki yıllara benzer şekilde kar, halka açık piyasa değeri ve halka açıklık oranının bulunduğu görülmektedir. Yeni yönergeyle birlikte, şirketin toplam piyasa değeri ön plana çıkarken; asgari özsermaye tutarı yerine “Özsermaye/Sermaye” oranı kullanılmaya başlanmıştır. Yıldız Pazarı ile Ana Pazar’da işlem görmek için aranan kriterler, önceki yıllardaki gibi alternatif gruplar şeklinde ele alınmıştır. Yönergenin 8. maddesinde, ilk kotasyon için yapılacak başvurularda aranacak şartlara yer verilmiştir. Yönerge, 2018 yılına kadar dört kez revizyondan geçirilmiştir. Yapılan değişikliklerin revizyonlara göre karşılaştırılması EK-3’te paylaşılmıştır. Dördüncü revizyon sonrası güncel olarak aranan sayısal kriterler ise Çizelge 3.3’te özetlenmiştir. Yapılan değişikliklerin odak noktasında, çizelgede verilen sayısal kriterlerin sağlanamaması durumunda aranan özel şartlar vardır.

	Yıldız Pazar Grup 1	Yıldız Pazar Grup 2	Ana Pazar Grup 1	Ana Pazar Grup 2
Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değeri	Asgari 250 Milyon TL	Asgari 100 Milyon TL	Asgari 50 Milyon TL	Asgari 25 Milyon TL
Toplam Piyasa Değeri	Asgari 1 Milyar TL	Asgari 400 Milyon TL	-	-
Dönem karı elde edilmiş olması	Son 2 yıl	Son 2 yıl	Son 2 yıl	Son 2 yıl
Halka Açıklık Oranı	%5	%10	%15	%25
Öz sermaye/Sermaye Oranı	0,75’ten büyük	1’den büyük	1’den büyük	1,25’ten büyük

Kaynak:Borsa Kotasyon Yönergesi Madde 8

Çizelge 3.3. Kotasyon Yönergesi Alternatif Gruplarda Yer Alan Koşullar

Yönerge’nin birinci revizyonu 25 Ekim 2016 tarihinde gerçekleştirilmiş olup, önceki yönergede yer verilen FAVÖK ifadesi dönem karı ile değiştirilmiştir. İkinci revizyon 31 Temmuz 2017 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Yıldız Pazar için yapılan başvurularda Çizelge 3.3’te verilen dönem karı ile özsermaye/sermaye oranı şartlarının sağlanamaması durumunda, özsermaye/sermaye oranının 0,5’ten büyük olması ve Borsa İstanbul’un firmanın geleceğine ilişkin olumlu bir kanaata sahip olmasına bağlı olarak, ilgili şirketin paylarının işlem görmesine olanak sağlanmıştır. Yapılan bu değişiklikle, ikinci revizyon sonrası mali yapısı bozuk, kar edemeyen şirketlerin borsaya girişlerinin mümkün hale geldiği iddia edilebilir. Üçüncü revizyonda ise, Yıldız Pazar’ına yapılacak tüm başvurularda özsermaye/sermaye

oranını hesaplarken halka arzdan elde edilecek primlerin de dikkate alınması mümkün hale gelmiştir.

Dördüncü revizyon ise, 8 Ocak 2018 tarihinde gerçekleştirilmiştir. Son iki revizyonda olduğu gibi, dördüncü revizyonun odak noktasında da, sayısal kriterlerin sağlanamaması durumu vardır. Çizelge 3.3'teki dönem karı ve/veya özsermaye/sermaye oranını sağlayamayan ancak Yıldız Pazarı için diğer şartları sağlayan şirketlerin;

- Ara dönem finansal tablolarında faaliyet karı olması,
- Özsermayenin pozitif olması (Grup 1 için başvuruyorsa negatif de olabilir),
- Özsermaye/sermaye oranının hesaplanmasında halka arzdan elde edilecek primlerin dikkate alınarak ilgili şartı sağlaması

durumunda Yıldız Pazar'da işlem görebilmesi mümkün hale gelmiştir. Sonuç olarak ikinci revizyonda ortaya koyulan esneklik, belirgin bir şekilde dördüncü revizyonda da kabul görmüştür. Böylece mali yapısı bozuk, kar edemeyen şirketlerin borsaya girişleri mümkün hale gelmiştir. Örneğin 2018 yılında halka arz olan bir şirketin izahnamesi incelendiğinde, 2015-2017 dönemindeki üç mali yılda zarar ettiği, aynı döneme ilişkin bilançosundaki özsermaye tutarının da negatif olduğu görülmektedir.* Revizyonlarla birlikte gelen özel şartların, Borsa Yönergesi'nde ortaya koyulan sayısal kriterleri önemsiz hale getirdiği açıktır. Üç yıl gibi kısa bir zamanda üç revizyonun da aynı özel şartlara yönelik değişiklikleri içermesi, olumsuz bir durumu işaret etmektedir. Dördüncü revizyon sonrası çıkan Kotasyon Yönergesi uzun vadede borsanın imajına ve kalitesine zarar verebileceği gibi, küçük yatırımcının korunması açısından da sorgulanabilir bir ortam yaratmıştır. Son yıllardaki halka arz sayılarındaki azalış sebebiyle (Şekil 3.1), kotasyon kriterlerinin zayıflatıldığı ileri sürebilir. Uzun vadede borsaya zarar verecek olan bu politikanın, kısa vadede yaratabileceği faydanın da henüz halka arz sayılarına yansımadağı görülmektedir. Diğer taraftan yapılan ampirik çalışmalar, karlılığı ve büyümesi düşük şirketlerin halka arz olmasının,

* İzahnamenin ayrıntısı için;

https://www.garantiyatirim.com.tr/documents/20147/881301/Onayl%C4%B1+%C4%B0zahname_SO_KM.pdf

Ayrıca bahsedilen şirketin halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntem ve varsayımlar da başka bir aracı kurum tarafından eleştirilmiştir; URL: <https://www.isyatirim.com.tr/tr-tr/hizmetler/kurumsal-finansman/duyurular/Documents/%C5%9Eok%20Marketler%20Fiyat%20Tespit%20Raporu%20%C4%B0%C5%9F%20Yat%C4%B1r%C4%B1m%20G%C3%B6r%C3%BC%C5%9F%C3%BC.pdf>

borsada kalma sürelerini kısalttığını ve halka arz döngüsünü etkilediğini ortaya koymaktadır (French ve Fama, 2004). Benzer şekilde özellikle halka arz yıllarında daha fazla kar yönetimine başvuran firmaların işleme kapanma ihtimallerinin daha yüksek olduğu ve kısa süre sonunda işleme kapandıkları gözlemlenmiştir (Li vd., 2006).

3.2. Borsa İstanbul’da İşleme Kapanmanın Hukuki Boyutu

Sermaye piyasası araçlarının pazarlarda borsa kotundan çıkarılması ve işlem sırasının kapatılması gibi konulara ilişkin usul ve esaslar, borsalar tarafından düzenlenen ve SPK tarafından onaylanan yönetmeliklerle belirlenmektedir. Sermaye piyasası araçlarının kottan çıkması konusuna ilişkin esaslar Borsa Kotasyon Yönergesi’nde düzenlenmiştir.

Yönergeye göre borsa kotundan çıkmak, Borsa İstanbul’un Yönetim Kurulu kararı ve şirketlerin kendi isteğiyle olmak üzere iki farklı şekilde gerçekleşebilirler. Literatüre benzeyen bu ayrım, çalışmada zorunlu işleme kapanmaya ilişkin düzenlemeler ve gönüllü işleme kapanmaya ilişkin düzenlemeler olmak üzere iki alt başlıkta incelenmiştir.

3.2.1. Borsa İstanbul’da Gönüllü İşleme Kapanmaya Yönelik Düzenlemeler

Borsa Kotasyon Yönergesi’nde şirketlerin kendi isteğiyle kottan çıkmasına ilişkin bir çerçeve çizilmiştir (BKY, 2018, m.27). Buna göre şirketler, SPK’nın ilgili düzenlemeleri uyarınca*, kottan çıkarılması isteğiyle Borsa İstanbul’a başvuruda bulunmaktadır.

SPK, şirketlerin borsa kotundan çıkma kararı almasını önemli nitelikteki işlem olarak tanımlamaktadır. Şirketlerin önemli nitelik taşıyan kararları alabilmesi için

* Gönüllü işleme kapanmalar (birleşmeler dahil), Sermaye Piyasası Kanunu’nun 23.maddesi ile 27.maddesi arasında yer alan hükümlerle doğrudan alakalıdır. İlgili maddelere dayandırılarak;

i. Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği (II-23)
ii. Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23)
iii. Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26)
iv. Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği (II-27)
tebliğleri hazırlanmıştır. Başlık altında sürecin geneli aktarılmaya gayet edilmiştir. Ayrıntılı bilgiye ilgili tebliğlerden ulaşılabilir.

uyulması zorunlu usul ve esaslar, “Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği”nde (II.23.2) belirlenmiştir.

Tebliğ uyarınca, borsadan ayrılmak isteyen şirketin yönetim kurulunun, borsa kotundan çıkma konusunda karar alması ve bu kararın şirket genel kuralunda karara bağlanması gerekmektedir.* Şirketin genel kurulu tarafından borsadan ayrılma isteğine ilişkin kararın alınması halinde, genel kurul karar tarihinden en geç beş gün içerisinde borsaya başvurulmalıdır (II.23.2, m.8). Borsaya yapılacak başvurunun ön koşulu, herhangi bir şekilde ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının %95 veya daha fazlasına, tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte sahip olunmasıdır (II.23.2, m.8).

Şirket, kottan çıkmak amacıyla borsaya başvururken hakim ortak, zorunlu pay alım teklifi yükümlülüğünün yerine getirilmesi amacıyla SPK’ya başvurur. Pay alım teklifi yükümlülüğünün doğduğu tarihten itibaren iki ay içerisinde fiili pay alım teklifi sürecine başlanması zorunlu olup; fiili pay alım teklifi, bilgi formunun onaylanmasından itibaren en çok altı iş günü içinde başlar. Fiili pay alım teklifi süresi 10 iş gününden az 20 iş gününden fazla olamaz (II-26.1, m.13). Payların satışı, teklifte bulunanlar adına satın alma işlemlerini gerçekleştiren bir yatırım kuruluşu aracılığıyla gerçekleştirilir ve payların bedeli, en geç satışı takip eden iş günü içerisinde ödenir (II-26.1, m.5). Pay işlemlerinin tamamlanmasının ardından, borsa tarafından yapılan başvuru değerlendirilerek payların borsa kotundan çıkarılmasına ve işlem görmekten sürekli men edilmesine karar verilir. Kararın Kamu Aydınlatma Platformu’nda duyurulmasını izleyen beşinci gün sonunda süreç tamamlanmış olur. Pay alım teklifine cevap vermeyen ortaklar için, karar tarihinden itibaren üç yıl boyunca, Takasbank nezdinde açılmış özel bir hesapta, teklif bedeli üzerinden hesaplanan toplam tutar bloke edilir.

Diğer ülke borsalarındaki uygulamalarla karşılaştırıldığında, Borsa İstanbul’da kottan çıkmak için aranan nitelikli çoğunluğun (oyların %95’i) çok yüksek

* (II.23.2, m.7). “Önemli nitelikteki işlemlere ilişkin kararların genel kurulca alınabilmesi için, esas sözleşmelerinde açıkça oran belirtmek suretiyle daha ağır nisaplar öngörülmediği takdirde, toplantı nisabı aranmaksızın, ortaklık genel kuruluna katılan oy hakkını haiz payların üçte ikisinin olumlu oy vermesi şartı aranır. Ancak, toplantıda sermayeyi temsil eden oy hakkını haiz payların en az yarısının hazır bulunması hâlinde, esas sözleşmede açıkça daha ağır nisaplar öngörülmedikçe, toplantıya katılan oy hakkını haiz payların çoğunluğu ile karar alınır.”

belirlendiğini söylemek mümkündür.* Aranan çoğunluğa rağmen kottan çıkmanın genel kurulda karara bağlanması, küçük yatırımcıyı korumaktan ziyade maliyet ve zaman açısından firmayı olumsuz etkilediği eleştirilerini de gündeme getirebilir. Küçük yatırımcının korunmasında odaklanılması gereken esas husus, hem şirket hem de ortaklar için adil bir pay alım teklifinin yapılmasıdır. Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1), zorunlu pay alım teklifi fiyatının, anlaşmanın kamuya duyurulduğu tarihten önceki altı aylık dönem içinde oluşan günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının aritmetik ortalaması ile, tekliften önceki altı ay içinde hedef ortaklığın aynı grup paylarına ödediği en yüksek fiyattan düşük olmasına müsaade etmemektedir.†

Gönüllü işleme kapanmaya ilişkin diğer önemli düzenleme ise, “Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği”dir (II-27.2). Ülkemizde sayısı çok az olan gönüllü işleme kapanmaların büyük bir kısmı ortaklıktan çıkarma yoluyla yapılmaktadır. Tebliğe göre, birlikte veya tek başına ortaklığın oy haklarının en az %98’ine sahip olan gerçek ya da tüzel kişiye hakim ortak denilmektedir. Hakim ortağın, diğer pay sahiplerinin tamamını (sahip oldukları payların imtiyazlı olup olmadığı dikkate alınmaksızın) ortaklıktan çıkarma hakkı, diğer ortakların ise paylarını hakim ortağa satma hakkı mevcuttur (II-27.2, m 4.).

Bahsedilen hakların kullanımına ilişkin prosedür, hakim ortak konumunun kazanılması veya bu konumda iken ek pay alınması durumunda, kamuya açıklama yapılmasıyla başlar. Takip eden üç aylık süre içerisinde, diğer ortaklar satma hakkını kullanım taleplerini şirkete yazılı olarak iletir. Diğer ortakların sahip oldukları payların bedeli, hakim ortak tarafından ödenir ve ödeme ile birlikte pay devir işlemleri sonuçlandırılır. Satma hakkının kullanımı için verilen üç aylık sürenin sona ermesinden sonra hakim ortak, ortaklıktan çıkarma hakkını kullanmak için SPK’ya

* (II.23.2, m.8) “(1) Payların kottan çıkarılması amacıyla borsaya başvuruda bulunabilmenin önkoşulu, pay alım teklifi sonucunda veya birlikte hareket etmek de dâhil olmak üzere, herhangi bir şekilde ortaklığın doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının % 95 veya daha fazlasına tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte sahip olunmasıdır.”

† II-23.3 sayılı tebliğ taslağında, SPKn’nun 27’nci maddesi ve II-27.2 sayılı tebliği olarak;

- İşlemin kamuya açıklandığı tarihten önceki son altı ay, bir yıl ve beş yıl içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalaması,
- Anılan tarihten önceki bir yıl içinde zorunlu pay alım teklifi yapılmış ise bu fiyat,
- Her bir pay grubuna ilişkin fiyatın tespiti amacıyla hazırlanan değerlendirme raporunda belirlenen bedelkarşılaştırılarak bulunan en yüksek bedel olarak belirlenmiştir.

tekrar düzenlenmesi planlanmaktadır.

başvurur. Onay sonrasında hakim ortak, ortaklıktan çıkarmaya ilişkin toplam bedeli banka hesabına yatırır. Söz konusu ortakların paylarının iptali ve yeni ihraç edilecek payların hakim ortak hesabına aktarılması Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde gerçekleşir.

Satma hakkını kullanmak isteyenler için adil bedel hesaplanır. Bedel hesaplanırken, kamuya yapılan duyuru tarihi referans alınarak hesaplanan otuz gün içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalaması; altı ay, bir yıl ve beş yıl içinde borsada oluşan ağırlıklı ortalama fiyatlarının ortalamaları, son bir yıl içinde yapılan zorunlu pay alım fiyatı ve değerlendirme raporunda belirlenen değeri içerisindeki en yükseği seçilir.*

Gönüllü işleme kapanmalarda aranan oy haklarındaki nitelikli çoğunluğun sağlanmasının güçlüğü, şirketlerin kendi istekleri ile Borsa İstanbul'dan ayrılmasının zor bir süreç olduğunu gösterir niteliktedir. Pay alım bedellerin tam ve nakden ödenmesi gerekliliği ile cevap vermeyen ortaklar için üç yıl süre ile belirli bir bedelin bloke tutulması, finansman açısından zorlayıcı unsurlar olarak düşünülebilir. Hatta daha ileriye gidilerek, kendi isteğiyle kottan çıkılmasına ilişkin düzenlemelerin, borsadan ayrılma hakkını vermekten daha çok; pazarlarda derinliğin ve sağlıklı fiyat oluşumunun sağlanması için yapıldığını iddia etmek mümkündür. Borsa İstanbul'dan ayrılmanın zorlaştırılması, yeni halka arz sayılarını da olumsuz olarak etkileyebileceğinden (Marosi ve Massoud, 2008), bahsedilen eleştirilerin de dikkate alınması düzenlemelere katkı sağlayabilir.

3.2.2. Borsa İstanbul'da Zorunlu İşleme Kapanmaya Yönelik Düzenlemeler

Borsa pazarlarında işlem gören menkul kıymetler, Borsa Yönetim Kurulu kararı ile sürekli olarak borsa kotundan çıkarılabilir. Şirketin borsa pazarlarından çıkarılmaya zorlanmasını gerektirecek durumların çerçevesi, Borsa Kotasyon Yönergesi (BKY)'nin 23., 32. ve 35. maddeleri ile "Pay Piyasası Prosedürü" göz önünde bulundurularak belirlenebilir.

İşlem gören şirketlerin kotta kalma koşullarını kaybetmelerine yol açacak durumlar, Borsa Kotasyon Yönergesi'nin 32. maddesinde açıklanmıştır. Buna göre,

* Ayrıntılı bilgi için Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği'nin 6. maddesi incelenebilir.

bir şirketin borsada işlem görmesi için, faaliyetlerine devam etmesi ve kamu aydınlatma yükümlüklerini yerine getirmesi gerekir. Kamu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmediği için bir yıl içerisinde 3 defa uyarılan şirketlerle, son 2 yıldır faaliyetlerini durduran şirketler kotta kalma koşullarını kaybetmiş sayılırlar (BKY, 2018, m.32).

Borsa Kotasyon Yönergesi'nde kottan çıkarmayı gerektiren durumlar ise yönergenin “Kottan Çıkarma Şartları” başlığı altında şu şekilde açıklanmıştır (BKY, 2018, m.23):

1. Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmemesi,
2. Borsa düzenlemelerine ve kararlarına uyulmaması, istenen bilgilerin verilmemesi, eksik veya gerçeğe aykırı bilgi ve belge verilmesi,
3. Borsa tarafından geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle bir yıldan uzun bir süre faaliyetlerinin durmuş olması,
4. İflas, tasfiye ya da herhangi bir nedenle tüzel kişiliğinin sona ermesi,
5. Faaliyetlerini devam ettiremeyecek düzeyde finansman sıkıntısı çekmesi,
6. Borsa ücretlerinin ödemesini 1 yıl geciktirmesi,
7. Özsermaye/sermaye oranının düşük olması,
8. Son üç yıllık raporlar için bağımsız denetçinin olumsuz görüş vermesi veya görüş bildirmekten kaçınması,
9. Son üç yıllık bilançosunda, ilişkili taraflardan olan ticari olmayan alacaklarının toplam aktiflere oranının %50'yi aşması,
10. Payları Gelişen İşletme Piyasası'nda işlem gören ortaklığın bir piyasa danışmanı ile anlaşmasının sona ermesinden itibaren dört ay içinde yeni bir piyasa danışmanı ile anlaşma imzalamaması.

Bu durumların oluşması halinde işlem gören paylar, Borsa İstanbul'un yönetim kurulu kararı ile borsa kotundan çıkarılabilir. Yönetim kurulu, kottan çıkarma kararını vermeden önce ilgili şirkete durumu düzeltmesi için süre verebilir, uyarabilir. Yakın İzleme Pazarına geçmesine karar verebilir veya uygun gördüğü diğer bir tedbiri alabilir (BKY, 2018, m.23).

Kottan çıkarma şartları incelendiğinde, kantitatif kriterlerden ziyade ağırlıklı olarak kalitatif kriterler seçilmiştir. Diğer taraftan halka arz olmak için şirketlerin sahip olması gereken “piyasa değeri”, “halka açık piyasa değeri”, “halka açıklık oranı” ve “kar” gibi büyüklüklerin eksik olması, kottan çıkmayı gerektirecek durum olarak görülmemiştir. Dolayısıyla kottan çıkarma şartlarının, halka arz için aranan kriterler ile örtüştüğünü iddia etmek mümkün değildir. Bahsedilen iki olumsuz açıdan, Borsa İstanbul'daki işleme kapanmaya ilişkin düzenlemelerin, gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren borsalardaki düzenlemelerden farklılaştığını söylemek mümkündür. Borsa

İstanbul kapsamında kottan çıkarma yaptırımının kantitatif kriterlere bağlanmaması, daha belirsiz bir yatırım ortamı yaratacaktır. Yaptırımın derecesi borsadaki mevcut koşullara ve yönetimin yaklaşımına göre değişebilecek; sadece başarısızlığı kesinleşmiş şirketler, borsa yönetiminin yaklaşımından bağımsız olarak borsa pazarlarından ayrılmaya zorlanacaktır. Diğer taraftan halka arz için aranan kriterlerle, şirketin işlem görmesi için aranan kriterlerin bütün olarak bir tutarlılık göstermemesi, Borsa İstanbul'un uyguladığı politikaların eksikliğini de işaret etmektedir.

Kottan çıkarma şartlarının, geçmiş düzenlemelerdeki durumlarını karşılaştırmak da mümkündür. Bu amaçla, Borsa İstanbul'da 1995, 2004 ve 2015 yıllarındaki Kotasyon Yönetmelikleri incelenmiştir. Üç ayrı düzenleme toplu bir şekilde Çizelge 3.7'de görülebilir. Düzenlemelerdeki benzer gerekçeler, çizelgede aynı gruplarda toplanmıştır. Zaman içerisinde bazı bentler değiştirilirken, bazıları ise tamamen kaldırılmıştır. 1995 yılı yönetmeliğinde yer alan (a), (k) ve (n) bentleri, 2004 yılında kaldırılmıştır. 1995-2004 döneminde ilgili bentler uyarınca, hiçbir işleme kapanma gerçekleşmemiştir. Kaldırılan bentler, hiçbir işleme kapanmaya hukuki gerekçe ve dayanak oluşturmadığı gibi ilgili bentlere benzeyen başka bentlerin de mevcut olması, değişim yapılma ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. 1995 yılı ile 2004 yılındaki düzenlemeler karşılaştırıldığında, birçok bendin içeriğinde değişikliğe gidildiği görülmektedir. Yapılan değişikliklerle birlikte önceki düzenlemenin belirgin bir şekilde iyileştirildiğini söylemek mümkündür. 1995-2015 döneminde kottan çıkarma şartları açısından kapsamlı bir değişiklikten söz etmek mümkün değildir. Bu bakımdan, son yönetmelikle mevcut yönergenin karşılaştırılması daha anlamlı olacaktır.

2015 yılında geçerli olan son Kotasyon Yönetmeliği ile sonrasında yerine getirilen Kotasyon Yönergesi karşılaştırıldığında, hafifletirilen bazı kriterler göze çarpmaktadır. Örneğin son Kotasyon Yönetmeliği'nde şirketin kottan çıkarılması için 3 aydan uzun bir süre faaliyetlerini dondurması yeterliyken; Kotasyon Yönergesi'nde bu durum 1 yıldan uzun bir süre olarak düzenlenmiştir. Benzer şekilde son yönetmelikte son iki döneme ait bağımsız denetim raporunun olumsuz görüş içermesi veya görüşten kaçınılması durumunda şirket kottan çıkarılırken; yönergede bu durum için üç yıllık rapor şartı aramaktadır. Şirketin sermayesinin 2/3'ünü yitirmesi Yönetmelik'te kottan çıkmayı gerektiren bir durumken; Yönerge'de bu durum kottan

çıkarmayı gerektirecek haller içerisinde sayılmamış, Yakın İzleme Pazarı'na geçişine neden olacak bir durum olarak görülmüştür. Fiyat ve işlem hacmi büyüklüklerine ilişkin bend ise (1995 yılı p bendi, 2004 yılı o bendi) kaldırılmıştır. Her ne kadar 2015 yılına kadar hiçbir şirket, fiyatı ya da işlem hacmi sebebiyle borsa pazarlarından çıkarılmamış olması, ilgili bentlerin önemsiz olduğunu anlamına gelmemektedir. Gelişmiş piyasalarda kalitenin sağlanması için fiyat ve işlem hacmi için eşik değerler (kantitatif kriterler) belirlenmektedir. Özellikle ABD borsalarında gerçekleşen zorunlu işleme kapanmaların büyük bir kısmı, şirketlerin fiyat ve işlem hacmi için aranan kriterleri sağlayamaması sebebiyle gerçekleşmektedir. Borsa İstanbul'da şimdiye kadar hiçbir şirketin fiyat ve işlem hacmi düşüşünden dolayı işleme kapanmaması, hatta ilgili kriterin kaldırılması, Borsa İstanbul'daki işleme kapanmaya ilişkin uygulanan politikanın, ABD'deki borsalara göre farklı olduğunu göstergesidir.

Diğer taraftan yönergede bazı kriterler ağırlştırılırken, bazı kısımlar da yeni eklenmiştir. Örneğin sermayenin 2/3'ünün yitirilmesine ilişkin yönetmeliklerde mevcut olan ancak kaldırılan kriter yerine, özsermaye/sermaye oranına ilişkin bir kriter eklenmiştir. Kritere ilişkin herhangi bir sayısal eşik tanımlanmaması, mevcut durumu eskisine göre daha esnek yapmıştır. Eski yönetmelikte olmayıp, yönergeye eklenen önemli yeniliklerden biri ise, Yakın İzleme Pazarı'na geçiş ile ilgili hallerin tanımlanmasıdır.*

Yönergedeki değişiklikler değerlendirilirken, Borsa İstanbul'un pazar yapısındaki değişim de göz önünde bulundurulmalıdır. “Kottan çıkmak” kavramının iki düzenlemede farklı anlamlar ifade etmesi, bahsedilen değişikliklerin kapsamlı olmasının nedeni olabilir. 2015 yılı öncesinde uygulanan yönetmeliklerde geçen “kottan çıkma” kavramı, kot içi pazarlardan kot dışı pazarlara olan geçiş için de kullanılmaktadır. Payların kottan geçici olarak çıkarılmasına ilişkin kararda aksine hüküm yoksa, bu paylar kot dışı pazarda (örneğin İkinci Ulusal Pazar) işlem görür. Kottan çıkarma nedeni ortadan kalktığında, söz konusu pay tekrar kot içi pazarda (örneğin Ulusal Pazar) işlem görmeye başlama imkanına sahiptir. Ancak Borsa Kotasyon Yönergesi'nin uygulanmaya başlanması ile birlikte Borsa İstanbul

* Geçiş gerektirecek haller çalışmanın 3.5 nolu “Yakın İzleme Pazarı ve İşleme Kapanma” alt başlığında ayrıca incelenmiştir.

pazarlarında kot içi ve dışı ayrımı kaldırılmıştır. Şirketin kotasyondan çıkarılması ifadesinden, hisse senedinin işlem sırasının sürekli olarak kapanması anlaşılmalıdır.

Kottan çıkarılmaya ilişkin karar çoğunlukla şirketin geçici işlem sırası kapatma talebini borsaya ilemesiyle başlamaktadır. Şirketin geçici işlem sırası kapatma talebini iletmek zorunda bulunduğu durumlar önceleri genelgede açıklanırken, dönüşüm sonrasında prosedür uyarınca hareket edilmektedir. SPK'nın 23/01/2014 tarihinde yayınlanan II-15.1 sayılı "Özel Durumlar Tebliği"nde, özel durum açıklaması yapılmadan önce işlemlerin geçici olarak durdurulmasının talep edilebileceği ifade edilmiştir. "Pay Piyasası Prosedürü" uyarınca şirketlerin özel durum açıklamasından önce hisse senedi işlem sırasının kapatılmasını talep edebilecekleri bazı durumlar şu şekildedir:

1. Ortaklık aleyhine iflas talepli dava açılması,
2. İflas erteleme başvurusunda bulunulması, iflasın ertelenmesi kararının mahkemece bozulması,
3. Ortaklığın veya ihraççının iflasına karar verilmiş olması, ortaklık organlarının tasfiye kararı vermesi, ya da herhangi bir nedenle tüzel kişiliğin sona ermesi, Genel Kurulda alınan tasfiye kararının tescil edilmesi,
4. Ortaklığın esas faaliyetini sürdürebilmesi için gerekli izin, lisans veya yetki belgesinin iptal edilmesi veya herhangi bir sebeple hükümsüz kalması, esas faaliyetlerini olumsuz yönde etkileyecek mevzuat değişikliği olması,
5. Ortaklığın üretimini veya faaliyetlerinin önemli bir kısmını veya tamamını sürekli olarak durdurması,
6. Aktiflerin rayiç değerlerle değerlendirilmesine rağmen sermayesinin tamamını veya en az üçte ikisini kaybettiğinin anlaşılması,
7. Ortaklığın piyasa danışmanı ile anlaşmasının herhangi bir neden ile sona ermesi ve piyasa danışmanı bulunmaması nedeniyle işlem sırasının kapanmasından itibaren dört ay içinde yeni bir piyasa danışmanı ile anlaşma imzalanamaması,
8. Ortaklığın hak ve alacakları ile mal varlığına ilişkin önemli tutar ya da kapsamda haciz, ihtiyati haciz ya da tedbir kararı alınması,
9. Yasal ve idari işlemler sonucunda ortaklık yönetimine ve/veya sermaye piyasası araçlarının mülkiyetine el konulması,
10. Her türlü yangın, doğal afetler, harp hâli, terör faaliyetleri gibi olağan dışı gelişmeler nedeniyle esas faaliyetlerin kısmen ya da tamamen sürdürülememesi,
11. Ortaklık aleyhine finansal yapısını zayıflatacak hukuki gelişmeler ortaya çıkması,
12. Sermaye piyasası aracı sahiplerinin mülkiyet ve ortaklık haklarına herhangi bir şekilde zarar verecek kararların ya da durumların oluşması,
13. Ortaklık tüzel kişiliği, faaliyetleri ile hukuki, mali ve idari yapısında ortaklığın borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının sahiplerini ilgilendirecek önemli olumsuz gelişmelerin oluşması.

Belirtilen durumlar, düzenlemenin önceki hali olan 304 nolu Genelge ile karşılaştırıldığında kapsamlı bir değişikliğin söz konusu olmadığı görülmektedir.* Şirketin geçici işlem sırası kapatma talebi sonrası şirketin paylarının işlem sırası geçici olarak durdurulmaktadır. Şirket bildirimini KAP'ta duyurulmasını takiben işlem sırasının yeniden açılması ya da işlem sırasının sürekli olarak kapanması, Borsa Yönetim Kurulu'nun vereceği karara bağlıdır.

3.3. Borsa İstanbul'da İşleme Kapanma Nedenleri

İşleme kapanmaları konu alan çalışmalarda araştırmacılar şirketleri, işleme kapanma nedenlerine göre sınıflayarak, örneklemelerini oluşturmaktadır. Macey ve diğerleri (2008), işleme kapanmayı ikili ayrıma tabi tutarak, gönüllü işleme kapanma ve zorunlu işleme kapanma olarak incelemiştir. Thomsen ve Vinten (2005), 1996-2004 döneminde Avrupa'daki borsa pazarlarından çıkma sebeplerini, birleşme ve satın alma, iflas ve tasfiye, kendi isteğiyle olmak üzere üçe ayırmıştır. Doidge ve diğerleri (2007), New York ve Londra'yı karşılaştırdıkları çalışmada, çıkma sebeplerini, birleşme ve satın alma, kendi isteği ve diğer (mali başarısızlık, tasfiye, kotasyon kriterlerini sağlamada başarısızlık) olmak üzere üç ayrı kategoride incelemişlerdir. Dahiya ve Klapper (2007) ise kişi başı geliri yüksek olan ülkelerde (Avustralya, Kanada, Fransa, Almanya, Japonya, İngiltere, ABD) yaşanan işleme kapanmaları birleşme ve satın alma, tasfiye-iflas ve diğer (bilinmeyen) şeklinde sınıflandırmışlardır.

Çalışma kapsamında, Borsa İstanbul'daki işleme kapanma nedenleri literatüre benzer bir şekilde sınıflandırılmıştır. Borsa İstanbul pazarlarından çıkılması birleşme, gönüllü işleme kapanma ve zorunlu işleme kapanma olarak üç grupta incelenmiştir. Öncelikle borsa pazarlarından çıkarılan şirketler tespit edilmiştir. Bu amaçla, Borsa İstanbul tarafından yayımlanan kaynaklar ile literatür taranmış ve Borsa İstanbul internet sitesinde yayımlanan “İşlem Sırası Kapanan Şirketler” (Borsa İstanbul, 2019) adlı dosya elde edilmiştir (Ek-4). Dosyada işlem sırası kapanan şirketlerin kodu, adı

* Genelge'de sayılan hallerde geçici işlem sırasının kapatılma isteğinin yapılmasının zorunlu olduğu belirtilirken; Prosedür'de belirgin bir ifade kullanılmamıştır. Dikkat çeken diğer bir ayrıntı ise Genelge'de bulunan “Bağımsız denetim şirketinin, şirketin mali tablolarıyla ilgili görüş bildirmekten kaçınması veya olumsuz görüş bildirmesi” halinin kaldırılmış olmasıdır. Bu durum bağımsız denetim şirketleri açısından da önem taşımakta olup, düzenlemenin verilen görüşler üzerine etkisi ayrıca incelenebilir.

ve işleme kapanma tarihleri mevcuttur. Literatüre bakıldığında ise, Borsa İstanbul'da işlem sırası kapanarak borsa pazarlarından çıkarılan şirketleri konu alan yalnızca bir (Çevik, 2014; Çevik ve Aksoy, 2017) çalışma olduğu görülmektedir.*

Tek veri kaynağı olan, “İşlem Sırası Kapanan Şirketler” (Borsa İstanbul, 2019) dosyası, bu çalışmanın temel kaynağı konumundadır. Dosyada, 2000 yılından sonra gerçekleşen işleme kapanmalara ilişkin bilgilere yer verilmiştir. Ayrıca sadece birleşme ve satın alma nedeniyle işlem sırası kapanmış şirketler için ek açıklamalar mevcuttur. Borsa pazarlarından çıkarılan çoğu şirket hakkında ayrıntılı bilgi mevcut olmadığı için, işleme kapanma sebepleri ayrıca araştırılmıştır. 2000-2018 döneminde işlem sırası kapanan 133 şirketin üç gruptan hangisi kapsamına alınacağına Kamu Aydınlatma Platformu ve Borsa İstanbul tarafından yayımlanan haber arşivleri incelenerek karar verilmiştir. Ana sebep olarak belirlenen üç grup ayrı başlıklar altında incelenmiştir.

3.3.1. Birleşme Nedeniyle İşlem Sırası Kapanan Şirketler

İki veya daha fazla şirketin, daha etkin bir ekonomik teşebbüs oluşturma amacıyla, bir organizasyon altında toplanması birleşme olarak ifade edilebilir (Akgüç, 891: 2013). Kurumsal gelişimin merkezinde bulunan ve gelişmiş borsalarda sıklıkla görülen birleşme işlemlerinin, finansal piyasalar ve ülke ekonomileri için önemi büyüktür. Finansal piyasaların derinliği ile yurt dışı yatırımları ilişkisini araştıran Di Giovanni (2005), borsanın büyüklüğündeki artışın, sınır dışı birleşme ve satın alma etkinliğini artırdığını ortaya koymuştur. Rossi ve Volpin (2004) ise, 49 ülkeyi kapsayan çalışmalarında, farklı birleşme ve satın alma biçimi ve yoğunluğunu, ülkelerde farklı yasal düzenleme ve yaptırımların olmasıyla açıklamıştır. Çalışmada muhasebe standartlarını etkin bir şekilde uygulayan ve küçük yatırımcının korunmasına önem veren ülkelerde görülen birleşme ve satın alma sayısı ve etkinliğinin belirgin şekilde fazla olduğu sonucu elde edilmiştir.

*Ahmet AKSOY danışmanlığında yürütülen “Mali Başarısızlık Nedeniyle Borsa İstanbul'da İşlem Sırası Kapanan Şirketlerin Tespiti ve Hisse Senedi Performanslarının İncelenmesi” başlıklı tez, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde 2014 yılında kabul edilmiştir. Çalışmada İMKB'nin şirket yıllıklarından yararlanılarak, işleme kapanan şirketlerin tespiti 1991 yılına kadar genişletilmeye gayret edilmiştir. İşleme kapanmalara ilişkin elektronik ortamda verilere ulaşılamamasının yanı sıra İMKB şirket yıllıklarında ve bültenlerinde yeterince bilginin olmaması sebebiyle 2000 yılı öncesi işleme kapanmaları çalışmak çeşitli zorlukları beraberinde getirmektedir.

Ülkeler arasındaki kurumsal yönetimin farkının kapanmasında ve gelişmesinde sınır ötesi birleşmeler önemli bir mekanizma olarak düşünülmektedir. Sınır ötesi birleşmelerde, hedef şirket genellikle devralan şirketin ülkesindeki muhasebe standartlarını, kamu aydınlatma ve kurumsal yönetim ilkelerini benimsemektedir. Bris ve Cablois (2008), sınır ötesi birleşmelerin, firmanın kurumsal yönetiminin doğal değişimine olanak sağladığını belirtmişler ve devralan şirketin ülkesinde daha güçlü yatırımcı koruması ile muhasebe standartlarının olması durumunda, daha yüksek devralma değeri ortaya çıktığını ileri sürmüşlerdir.

KOD	Şirket Adı	İlk İşlem Tarihi	Kapanma Tarihi
EBBRA	EGE BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.	15.01.1986	24.07.2000
GUNEY	GÜNEY BİRACILIK VE MALT SANAYİİ A.Ş.	22.01.1986	24.07.2000
ANBRA	ANADOLU BİRACILIK MALT VE GIDA SANAYİİ A.Ş.	28.11.1994	24.07.2000
PNUN	PINAR UN VE TARIM ÜRÜNLERİ A.Ş.	2.09.1987	11.08.2000
TOFAS	TOFAŞ OTO TİCARET A.Ş.	1.07.1991	11.06.2001
SYBNK	SİNAİ YATIRIM BANKASI A.Ş.	1.06.2000	26.04.2002
BYRBY	BAYRAKLI BOYA SANAYİİ A.Ş.	6.06.1997	10.06.2002
ENKA	ENKA HOLDİNG YATIRIM A.Ş.	24.01.1986	22.07.2002
MARET	MARET MARMARA BESİCİLİK VE ET SAN. VE TİC. A.Ş.	28.08.1987	11.08.2003
PASTA	PASTAVİLLA MAKARNACILIK SANAYİVE TİCARET A.Ş.	14.05.1998	11.08.2003
AGIDA	ANADOLU GIDA SANAYİİ A.Ş.	30.10.1996	23.02.2004
TNSAS	TANSAŞ PERAKENDE MAĞAZACILIK TİCARET A.Ş.	16.09.1996	22.08.2006
GİMA	GİMA GIDA VE İHTİYAÇ MADDELERİ T.A.Ş.	11.06.1991	22.08.2006
TOPFN	TOPRAK FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	30.10.1997	9.11.2006
EFES	EFES SİNAİ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	19.02.1998	27.12.2006
CMLOJ	CAMİŞ LOJİSTİK HİZMETLERİ VE TİCARET A.Ş.	28.08.1987	3.09.2007
OYSAC	OYSA ÇİMENTO SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	15.05.1991	9.11.2007
KAVPA	KAV DANIŞMANLIK PAZARLAMA VE TİCARET A.Ş.	16.01.1986	28.07.2008
CYTAS	CEYTAŞ MADENCİLİK TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3.03.1997	22.05.2009
MIGRS	MİGROS TÜRK T.A.Ş.	27.02.1991	2.06.2009
YTFYO	YATIRIM FİNANSMAN YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	6.10.1999	10.07.2009
GRUND	GRUNDİG ELEKTRONİK A.Ş.	26.10.1992	10.07.2009
AKIPD	AKSU İPLİK DOKUMA VE BOYA APRE FAB. T.A.Ş.	15.11.1993	25.12.2009
FORTS	FORTİS BANK A.Ş.	13.09.1990	16.02.2011
TSKYO	TSKB YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	23.10.2001	13.08.2012
AKALT	AK-AL GAYRİMENKUL GELİŞTİRME VE TEK. SAN. A.Ş.	19.03.1986	8.01.2013
DYHOL	DOĞAN YAYIN HOL.	06.08.1998	2.09.2014
ISYHO	IŞIKLAR YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	20.06.1994	1.10.2014
KILER	KİLER ALIŞVERİŞ HİZMETLERİ GIDA SAN. TİC. A.Ş.	27.01.2011	4.01.2016
SAFGY	SAF GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	02.03.2007	19.01.2017
USAS	USAŞ YATIRIMLAR HOLDİNG A.Ş.	25.10.1993	4.10.2017
NTTUR	NET TURİZM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	07.11.1990	19.10.2017
PIMAS	PİMAŞ PLASTİK İNŞAAT MALZEMELERİ A.Ş.	30.01.1986	29.12.2017
KIPA	TESCO KİPA KİTLE PAZ.TİC.LOJ.GID.SAN. A.Ş.	20.11.1997	31.08.2018

Kaynak:Borsa İstanbul

Çizelge 3.4. Birleşmeye Konu Olan Şirketlere Ait Bazı Bilgiler

Birleşme kavramı genel bir ifade olduğundan birçok türünden bahsetmek mümkündür. Borsa İstanbul kapsamında en sık karşılaşılan iki farklı birleşme şekline bahsedilebilir. Bunlardan ilkinde, bir şirketin diğer bir şirketi tüm mal varlığıyla satın alması (devralması) yoluyla birleşme ortaya çıkmaktadır. Satın alma olarak anılan bu birleşme türünde, hedef şirketin tüzel kişiliği son bulurken, satın alan şirket faaliyetlerine devam eder. İkinci olarak, bir şirketin tamamının ya da denetimi ele geçirilecek ölçüde satın alınması yoluyla birleşme gerçekleşmekte ancak şirketin tüzel kişiliği devam etmektedir. Bahsedilen iki farklı birleşmeden birinci şekilde olanlar bu başlık altında incelenmiştir. İkinci şekilde ortaya çıkan birleşmeler ise gönüllü işleme kapanan şirketler başlığı altında incelemeye alınmıştır. 2000-2018 döneminde, Borsa İstanbul’da şirket birleşmeleri nedeniyle işlem sırası kapanan 34 şirket tespit edilmiştir. Şirketlerin işlem kodu, adı, ilk işlem tarihi ve işleme kapanma tarihi Çizelge 3.4’te verilmiştir.

Devir yoluyla birleştiği tespit edilen 34 şirketin, Borsa İstanbul’a tam olarak etkisini ortaya koymak amacıyla birleşme taraflarının işlem görme durumu incelenmiştir. Gerçekleşen birleşmelerin çoğunun iki tarafında (alıcı-satıcı) da Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin olduğu görülmektedir. Her iki tarafın da Borsa İstanbul’da işlem görmesi, birleşmenin borsa kapitalizasyon değerine olan negatif etkisini sınırlandırırken, işlem gören şirket sayısında azalma meydana gelmiştir. Beş birleşmede* ise satın alan taraf borsa dışındandır. Borsa dışındaki alıcı şirket, birleşme işlemi sonunda Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlarken, hedef şirketlerin tüzel kişiliği son bulmuştur. Bu tür bir birleşme sonunda, borsa kapitalizasyon değerinde düşüş yaşanmayacağı gibi işlem gören şirket sayısında da bir azalma görülmez. Devir yoluyla birleşmeye konu olmuş 34 şirketin borsa pazarlarından çıkmasının, Borsa İstanbul üzerine olumsuz etkisinin sınırlı olduğunu söylemek mümkündür.

3.3.2. Gönüllü İşleme Kapanmaya Konu Olan Şirketler

Bir işletmenin hisse senetlerinin bir kısmının satın alınması da birleşme olarak kabul edilemekte olup (Akgüç, 1992: 1998), bu tür birleşmelerde şirketin tüzel kişiliği

* Enka Holding Yatırım A.Ş., Anadolu Gıda Sanayii A.Ş., Gima Gıda Ve İhtiyaç Maddeleri T.A.Ş., Toprak Finansal Kiralama A.Ş., Migros Türk T.A.Ş., Ak-Al Gayrimenkul Geliştirme ve Tekstil Sanayii A.Ş.

devam etmekte ancak şirketin yönetimi ve kontrolü satın alanlara geçmektedir. İşlem gören şirketin satın almaya konu olmasının hemen ardından işleme kapanmasını ifade eden özele geçiş işlemleri (GPT), dünya borsalarında gönüllü işleme kapanmanın en sık görülen örneğidir. Özele geçiş işlemleri haricinde kendi isteğiyle borsadan ayrılan şirketler de bu başlık kapsamında incelenmiştir. Gönüllü olarak işlem sırası kapanan şirketlerin işlem kodu, adı, ilk işlem tarihi ve işleme kapanma tarihi Çizelge 3.5'te verilmiştir.

Borsa İstanbul'da, 2000-2018 döneminde, 20 gönüllü işleme kapanma yaşanmıştır. Gönüllü işleme kapanmalardan beş tanesi* yönetim kontrol değişikliği sonrası gerçekleşmiştir. Diğer bir ifadeyle, beş şirket işleme kapanmadan kısa süre önce satın almaya konu olmuştur. SPK, "Çağrı Yoluyla Ortaklık Paylarının Toplanmasına İlişkin Esas Tebliği" kapsamında doğrudan veya dolaylı olarak bir ortaklığın yönetim kontrolünü sağlayan paylarını iktisap edenleri, diğer ortaklara ait payları satın almak üzere çağrıda bulunmasını zorunlu kılmaktadır. Yapılan alım çağrısı sonucunda, doğrudan veya dolaylı olarak oy haklarının % 95 veya daha fazlasına tek başına ya da birlikte hareket ettiği kişilerle birlikte sahip olma (8. madde) şartının sağlanması üzerine, şirketlerin "Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği" uyarınca borsa kotundan çıkma talebinde bulunduğu görülmektedir.† Şirketin yetkili organından borsa kotundan çıkma kararı alınması ile işleme kapanma tarihi arasındaki süre dikkate alındığında, sürecin ortalama 6 ay sürdüğü görülmektedir. Satın almadaki hisse devrinin gerçekleştiği tarih, başlangıç olarak kabul edilirse, süreç bir yılı aşmaktadır.

* Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş., Yapı Kredi Sigorta A.Ş., Dentaş Ambalaj Ve Kağıt Sanayi A.Ş., Afm Uluslararası Film Prodüksiyon Tic. ve San. A.Ş., Mutlu Akü'dür. Diğerlerine göre sürecin daha uzun sürdüğü Alternatifbank A.Ş. bu kapsamda değerlendirilebilir.

Yönetim kontrol değişikliği sonrası işlem sırası kapanan şirketler içerisinde Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş. (AFM)'nin durumu, diğer şirketlerden ayrılmaktadır. AFM, borsada işlem görmeyen bir şirketle (MARS) devir yoluyla birleşmiş ve tüzel kişiliğine son verilmiştir. Birleşmenin şekli dikkate alındığında "Birleşmeye Konu Olması Nedeniyle İşlem Sırası Kapanan Şirketler" kapsamında incelenmesi gerektiği düşünülebilir. Ancak MARS için birleşme işlemi sonrasında da kotasyon başvurusu yapılması zorunluluğu getirilmemiş, TTK'da yer bulan "Ayrılma Akçesi" yoluyla AFM'nin halka açık pay sahibi ortakları şirketten çıkarılmıştır. Borsa kotundan ve pazarlarından çıkan AFM bu yönüyle de birleşmeye konu olması nedeniyle işlem sırası kapanan şirketlerden ayrılmaktadır. Şirketin yönetim kontrol değişikliği sonrası borsa pazarlarından çıkması sebebiyle bu başlıkta incelenmesi daha uygun olacaktır.

† Zorunlu çağrı sonrası kontrol gruplarındaki değişimler (Kod, Önceki Pay-Sonraki Pay); ACIBD, %91.97-%97.33; YKSGR, %93.94 - %99.78; DENTA, %79.63- %98.34; AFMAS, % 89,01-%92,24; MUTLU; %75-%96,43.

Borsa İstanbul’da yaşanan gönüllü işleme kapanmalar incelendiğinde, özele geçiş işleminden ziyade şirketlerin kendi istekleri ile borsadan ayrıldığı görülmektedir. Bu kapsamda değerlendirilen 12 şirket, borsa kotundan çıkma başvurusu yapmadan önce herhangi bir yönetim kontrol değişikliğine uğramadıkları gibi birleşmeye de konu olmamışlardır. 2014 yılı sonrası kendi isteği ile borsadan ayrılan şirketlerin, 12/11/2014 tarihli ve II-27.2 sayılı “Ortaklıktan Çıkarma ve Satma Hakları Tebliği” kapsamında süreci takip ederek borsadan ayrıldıkları görülmektedir.

Kodu	Hisse Adı	İlk İşlem Tarihi	Kapanma Tarihi
YKFIN	YAPI KREDİ FİNANSAL KİRALAMA ANONİM ORTAKLIĞI	28.02.1994	23.07.2012
ACIBD	ACIBADEM SAĞLIK HİZMETLERİ VE TİCARET A.Ş.	15.06.2000	5.10.2012
YKBYO	YAPI KREDİ B TİPİ YATIRIM ORTAKLIĞI A.Ş.	23.10.1995	30.12.2013
BSHEV	BSH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	2.02.1990	26.02.2014
YKSGR	YAPI KREDİ SİGORTA A.Ş.	7.11.1994	4.04.2014
DENTA	DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT SANAYİ A.Ş.	8.06.2000	1.04.2014
AFMAS	AFM ULUSLARARASI FİLM PRODÜKSİYON TİC. VE SAN. A.Ş.	19.10.2004	4.04.2014
FNSYO	FİNANS YAT. ORT.	22.04.1996	10.11.2014
ARFYO	ALTERNATİF YAT.ORT.	02.09.1996	23.10.2014
MUTLU	MUTLU AKÜ	12.09.1994	23.03.2015
ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	26.06.1995	28.04.2015
TEBNK	TÜRK EKONOMİ BANKASI A.Ş.	28.02.2000	25.06.2015
ALNTF	ALTERNATİFBANK A.Ş.	03.07.1995	27.07.2015
TUDDF	TÜRK DEMİR DÖKÜM FABRİKALARI A.Ş.	06.01.1986	10.09.2015
UNICO	UNICO SİGORTA A.Ş.	20.06.1995	7.12.2015
BOYNR	BOYNER BÜYÜK MAĞAZACILIK A.Ş.	17.06.1996	7.03.2016
AKFEN	AKFEN HOLDİNG A.Ş.	14.05.2010	12.05.2016
UYUM	UYUM GIDA VE İHTİYAÇ MADDELERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	22.11.2010	3.11.2016
HZNDR	HAZNEDAR REFRAKTER SANAYİİ A.Ş.	11.12.1995	7.11.2016
ASCEL	ASİL ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.07.2012	19.02.2018

Kaynak:Borsa İstanbul

Çizelge 3.5. Gönüllü İşleme Kapanan Şirketlere Ait Bazı Bilgiler

Özele geçiş ve kendi isteğiyle borsadan ayrılan şirketler dışında, tasfiye olan üç yatırım ortaklığı* da gönüllü işleme kapanma kapsamında incelenmiştir. Şirketlerin geçmişe dönük haberleri ve mali tabloları incelendiğinde, başarısızlığa ya da birleşmeye dair bulgulara rastlanmadığından bu başlık altında gruplandırılması daha doğru bulunmuştur. SPK’nın “Önemli Nitelikteki İşlemlere İlişkin Ortak Esaslar ve Ayrılma Hakkı Tebliği” uyarınca (5. madde) tasfiye kararı önemli nitelikteki bir işlem olup, karar sonrası zorunlu pay alım teklifi yapılması gerekmektedir. Yapılan çağrı sonrasında, şirketler borsa pazarlarından ayrılmışlardır.

* Yapı Kredi B Tipi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Finans Yat. Ort., Alternatif Yat.Ort.

3.3.3. Zorunlu İşleme Kapanmaya Konu Olan Şirketler

Zorunlu işleme kapanma, borsada aranan şartların sağlanamaması üzerine, şirketin borsa pazarlarından çıkarılmasını ifade eder. Borsa pazarlarında işlem görürken, borsa pazarlarından çıkarılmasını gerektirecek durumların ortaya çıkması sebebiyle, Borsa Yönetim Kurulu tarafından borsa pazarlarından atılan şirketler bu başlık kapsamında incelenmiştir.

Kodu	Şirket Adı	İlk İşlem	Son İşlem	Kapanma Tarihi	Grup	Sermaye (TL)	Piyasa Değeri (TL)	Halka AÇ.O.
EMPAS	EMSAN PASLANMAZ ÇELİK SAN. TİC. A.Ş.	O 94	Ş 00	E 00	İflas	1.491.025	1.163.000	46
EMSAN	EMSAN BEŞYILDIZ ÇELİK SAN. TİC. A.Ş.	K 93	Ş 00	E 00	İflas	183.502	367.004	47
YABNK	TÜRKİYE TÜTÜNCÜLER BANKASI YAŞARBANK A.Ş.	E 90	A 99	N 01	TMSF	27.000.000	52.650.000	15
ESBNK	ESBANK ESKİŞEHİR BANKASI T.A.Ş.	H 91	A 99	N 01	TMSF	45.000.000	77.625.000	2
SVGSH	SEVGİ ÖZEL SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.	N 97	M 00	T 01	Başarısız	2.830.861	3.892.434	24
DEMİR	DEMİRBANK T.A.Ş.	T 90	A 00	E 01	TMSF	205.700.000	209.000.000	27
IHFİN	İHLAS FİNANS KURUMU A.Ş.	T 96	Ş 01	K 01	Tasfiye	0	8.600.000	37
INMDY	İNTERMEDYA YAYINCILIK A.Ş.	E 96	K 98	O 02	Başarısız	440.000	470.800	99
APEKS	APEKS DIŞ TİCARET	T 97	A 00	O 02	Başarısız	2.250.000	2.925.000	46
EMEK	EMEK SİGORTA A.Ş.	M 90	M 01	O 02	TMSF	5.938.765	2.731.832	33
TPBNK	TOPRAKBANK A.Ş.	H 98	K 01	O 02	TMSF	45.522.000	25.492.320	5
MDRNU	MUDURNU TAVUKÇULUK A.Ş.	M 96	M 01	M 02	İflas	3.300.000	1.485.000	37
SOKSA	SÖKSA SİNOP ÖRME VE KONFEKSİYON SAN. TİC. A.Ş.	M 90	H 99	A 02	Başarısız	486.000	476.280	91
KOYTS	KÖYTAŞ TEKSTİL SAN. TİC. A.Ş.	T 87	M 99	A 02	Başarısız	1.000.000	2.125.000	96
GUMUS	GÜMÜŞSUYU HALI VE YER KAPLAMALARI A.Ş.	Ş 97	N 01	A 02	Başarısız	11.250.000	2.025.000	41
AKTAS	AKTAŞ ELEKTRİK TİCARET A.Ş.	H 93	H 00	A 02	Başarısız	1.000.000	150.000.000	15
EGDIS	EGS EGE GİYİM SANAYİ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	T 96	T 01	A 02	TMSF	14.000.000	6.440.000	57
SEZGD	SEZGİNLER GIDA SAN. TİC. A.Ş.	M 00	K 02	K 02	Başarısız	4.820.000	11.086.000	20
KEPEZ	KEPEZ ELEKTRİK T.A.Ş.	A 86	H 03	H 03	TMSF	120.000	126.000.000	12
CUKEL	ÇUKUROVA ELEKTRİK A.Ş.	O 86	H 03	H 03	TMSF	500.000	527.500.000	17

Çizelge 3.6. Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlere Ait Bazı Bilgiler

Kodu	Şirket Adı	İlk İşlem	Son İşlem	Kapanma Tarihi	Grup	Sermaye (TL)	Piyasa Değeri (TL)	Halka AÇ.O.
METAS	METAŞ İZMİR METALURJİ FABRİKASI T.A.Ş.	O 86	T 03	E 03	TMSF	705.000	2.872.875	44
FACF	FACTO FİNANS ALACAK ALIMI A.Ş.	E 93	M 01	M 04	TMSF	1.500.000	780.000	43
IKTFN	İKTİSAT FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	A 89	M 01	M 04	TMSF	6.000.000	3.240.000	43
GORBN	GORBON İŞİL SERAMİK A.Ş.	E 87	K 02	A 04	Başarısız	288.000	604.800	44
KOTKS	KONİTEKS KONFEKSİYON ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	A 93	A 06	Ş 07	Başarısız	10.045.041	3.415.314	54
UNTAR	ÜNAL TARIM ÜRÜNLERİ İHRACAT VE SANAYİ A.Ş.	A 97	Ş 07	Ş 07	İflas	33.937.915	7.466.341	85
RAKSE	RAKS ELEKTRONİK SAN. TİC. A.Ş.	A 93	M 05	H 07	İflas	5.443.200	4.300.128	69
RKSEV	RAKS ELEKTRİKLİ EV ALETLERİ SAN. TİC. A.Ş.	A 94	M 05	H 07	İflas	300.000	1.710.000	51
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK SAN. TİC. A.Ş.	M 92	N 08	M 08	Başarısız	2.673.000	179.820	49
MEDYA	MEDYA HOLDİNG A.Ş.	H 92	E 00	K 08	TMSF	31.000.000	213.900.000	48
SAPAZ	SABAH PAZARLAMA A.Ş.	M 94	E 00	K 08	TMSF	5.000.000	19.250.000	49
SABAH	SABAH YAYINCILIK A.Ş.	M 90	E 00	K 08	TMSF	33.000.000	125.400.000	54
LIOYS	LİO YAĞ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	M 00	T 06	E 08	İflas	50.000.000	27.500.000	63
EGHOL	EGS HOLDİNG A.Ş.	M 00	T 01	K 08	TMSF	210.000.000	52.500.000	64
EGIYM	EGS EGESER GİYİM SANAYİİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	T 97	T 01	K 08	TMSF	5.775.000	2.656.500	54
ALFA	ALFA MENKUL DEĞERLER A.Ş.	E 98	Ş 03	K 08	TMSF	5.100.470	12.113.616	22
ARAT	ARAT TEKSTİL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	K 97	H 07	K 08	Başarısız	40.000.000	7.600.000	85
MEGES	MEGES BOYA SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	M 97	K 08	A 08	Tasfiye	15.642.900	10.324.314	35
EGFIN	EGS FİNANSAL KİRALAMA A.Ş.	E 00	T 01	K 10	TMSF	7.500	4.950.000	33
TUMTK	TÜMTEKS TEKSTİL SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	H 95	E 11	E 11	İflas	82.497.317	18.974.383	19
BYSAN	BOYASAN TEKSTİL SAN. TİC. A.Ş.	M 97	K 08	E 11	İflas	34.476.000	6.205.680	38
UKIM	UKİ ULUSLARARASI KONFEKSİYON İMALAT TİC. A.Ş..	O 96	T 07	M 12	İflas	8.316.000	13.721.400	25
UZEL	UZEL MAKİNA SANAYİİ A.Ş.	A 97	M 08	T 12	İflas	110.055.000	85.842.900	20
SIFAS	SİFAŞ SENTETİK İPLİK FABRİKALARI	O 86	Ş 99	A 12	TMSF	2.500.000	1.700.000	40

Çizelge 3.6. (devam) Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlere Ait Bazı Bilgiler

Kodu	Şirket Adı	İlk İşlem	Son İşlem	Kapanma Tarihi	Grup	Sermaye (TL)	Piyasa Değeri (TL)	Halka AÇ.O.
NERGS	NERGİS HOLDİNG	H 95	Ş 99	A 12	TMSF	5.000.000	9.250.000	24
POLYL	POLYLEN SENTETİK İPLİK SANAYİİ A.Ş.	O 86	Ş 99	A 12	TMSF	2.000.000	1.080.000	44
GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK SAN. TİC. A.Ş.	A 99	N 13	N 13	İflas	200.000.000	42.000.000	65
BERDN	BERDAN TEKSTİL SAN. TİC. A.Ş.	M 97	H 13	T 13	Başarısız	5.200.000	1.040.000	35
PRTAS	ÇBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SAN. TİC. A.Ş.	N 96	A 13	O 14	Başarısız	24.880.928	5.224.995	71
CBSBO	ÇBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	M 95	A 13	O 14	Başarısız	19.693.050	4.135.541	66
RANLO	RAN LOJİSTİK	K 09	A 13	T 14	Başarısız	20.000.000	2.200.000	93
EGYO	EGS GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	M 98	M 13	T 14	TMSF	50.000.000	14.000.000	66
ATAC	ATAÇ İNŞAAT	H 11	M 14	K 14	Başarısız	159.082.428	46.133.904	39
SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	Ş 00	Ş 15	Ş 15	İflas	44.000.000	41.360.000	26
ARTOG	AR TARIM ORGANİK GIDA A.Ş.	M 12	A 15	K 15	Başarısız	22.500.000	11.925.000	64
CLKHO	CLK HOLDİNG A.Ş.	H 11	A 14	K 15	Başarısız	26.250.000	12.337.500	99
ERICO	ERİCOM TELEKOMÜNİKASYON VE ENERJİ TEKNOLOJİLERİ A.Ş.	H 11	A 14	K 15	Başarısız	5.500.000	2.530.000	89
FVORI	FAVORİ DİNLENME YERLERİ A.Ş.	A 00	N 15	K 15	Başarısız	28.994.471	4.059.226	60
HİTİT	HİTİT HOLDİNG A.Ş.	M 12	M 15	K 15	Başarısız	20.000.000	60.800.000	20
LATEK	LATEK LOJİSTİK TİCARET A.Ş.	N 10	M 15	K 15	Başarısız	39.500.000	7.110.000	89
MANG O	MANGO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	M 10	T 15	K 15	Başarısız	38.568.870	4.628.264	92
ARBUL	ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.	N 14	Ş 16	M 16	Başarısız	27.000.000	10.800.000	52
PLASP	PLASPAK KİMYA SAN. TİC. A.Ş.	O 14	N 16	N 16	Başarısız	6.187.500	3.898.125	35
MRTG G	MERT GIDA GİYİM SAN. TİC. A.Ş.	A 05	M 16	M 16	Başarısız	17.000.000	6.120.000	83
ASYAB	ASYA KATILIM BANKASI A.Ş.	M 06	T 16	T 16	TMSF	900.000.000	783.000.000	51
VIAGO	VİA GAYRİMENKUL YATIRIM ORTAKLIĞI	M 16	T 16	T 16	Başarısız	90.000.000	1.116.000.000	25
TARAF	TARAF GAZETECİLİK SAN. TİC. A.Ş.	M 12	T 16	T 16	Başarısız	9.600.000	4.608.000	47
GNPW R	GENPOWER HOLDİNG A.Ş.	T 05	K 16	A 16	Başarısız	85.000.000	16.150.000	22

Çizelge 3.6. (devam) Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlere Ait Bazı Bilgiler

Kodu	Şirket Adı	İlk İşlem	Son İşlem	Kapanma Tarihi	Grup	Sermaye (TL)	Piyasa Değeri (TL)	Halka AÇ.O.
GEDİZ	GİMSAN GEDİZ İPLİK VE MENSUCAT SANAYİİ A.Ş.	Ş 96	K 16	A 16	Başarısız	7.200.000	3.456.000	99
FENİS	FENİŞ ALÜMİNYUM SAN. TİC. A.Ş.	E 90	K 16	A 16	Başarısız	50.447.572	12.107.417	28
KRATL	KARAKAŞ ATLANTİS KIYMETLİ MADENLER KUYUMCULUK TELEKOMÜNİKASYON SAN. TİC. A.Ş.	A 12	Ş 17	Ş 17	Başarısız	66.750.000	29.370.000	25
BAKAN	BAKANLAR MEDYA A.Ş.	H 13	M 17	M 17	Başarısız	3.365.000	4.340.850	20
MENBA	MENBA HOLDİNG A.Ş.	H 13	M 17	E 17	Başarısız	7.820.000	6.099.600	32
AKSEL	AKSEL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	A 11	A 17	Ş 18	Başarısız	8.000.000	4.400.000	88
ESEMS	ESEM SPOR GİYİM SAN. TİC. A.Ş.	H 95	N 18	N 18	Başarısız	13.315.500	6.391.440	74
TRNSK	TRANSTÜRK HOLDİNG A.Ş.	E 92	N 18	N 18	Başarısız	25.623.283	13.324.108	100
AKPAZ	AKYÜREK TÜKETİM ÜRÜNLERİ PAZ DAĞ. TİC. A.Ş.	H 13	M 18	M 18	Başarısız	46.086.740	6.913.011	34
DMISH	MİŞH DEKORASYON SAN. TİC. A.Ş.	H 98	M 18	M 18	Başarısız	22.727.083	4.318.146	91
ANELT	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SAN. TİC. A.Ş.	E 05	K 18	A 18	Başarısız	50.000.000	22.000.000	64

Çizelge 3.6. (devam) Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlere Ait Bazı Bilgiler

Borsa İstanbul'da zorunlu işleme kapanan 79 şirket tespit edilmiştir. Zorunlu olarak işleme kapanan şirketler TMSF (Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu), iflas-tasfiye ve diğer olmak üzere üç alt grupta incelenmiştir. Şirketlerin işlem kodu, adı, ilk işlem tarihi ve işleme kapanma tarihi Çizelge 3.6'da verilmiştir.

TMSF'nin el koyduğu bankalar ile bu bankalarla sermaye, yönetim ve denetim ile fon hareketi bakımından doğrudan ve dolaylı ilişkisi bulunduğu tespit edilen şirketler, TMSF grubunda incelenmiştir. Şirket haberlerinden yararlanılarak, 5'i banka olmak üzere 23 şirketin TMSF'ye devredildiği anlaşılmıştır.* Bu şirketlerden bazıları başarısızken, bazıları ise faaliyetlerinde başarılı olmalarına rağmen sermaye, yönetim,

* TMSF grubundan incelenen şirketlerin kodları; YABNK, ESBNK, DEMİR, EMEK, TPBNK, EGDİS, METAS, FACF, IKTFN, MEDYA, SAPAZ, SABAH, EGHOL, EGIYM, EGYO, ASYAB, CUKEL, KEPEZ, ALFA, NERGS, EGFİN, SIFAS, POLYL.

denetim ve fon hareketi bakımından ilişkisi bulunduğu şirketler sebebiyle TMSF'deki yapılandırma sürecine dahil edilmişlerdir.*

Başarısızlığını çözümleyemeyen şirketler, iflas ya da tasfiye durumunda borsa pazarlarından da çıkarılmaktadır. İflas ve tasfiye alt grubu kapsamına 15 şirket alınmıştır.† Bu şirketlerden 13'ü iflas ederken, 2'si tasfiye olmuştur.

Zorunlu olarak borsa pazarlarından çıkarılan ancak iflas etmeyen, tasfiyesi olmayan ya da TMSF'ye devredilen bankalarla ilişkisi bulunmayan 41 şirket ise “diğer” alt grubunda değerlendirilmiştir. Bu şirketlerin mali tabloları ve haber arşivleri incelendiğinde, çeşitli haciz veya iflas davalarına konu olma, teknik likidite kaybı, borca batıklık durumu, kar elde edememe gibi başarısızlık halleri gözlenmiştir.

3.4. Borsa İstanbul'da Gerçekleşen İşleme Kapanma Yaptırımları

Borsa İstanbul'da 133 şirkete ait hisse senetlerinin işlem sıralarının kapandığı görülmektedir. Bu şirketlerden 34 şirket birleşmeye konu olurken, 20 şirket gönüllü olarak borsadan ayrılmıştır. 79 şirket ise borsa pazarlarından atılmıştır. Birleşmeye konu olan şirketlerin işlem sırasının kapanması, ekseriyetle Borsa Kotasyon Yönetmeliği'nin 16. maddesinin (g) ve (p) bendleri‡, 24. maddenin (f) bendi§ ile Borsa Kotasyon Yönergesi'nin 23. maddesinin 1. fıkrasının (ç) bendi uyarınca gerçekleşmiştir. Gönüllü işleme kapanmaların ise SPK tebliğleri kapsamında gerçekleştirildiği söylenebilir.** Diğer taraftan borsa pazarlarından atılan hisselerin, farklı bendlere atıf yapılarak işlem sıraları kapatılmıştır.

2000-2018 döneminde borsada kotta kalma şartlarını sağlayamayan başarısız 79 şirket, borsa yönetim kurulu tarafından yaptırım uygulanarak, borsa pazarlarından

* TMSF'ye devredilen bankalarla ilişkisi tespit edilen ancak yeniden yapılandırma (birleşme ve satın almaya konu olan) sonrası borsa pazarlarında işlem görmeye devam eden şirketler çalışma kapsamına alınmamıştır. İşleme kapanan şirketlerin tespitinde Borsa İstanbul tarafından duyurulan ve EK-4'de paylaşılan “İşlem Sırası Kapanan Şirketler” listesi referans alınmıştır.

† İflas ve tasfiye grubunda incelenen şirketlerin kodları; EMPAS, EMSAN, IHFIN, MDRNU, UNTAR, RAKSE, RKSEV, LIOYS, MEGES, TUMTK, BYSAN, UKIM, UZEL, GOLDS, SKPLC.

‡ 2004 yılı öncesindeki birleşme ve satın almalar, 13/3/1995 tarihli ve 22226 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği uyarınca yapılmıştır.

§ 2004-2015 dönemindeki birleşme ve satın almalar, 24/6/2004 tarihli ve 22502 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği uyarınca yapılmıştır.

** Kotasyon Yönetmeliği 17. madde (2004 yılı öncesi), 25. madde (2004-2015 yılları) ile Kotasyon Yönergesi 27. Maddeleri (2015 yılı ve sonrası), kendi istekleri ile menkul kıymetlerin borsa kotundan çıkarılması durumuna ilişkindir.

atılmıştır. Borsa Yönetim Kurulu, aldığı yaptırım kararlarını, düzenlemelerde belirtilen “Borsa Kotundan Çıkarma Şartları veya Çıkarmayı Gerektiren Durumları” dikkate alarak gerekçelendirmektedir. Yönetim kurulu kararlarında belirtilen bu gerekçeler kullanılarak, şirketlerin hangi kriterleri sağlayamadığı için borsa pazarlarından atıldığı analiz edilebilir. Analiz sonucunda elde edilen bulgular işleme kapanmalar hakkında önemli bilgiler sağlayacağı gibi, diğer borsalar için elde edilen sonuçlarla (Macey vd., 2008; Harris vd.,2008) da karşılaştırılabilir. Analizin gerçekleştirilmesi için öncelikle, 2000-2018 dönemindeki işleme kapanmaların hukuki dayanağını oluşturan üç ayrı düzenlemenin gerekçeleri tekrar sınıflandırılmıştır. Düzenlemelerdeki benzer gerekçeler aynı grupta toplanarak Çizelge 3.7 elde edilmiştir.

2000-2018 dönemindeki işleme kapanmaların hukuki dayanağını oluşturan üç ayrı düzenlemede yer alan şartlar Çizelge 3.7’de görülebilir. Bir şirketin işlem sırasının kapatılması için söz konusu koşullardan birini sağlayamaması (birinin ortaya çıkması) yeterlidir. Ancak genellikle zorunlu işleme kapanmaların şirketlerin birden fazla koşulu sağlayamadığı görülmüştür (Şekil 3.2).

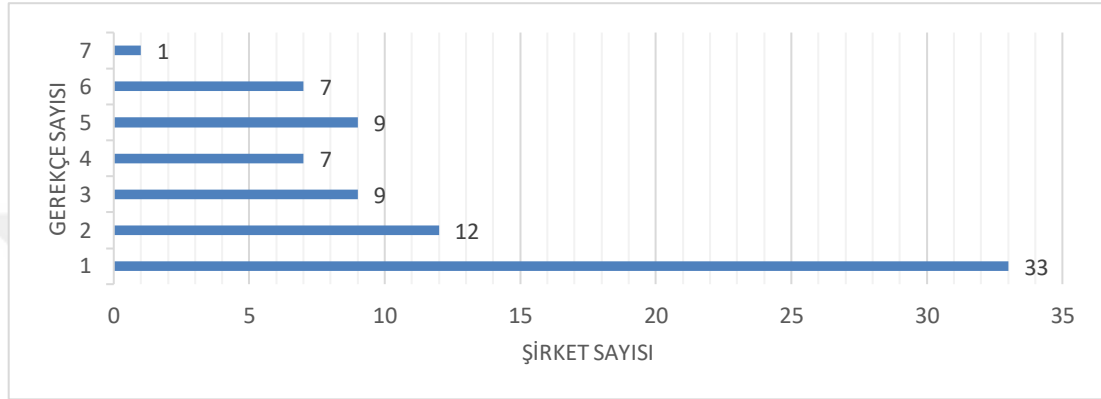
2000-2018 döneminde borsa pazarlarından atılan 78 şirkete* ilişkin haberler incelenerek, Çizelge 3.7’nin son sütununda verilen gerekçe sayıları bulunmuştur. Gerekçe sayısının hesaplanmasında, şirketin sürekli olarak işlem görmekten men edildiği kararın duyurusunda belirtilen bendler dikkate alınmıştır. Örneğin, borsa yönetim kurulu 38 hissenin işlem sırasını kapatırken, “Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerinin yerine getirilmemesi”ni gerekçe göstermiş ve ilgili bentlere atıfta bulunmuştur. † 2000-2018 dönemindeki 78 şirketin işleme kapanma kararı duyurusunda, toplamda 206 gerekçeye dayandırılmıştır.

Şirket bazlı düşünüldüğünde, bir şirketin kaç şartı (bentte belirten durumu) sağlayamadığı için işleme kapandığını bulmak için Şekil 3.2 oluşturulmuştur. Borsa Yönetim Kurulu, işlem sıralarını kapatma kararı alırken ortalama 3 gerekçe belirtmiştir. Yalnızca bir şirketin yedi şartı sağlamaması sebebiyle işlem sırası kapatılırken, 33 şirket ise sadece bir gerekçe gösterilerek borsa pazarları dışına

* TARAF, KHK ile kapandığı için kapsam dışında tutulmuştur. Bendin açıkça belirtilmediği diğer şirketlerde (UNTAR, ABANA, PRTAS, CBSBO, ERICO, FVORI, HITIT, LATEK, MANGO, ARBUL, PLASP, VIAGO) ise kararda belirtilen durumlar, düzenlemelerdeki bentlerle eşleştirilmiştir.

† İlgili bendler düzenlemelere göre 1995 yılı, (d) bendi; 2004 yılı, (c) bendi; 2015, (a) bendi.

itilmiştir. 7 şartı sağlayamadığı için borsa pazarlarından atılan tek şirket, Sabah Yayıncılık A.Ş.'dir. Borsa İstanbul Yönetim Kurulu, Sabah Yayıncılık A.Ş.'nin mali tablolarını göndermemesi, gayrifaal durumda olması, borsa ücretini ödememesi, bağımsız denetçinin görüş bildirmekten kaçınması nedenleriyle Kotasyon Yönetmeliği'nin (2004) 24. maddesinin (b), (c), (d), (e), (h), (i) ve (k) bentleri gereğince hisse senetlerini sürekli olarak işlem görmekten men etmiştir.



Şekil 3.2. Gerekçe Sayılarına Göre İşleme Kapanmalar

2000-2018 döneminde, yalnızca bir gerekçe gösterilerek borsa pazarları dışına atılan 33 şirketin durumu ayrıca ele alınmıştır. Bunlar içerisinde 20 şirketin, faaliyetlerine uzun bir süre ara vermiş olduğu ya da iflas, tasfiye gibi nedenlerle faaliyetlerinin sona erdiği görülmektedir. Dört şirket, iflas ve tasfiye de dahil olmak üzere yeniden yapılandırılmak için TMSF'ye devredilmesi sonrası TMSF'nin isteği üzerine kottan çıkarılmıştır.

Grup	1995 Yılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği (Madde 16)	2004 Yılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği (Madde 24)	Borsa İstanbul Kotasyon Yönergesi (Madde 23)	Atıf
Hisse senetlerinin nominal tutarının ödenmiş sermayesine eşit olmaması	a) Hisse senetlerinin nominal tutarının ödenmiş sermayesine eşit olmaması			0
Dönem zararı ve birikmiş zararlar toplamının, öz sermayenindiger kalemlerinin toplamına ulaşmış olması,	b) Ortaklığın en son bilançosunda yeralan dönem zararı ve birikmiş zararlar toplamının özkaynaklar toplamına ulaşmış olması,	a) Dönem zararı ve birikmiş zararlar toplamının, öz sermayenin diğer kalemlerinin toplamına ulaşmış olması,		4
Kamuyu aydınlatma kuralları ve diğer düzenlemelere uyulacağına ilişkin şekli ve içeriği Borsa tarafından belirlenen beyan yazısına uyulmaması	c) Borsa Başkanlığı'na verilen, beyan yazısına uyulmaması,	b) Bu Yönetmeliğin 9 uncu maddesinin birinci fıkrasının (p) bendinde belirtilen beyan yazısına uyulmaması,		20
Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirilmemesi	d) Kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmemesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgenin derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere yazılı olarak Borsa'ya bildirilmemesi ve benzeri konularla ilgili olarak getirilen düzenlemelere uyulmaması,	c) Kamunun aydınlatılması düzenlemeleri çerçevesinde Kamuyu Aydınlatma Platformuna bilgi, belge ve açıklama gönderilmesine ilişkin usul ve esaslara uyulmaması, özel durum açıklaması yapılmasının gerekli olduğu durumlarda kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine aykırı olarak Kamuyu Aydınlatma Platformu'na bilgi, belge ve açıklama gönderilmemesi,	a) Ortaklığın kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmediğinin tespit edilmesi,	38
Borsa yönetimince yapılacak düzenlemelere ve ilgili mevzuata uyulmaması,	e) Borsa yönetimince yapılacak düzenlemelere ve ilgili mevzuata uyulmaması,	d) Borsa yönetimince yapılacak düzenlemelere ve ilgili mevzuata uyulmaması,	b) Borsa tarafından yapılacak düzenlemelere ve alınacak kararlara uyulmaması, Borsaca istenecek bilgilerin verilmemesi, eksik veya gerçeğe aykırı bilgi ve belge verilmesi,	23
Uzun bir süre faaliyetlerinin durdurulmuş olması,	f) Ortaklığın iflasına karar verilmiş olması veya Borsa Yönetimi'nce geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle faaliyetlerinin 3 aydan uzun bir süre için durdurulmuş olması,	e) Ortaklığın Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle faaliyetlerinin 3 aydan uzun bir süre için durdurulmuş olması	c) Ortaklığın Borsa tarafından geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle 1 yıldan uzun bir süre faaliyetlerinin durdurulmuş olması,	36
İflas, tasfiye	g) Ortaklığın, tasfiye veya süre dolma gibi herhangi bir nedenle sona ermesi,	f) Ortaklığın iflasına karar verilmiş olması ya da tasfiye veya süre dolma gibi herhangi bir nedenle sona ermesi,	ç) Ortaklığın iflasına karar verilmiş olması ya da herhangi bir nedenle tüzel kişiliğinin sona ermesi veya genel kurulda alınan tasfiye kararının tescil edilmesi,	11

Çizelge 3.7. Kottan Çıkarma Şartları

Grup	1995 Yılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği (Madde 16)	2004 Yılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği (Madde 24)	Borsa İstanbul Kotasyon Yönergesi (Madde 23)	Atıf
Borçlarını ödenmesinde zorlanması, finansman sıkıntısı çekmesi	h) Ortaklığın, borçlarını ödemekte güçlük içerisine girmiş veya finansman sıkıntısına düşmüş ya da konkordato mühleti talep etmiş olması,	g) Ortaklığın, borçlarını ödemekte güçlük içerisine girmiş veya finansman sıkıntısına düşmüş ya da konkordato mühleti talep etmiş olması,	d) Ortaklığın faaliyetlerini devam ettiremeyecek seviyede finansman sıkıntısına düşmüş olması,	17
Borsa ücretini ödememesi	ı) Ortaklığın Borsa'ya ödemekle yükümlü olduğu ücretleri ödememesi, ya da aleyhine yapılan icra takibinin sonuçsuz kalması,	h) Ortaklığın Borsaya ödemekle yükümlü olduğu ücretleri ödememesi ya da aleyhine yapılan icra takibinin sonuçsuz kalması,	e) Ortaklığın Borsaya ödemekle yükümlü olduğu ücretlerin tamamını son ödeme tarihinden itibaren 1 yıl içinde ödememesi,	21
Aktiflerinde ipotek, rehin ve teminat olması	i) Aktifleri üzerindeki ipotek, rehin ve teminatların Borsa Yönetimi'nce belirlenen azami miktarın üzerinde olması,			0
Faaliyetini sürdürebilmesi için gerekli izinin ortadan kalkması	j) Ortaklığın esas faaliyetini sürdürebilmesi için gerekli izin, lisans, yetki belgesi iptal edilmesi veya ortadan kalkması, ya da ortaklık aleyhine faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyebilecek dava açılması,	i) Ortaklığın esas faaliyetini sürdürebilmesi için gerekli izin, lisans, yetki belgesinin iptal edilmesi veya ortadan kalkması,		8
Kota alınmasına esas teşkil eden yasal gerekçelerin ortadan kalkması	k) Kotasyon şartlarını taşımamakla beraber, çeşitli yasal nedenlerle Borsa kotuna alınmış olan menkul kıymetlerin, kota alınmasına esas teşkil eden yasal gerekçelerin ortadan kalkması,			0
Öz sermayesinin büyük kısmını ya da tamamını yitirmesi	l) Ortaklığın, sermayesinin 2/3'ünü yitirmesi,	j) Türk Ticaret Kanunu kapsamında ortaklığın, aktiflerinin satış fiyatları esas olmak üzere düzenlenen ara bilançosuna göre sermayesinin 2/3'ünü yitirmesi,	f) KAP'ta yayımlanan son yıllık bilançosunda, toplam öz sermaye/sermaye oranı dikkate alındığında öz sermayesi negatif olan ortaklıklardan, varsa sermaye artırımı/azaltımı ile ilgili sürecin saklı kalması kaydıyla, toplam öz sermaye/sermaye oranı üzerinden yapılacak hesaplamalara ilave olarak, ihraççılar tarafından talebe bağlı olarak aktiflerin rayiç değerlerle yeniden değerlendirilmesinin yapılması durumunda da toplam öz sermaye/sermaye oranının yukarıda belirtilen eşik altında kalmaya devam etmesi,	11

Çizelge 3.7. (devam) Kottan Çıkarma Şartları

Grup	1995 Yılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği (Madde 16)	2004 Yılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği (Madde 24)	Borsa İstanbul Kotasyon Yönergesi (Madde 23)	Atıf
Bağımsız denetçinin olumsuz görüşü	m) Borsa'ya sunulan son iki döneme ait bağımsız denetim raporunun (sınırlı, sürekli, özel) olumsuz görüş içermesi,	k) Borsaya sunulan ara dönemler de dahil olmak üzere son iki döneme ait bağımsız denetim raporunun (sınırlı, sürekli, özel) olumsuz görüş içermesi veya görüş bildirmekten kaçınılması,	g) KAP'ta yayımlanan son üç yıllık bağımsız denetim raporlarının olumsuz görüş içermesi veya bağımsız denetçinin söz konusu raporlarda görüş bildirmekten kaçınması,	6
Faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyecek gelişmelerin yaşanması,	n) Her türlü yangın, doğal afetler, harp hali, terör faaliyetleri, üretim faktörlerinin 2/3'ünün faaliyetten çıkması ve benzeri nedenlerle ortaklık faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyecek gelişmelerin yaşanması,	l) Her türlü yangın, doğal afetler, harp hali, terör faaliyetleri ve diğer nedenlerle üretim faktörlerinin 2/3'ünün faaliyetten çıkması ve/veya benzeri nedenlerle ortaklık faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyecek gelişmelerin yaşanması,		0
Öncelikle Borsa'ya verilmesi gereken bilgi ve belgeleri, Borsa'ya vermeden önce Borsa dışındaki üçüncü kişilere verilmesi	o) Ortaklığı temsile yetkili kişilerin veya ortaklık yönetiminde söz sahibi kişilerin, öncelikle Borsa'ya verilmesi gereken bilgi ve belgeleri, Borsa'ya vermeden önce Borsa dışındaki üçüncü kişilere, basın-yayın kuruluşlarına ve diğer kişi, kurum veya kuruluşlara vermiş olması,	m) Ortaklığı temsile yetkili kişilerin veya ortaklık yönetiminde söz sahibi kişilerin, öncelikle Borsaya verilmesi gereken bilgi ve belgeleri, Borsaya vermeden önce Borsa dışındaki üçüncü kişilere, basın-yayın kuruluşlarına ve diğer kişi, kurum veya kuruluşlara vermiş olması,		0
Borçlanma araçlarının yükümlülüklerini yerine getirememesi	ö) Borsa kotunda bulunan borçlanma senetlerinin itfa edilmesi ya da bakiyesinin talep edilmemiş kıymetlerden oluşması, ortaklığın vadesi dolan borçlanma senetlerini ödeyememesi ya da faizlerini zamanında ödeyememesi veya borçlanma senedi sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olabilecek işlemler yapması,	n) Borçlanma araçları Borsada işlem gören ortaklığın borçlanma araçlarına yönelik ödeme veya diğer taahhüt ya da yükümlülüklerini yerine getirememesi, borçlanma aracı sahiplerinin haklarını kullanmalarına engel olabilecek işlem ya da eylemler yapması,		0
Piyasa değeri ve işlem hacmindeki aşırı düşüş	p) Menkul kıymetin piyasa değerinin, nominal değerinin çok altına düşmesi veya işlem hacmi yada işlem sıklığının genel ortalamaların çok altına inmesi "veya işlem görmesinin sürekli ya da geçici olarak durdurulması,	o) Menkul kıymetin piyasa değerinin, nominal değerinin çok altına düşmesi veya halka açık paylarının piyasa değeri, işlem hacmi ya da işlem sıklığının genel ortalamaların çok altına inmesi veya işlem görmesinin sürekli ya da geçici olarak durdurulması		0

Çizelge 3.7. (devam) Kottan Çıkarma Şartları

Grup	1995 Yılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği (Madde 16)	2004 Yılı İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kotasyon Yönetmeliği (Madde 24)	Borsa İstanbul Kotasyon Yönergesi (Madde 23)	Atıf
Borsa görevlilerinin görevlerini yapmalarının engellenmesi.	r) Borsa'ca veya Borsa tarafından görevlendirilenlerce istenecek bilgilerin verilmemesi veya eksik veya gerçeğe aykırı bilgi ve/veya belge verilmesi, defter ve belgelerin bu görevlilere ibraz edilmemesi, saklanması, yok edilmesi veya Borsa görevlilerinin görevlerini yapmalarının engellenmesi.	p) Borsaca veya Borsa tarafından görevlendirilenlerce istenecek bilgilerin verilmemesi veya eksik veya gerçeğe aykırı bilgi ve/veya belge verilmesi, defter ve belgelerin bu görevlilere ibraz edilmemesi, saklanması, yok edilmesi veya Borsa görevlilerinin görevlerini yapmalarının engellenmesi.		6
İlişkili taraflardan olan ticari olmayan alacaklarının toplam aktiflere oranının %50'yi aşması			ğ) KAP'ta yayımlanan son üç yıllık bilançosunda, ilişkili taraflardan olan ticari olmayan alacaklarının toplam aktiflere oranının %50'yi aştığının tespit edilmesi,	1
GİP'de piyasa danışmanı ile çalışılmaması			h) Payları GİP'te işlem gören ortaklığın bir piyasa danışmanı ile anlaşmasının sona ermesinden itibaren dört ay içinde yeni bir piyasa danışmanı ile anlaşma imzalamaması,	0
Kendi İsteği ile	Madde 17: Kendi İsteği İle Menkul Kıymetlerin Borsa Kotundan Çıkarılması	Madde 25: Kendi İsteği İle Menkul Kıymetlerin Borsa Kotundan Çıkarılması	Madde 27: Kendi isteğiyle Borsa kotundan çıkma	4
TOPLAM				206

Çizelge 3.7. (devam) Kottan Çıkarma Şartları

Geriye kalan dört şirketin ise faaliyetlerine devam etmesi için gerekli olan yetkilerinin ya da lisanslarının ortadan kalkması sebebiyle işlem sıraları kapatılmıştır. Dolayısıyla bir gerekçe gösterilerek işlem sırası kapanan 33 şirketten 28'nin, sona erdiği ya da ana faaliyetini yürütemediği görülmektedir. Diğer 5 şirketten ikisi kamu aydınlatma yükümlülüklerini sağlayamazken, ikisi özsermayesinin büyük kısmını ya da tamamını yitirmiştir. Kalan bir şirket ise, borçlarını ödeyemediği ve faaliyetlerine devam edemeyecek seviyede finansman sıkıntısı çektiği için işlem sırası kapatılmıştır.

Grup / Düzenlemenin Yayımlandığı Yıl	Düzenleme ve Bendi			Gerekçe Sayısı	Gerekçe Yüzdesi
	1995	2004	2015		
<i>Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmemesi</i>	c, d	b, c	a	58	%28
<i>İşletmenin uzun bir süre ya da büyük ölçüde faaliyetlerini durdurmuş olması</i>	f*, j	e, i	c	41	%20
<i>Borsa yönetiminde yapılacak düzenlemelere ve ilgili mevzuata uyulmaması, istenecek bilgilerin verilmemesi.</i>	e, r	d, p	b	28	%14
<i>Borsa ücretini ödememesi</i>	I	h	e	21	%10
<i>İflas, tasfiye**</i>	f*, g,	f,	ç,	18	%9
<i>Borçlarını ödenmesinde zorlanması, finansman sıkıntısı çekmesi</i>	h	g	d	17	%8
<i>Öz sermayesinin büyük kısmını ya da tamamını yitirmesi</i>	b, l	a, j	f	16	%8
<i>Bağımsız denetçinin olumsuz görüşü</i>	m	k	g	6	%3
<i>İlişkili taraflardan olan ticari olmayan alacaklarının toplam aktiflere oranının %50'yi aşması</i>	-	-	ğ	1	%0
<i>GİP'de piyasa danışmanı ile çalışılmaması</i>	-	-	h	0	%0
TOPLAM				206	%100
*: 1995 yılında yayımlanan Kotasyon Yönetmeliği f maddesi hem iflasları hem de faaliyetin durdurulmuş olmasını kapsamaktadır. (f) bendi uyarınca işleme kapanan 13 şirketten, üçü (EMSAN, EMPAS, MDRNU) iflas etmiştir. ** : Yeniden yapılandırılmak üzere TMSF'ye devredilen 4 bankanın adına TMSF kottan çıkma başvurusu yapmıştır ancak iflas ve tasfiye grubunda sınıflandırılmıştır.					

Çizelge 3.8. Borsa İstanbul'da Gerçekleşen İşleme Kapanma Yaptırımları

İşleme kapanmaya ilişkin, 2000-2018 döneminde uygulanan üç ayrı düzenleme, toplu bir şekilde Çizelge 3.7’de derlenmiş ve benzer gerekçeler aynı gruplarda toplanmıştır. 2015 yılında onaylanan Borsa İstanbul Kotasyon Yönergesi’nde belirtilen kottan çıkarma şartları ve bendler dikkate alınarak yeni bir sınıflandırılma yapılmış ve Çizelge 3.8’de paylaşılmıştır.

Çizelge 3.8 incelendiğinde, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri, şirketlerin karşılamakta en fazla zorlandığı yükümlülük olarak dikkat çekmektedir. İşleme kapanan 78 şirketin 58’i, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirememiştir. 41 şirket ise, uzun bir süre boyunca faaliyetlerine devam etmedikleri için işlem sıraları kapatılmıştır. Şirketler, “Borsa yönetimince yapılacak düzenlemelere ve ilgili mevzuata uyulmaması, istenecek bilgilerin verilmemesi” gerekçe gösterilerek de sıklıkla borsa pazarlarından atılmışlardır.

Yapılan analiz sonucunda 58 şirketin, kamu aydınlatma yükümlülüğüne uymadığı görülmüştür. Ancak “yalnızca” kamu aydınlatma yükümlülüğüne uymadığı için işlem sırası kapanan şirket sayısı ikidir. Dolayısıyla, kamu aydınlatma yükümlülüğüne uyulmamasının, işleme kapanmalar için ana bir gerekçe olmadığı açıktır. Bir gerekçe gösterilerek işlem sırası kapanan 33 şirketten 28’nin, ya sona erdiği ya da ana faaliyetini yürütemediği görülmektedir. Benzer şekilde 78 şirketten 59’u ya faaliyetlerine uzun bir süre ara vermiş ya da sona ermiştir (Çizelge 3.8)*. Bu tablo, Borsa İstanbul Yönetim Kurulu’nun işleme kapanma kararı için son ana kadar beklediğini, şirketlere fırsat verdiğini ve sadece başarısızlığı “kesinleşmiş” olanları borsa pazarları dışına attığını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, uygulanan işleme kapanma politikası sebebiyle, Borsa İstanbul pazarları bünyesinde birçok başarısız firmanın bulunmasına izin verilmektedir. Başarılı firmaların yanı sıra başarısız firmaların da işlem görmesi, borsa pazarlarındaki “limon probleminin”† varlığının bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Bu, borsanın imajına, kalitesine zarar verebileceği gibi küçük yatırımcının korunması açısından da istenmeyen bir durumdur.

* Bir şirketin faaliyeti ya devam eder ya da sona ermiştir. Her ikisi birden olamayacağından iki durum birbirinden bağımsız iki olay şeklinde ele alınabilir.

† George A. Akerlof (1970)’un makalesinde kullanılan ve ters seçim problemi olarak ifade edilen “limon problemi”, başarısız şirketlerin daha az maliyetle fona ulaşabilmek için bazı olumsuz yönlerini saklanması sebebiyle fon arz edenlerin borç verme konusunda oldukça isteksiz davranmalarına ve daha yüksek getiri talep edebileceğini öne sürmektedir. Bu durumda başarılı şirketler, diğerlerinden ayıramaz ve yatırımcılar şirketi “limon” olarak görür.

Borsa İstanbul kapsamında gerçekleşen işleme kapanmalar hakkında daha fazla bilgi sağlaması amacıyla, Çizelge 3.8'deki sonuçlar, Nasdaq için hazırlanan benzer bir tablo ile karşılaştırılmıştır. Harris ve diğerleri (2008), 1999-2002 arasında Nasdaq'da gerçekleşen 1098 zorunlu işleme kapanmayı incelemiş, belirtilen gerekçeleri (nedenleri) Çizelge 3.9'daki gibi sınıflandırmışlardır. Çizelge 3.9 incelendiğinde, Nasdaq'da gerçekleşen işleme kapanmaların %70'inin halka arzda aranan kriterlerle ilişkili olduğu görülmektedir. Borsa İstanbul'daki mevcut düzenlemelere bakıldığında ise, işlem görmek için aranan 5 değişkenden (piyasa değeri, halka açık piyasa değeri, net kar, halka açıklık oranı, özsermaye/sermaye oranı) sadece özsermayeye ilişkin bir kriter mevcuttur.

	Gerekçe Sayısı	Gerekçe (%)
<i>İflas ve Tasfiye</i>	153	% 9,21
<i>Yönetime İlişkin Nedenler</i>	407	% 24,49
<i>Bildirimler</i>	126	
<i>Kamu Çıkarı</i>	104	
<i>Genel Kurul</i>	233	
<i>Temsile İlişkin</i>	26	
<i>Bağımsız Yöneticiler</i>	13	
<i>Kamuyu Aydınlatma</i>	3	
<i>Temel Halka Arza İlişkin Nedenler</i>	432	% 26,00
<i>Piyasa Değerinin eşik değerden düşük olması</i>	349	
<i>Net maddi varlıkların eşik değerden düşük olması</i>	349	
<i>Satışların eşik değerden düşük olması</i>	170	
<i>Net karın eşik değerden düşük olması</i>	218	
<i>Ortak sayısının eşik değerden düşük olması</i>	4	
<i>Piyasaya yapımcıların yetersizliği</i>	6	
<i>Diğer Halka Arza İlişkin Nedenleri</i>	670	% 40,31
<i>Hisse Fiyatının 1 \$ düşük olması</i>	520	
<i>Halka açık değerinin eşik değerden düşük olması</i>	182	
<i>Nasdaq'a ilişkin nedenler (ücret, vb.)</i>	123	

Kaynak: (Harris vd., 2008:29).

Çizelge 3.9. Nasdaq'da Gerçekleşen İşleme Kapanma Yaptırımları

Karşılaştırma yapıldığında dikkat çeken diğer bir husus ise Nasdaq; piyasa değeri, net aktif büyüklük, net kar başta olmak üzere mali bünyenin kalitesini ölçen birçok değişkeni dikkate alarak işleme kapanma sürecini yönetmektedir. Borsa İstanbul'da işleme kapanma gerekçelerine bakıldığında ise mali bünyenin kalitesini

belirten kriterlerden ziyade iflas kurumuyla alakalı olan değişkenler (şirketin faaliyetini durdurmuş olması, iflas, tasfiye, ödeme aczi) öne çıkmaktadır. İşlem gören şirketlerin yaptığı satışlara, yarattığı nakit akışlarına veya elde ettiği net kara ilişkin hiçbir kriter şu ana kadar düzenlemelerde yer almamıştır. Şirketin piyasa değeri, hisse senedi fiyatı ya da işlem hacmi gibi temel göstergelerdeki düşüş sebebiyle hiçbir şirketin işlem sırası kapatılmamıştır. Hatta son yönergede, hisse senedi fiyatı ve işlem hacmine ilişkin kriterler kaldırılmıştır.

Borsa İstanbul'un uyguladığı işleme kapanma politikalarındaki belirsizlik yatırım ortamına zarar verebilir. Geciken işleme kapanma kararının yarattığı külfetlerin kime, ne kadar yansıtacağı da ayrı bir problem olarak ele alınmalıdır. Gerekli durumlarda işleme kapanmaya yönelik gereken yaptırımın geciktirilmeden tutarlı ve şeffaf bir şekilde gerçekleştirilmesi, yatırım ortamını olumlu etkiler, borsanın gelişimine katkı sağlar (Serrano, 2013).

3.5. Yakın İzleme Pazarı ve İşleme Kapanma

İMKB Yönetim Kurulu'nun 26.11.1996 tarihli toplantısında alınan karar ile kurulan Gözaltı Pazarı'nın ismi, 30.11.2015 tarihinde yürürlüğe giren Borsa Kotasyon Yönergesi ile birlikte "Yakın İzleme Pazarı" olarak değiştirilmiştir. Yakın İzleme Pazarı'nın kuruluş amacı, belirli koşulların ortaya çıkması nedeniyle şirketlerin izleme ve inceleme kapsamına alınması durumlarında, borsa bünyesinde işlem görebilecekleri organize bir pazar oluşturulmasıdır.

1996 yılında İMKB tarafından yayımlanan 63 No.'lu Genelgenin ekinde yer alan Gözaltı Pazarı Kuruluş ve Çalışma Esaslarının "İşlem Görecek Hisse Senetleri" başlıklı 3'üncü maddesinde, hisse senetlerinin Yakın İzleme Pazarı'na alınabileceği durumlar;

- i) Şirketin kamu aydınlatma yükümlülüklerine uymaması,
- ii) Hisse senedi işlemlerine ilişkin olağan dışı durumların ortaya çıkması,
- iii) Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan geçici ya da sürekli çıkarılması sonucunu doğurabilecek gelişmelerin oluşması nedeniyle şirketin izleme ve inceleme kapsamına alınması

olarak belirtilmiştir. (iii) nolu durum, işleme kapanmanın olumsuz sonuçlarından kamunun ve küçük yatırımcının korunmasında Yakın İzleme Pazarı'nın önemini ortaya koymaktadır. Yakın İzleme Pazarı ile işlem sırası kapanabilecek şirketlerin sürekli gözetim, denetim ve izleme ortamında yatırımcılarına devamlı ve zamanında bilgilendirilmesi sağlanırken; diğer taraftan yatırımcılara da elindeki hisseleri satabilmesi için borsa bünyesinde likidite olanağı sunulmaktadır.

Kuruluş yılından itibaren Yakın İzleme Pazarı'nda işlem gören şirket sayısı ile Yakın İzleme Pazarı'nda işlem gören şirket sayısının, Borsa İstanbul'da işlem gören toplam hisse sayısına bölünmesiyle elde edilen oran Şekil 3.3'de verilmiştir. Son beş yılda Borsa İstanbul'da işlem gören hisselerin yaklaşık %7'si Yakın İzleme Pazarı'nda bulunmaktadır. Yakın İzleme Pazarı'nda işlem gören hisse senedi sayısı 2016 yılında en tepe noktasına ulaşmıştır. 2016 yılında 36 şirket Yakın İzleme Pazarı'nda işlem görürken, toplam hisse senedi sayısına oranı %9'dur.



Şekil 3.3. Yıllar İtibariyle Yakın İzleme Pazarı'nda İşlem Gören Şirketler (1996-2018)

2015 yılında yürürlüğe giren Borsa Kotasyon Yönergesi'nde Yakın İzleme Pazarı'na geçiş ile ilgili çeşitler haller tanımlanmıştır. Bu haller Yönerge'nin 35. maddesinde belirtilmektedir;

- a. Son iki yıllık bağımsız denetim raporunun olumsuz görüş içermesi veya raporda görüş bildirilmekten kaçınılması,
- b. İflas erteleme başvurusunda bulunması,
- c. Faaliyetlerinin makul sebepler dışında 3 aydan uzun bir süre ile durdurulması,
- d. Faaliyetlerinin makul ve zorunlu kıldığı hâller saklı kalmak kaydıyla, üst üste beş yıl sonu finansal tablolarında net dönem zararı etmesi,

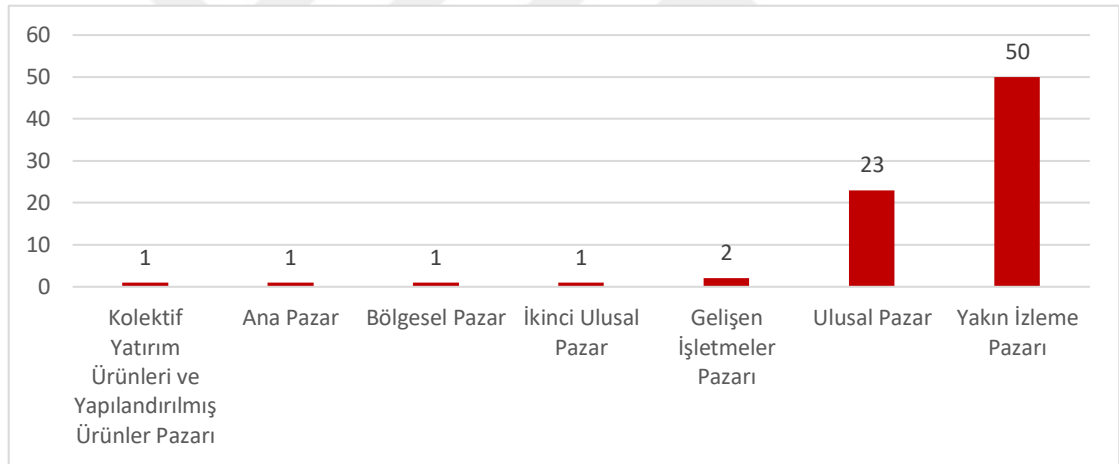
- e. Üst üste beş yıl sonu finansal tablolarında net dönem zararı etmesi,
- f. Finansman sıkıntısına düşmesi, icra takibine ya da hacze maruz kalması,
- g. Faaliyetini sürdürebilmesi için gerekli izin, lisans vb. iptal edilmesi veya herhangi bir sebeple hükümsüz kalması nedeniyle gayri faal kalması,
- h. Aktiflerin rayiç değerlerle yeniden değerlemesinin yapılması durumunda da toplam özsermaye/sermaye oranının 1/3'ün altına düşmesi,
- i. KAP'ta yayımlanan son iki yıllık bilançonun her birinde, ilişkili taraflardan olan ticari olmayan alacaklarının toplam aktiflere oranının %50'yi aştığının tespit edilmesi,
- j. Borsa tarafından geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle, ortaklığın duran varlıklarının en az 2/3'ünün kaybı ya da finansal tabloları tam konsolide edilen ortaklıklar dışındaki bir ortaklığa devri.

Yakın İzleme Pazarı'na geçişi gerektirecek hallerin birçoğunun kottan çıkarılma şartlarına benzediği görülmektedir. Bu hallerden herhangi birinin ortaya çıkması sebebiyle Yakın İzleme Pazarı'na alınan bir şirketin, işleme kapanma ihtimali de oldukça yüksektir. İşlem sırası kapanmadan önce hisselerin Yakın İzleme Pazarı gibi özel bir pazarda işlem görmesi, küçük yatırımcının korunmasında önem teşkil edebilir. Küçük yatırımcının korunmasında Yakın İzleme Pazarı'nın sağlayabileceği en önemli fonksiyon, işleme kapanma potansiyeli olan hisselerin satımı için likit bir piyasa olanağı sunabilmesidir.

Diğer taraftan Yakın İzleme Pazarı'na geçiş kriterlerinin ağırlaştırılması, diğer pazarlarda (Yıldız ya da Ana Pazar) finansal sıkıntı maliyetlerine katlanan, başarısız şirketlerin bulunmasına neden olabilir. İflas noktasına gelmiş bir şirketin Borsa İstanbul'un en prestijli pazarlarında işlem görmesi istenmeyen bir durumdur. Hisse senedinin işlem sırası geçici olarak durdurularak, yakın izleme pazarına alınan şirket, iflas riski yüksek olduğu için tekrar işlem göremeden, borsa pazarlarından çıkarılmasına karar verilebilir. İşlem görmeyen bir hissenin Yakın İzleme Pazarı'na alınması, elindeki portföyü satma imkanına kavuşamayan küçük yatırımcıya koruma sağlamayacaktır. Küçük yatırımcı açısından bir anlam teşkil etmeyen bu uygulama, diğer pazarların kalitesini de bozacaktır.

2000-2018 yıllarını kapsayan dönemde, zorunlu işleme kapanan şirketlerin işlem gördüğü pazarların incelenmesi, Yakın İzleme Pazarı'nın uygulanışı hakkında fikir verebilir. Bu amaçla zorunlu işleme kapanan 79 şirketin Borsa İstanbul'da işlem gördüğü son tarih belirlenmiştir. Son işlem tarihinde şirketin hangi pazar kapsamında olduğu, şirketlerin haber arşivleri analiz edilerek Şekil 3.4 oluşturulmuştur. Şekil 3.4'e göre, 79 şirketin yaklaşık %63'ü (50 hisse) Yakın İzleme Pazarı'na alınmış, burada bir

süre daha işlem görmüştür. Yakın İzleme Pazarı'na geçen 50 hissenin yatırımcılarının, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri çerçevesinde devamlı ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak önlemlerle birlikte, sahip oldukları portföyleri satabilme olanağına da kavuştukları söylenebilir. Zorunlu işleme kapanan 28 şirket ise, Borsa İstanbul'un en prestijli pazarında işlem görürken, hisse senetlerinin işlem sıraları geçici olarak durdurulmuştur. Şirketlerin mali bünyesi işlem görmeye uygun olmadığı için tekrar borsa bünyesindeki pazarlarda alım-satıma konu olmadan, işlem sıraları sürekli olarak kapatılmıştır. Ulusal Pazar'da işlem görürken zorunlu olarak işlem sırası kapanan şirket sayısı (zorunlu işleme kapanan hisselerin %30'u) azımsanmayacak düzeydedir. Hem yatırımcı hem de kamu yararı açısından, Yakın İzleme Pazarı'nın kuruluş amaçları dikkate alındığında, başarısızlık gösteren şirketlerin geciktirilmeden Yakın İzleme Pazarı'na alınmasının daha doğru bir yaklaşım olduğu savunulabilir.



Şekil 3.4. Son İşlem Tarihi İtibariyle İşleme Kapanan Şirketlerin Bünyesinde Bulundukları Pazarlar

Borsa Kotasyon Yönergesi (2015) yürürlüğe girdikten sonra işlem sırası kapanan şirketlerin durumu ayrıca ele alınmıştır. Yönerge sonrası gerçekleşen 18 işleme kapanmanın yaklaşık %83'ü (15 hisse), Yakın İzleme Pazarı'nda işlem gördükten sonra borsa pazarlarından çıkarılmıştır. Yönerge ile Yakın İzleme Pazarı'na geçiş şartları belirginleşmiş, işleme kapanmayı gerektirecek hallerle örtüşmüştür. Yönerge'nin getirdiği bu değişim sonrası Yakın İzleme Pazarı, işleme kapanmadan önce hisselerin son alım-satımının yapıldığı bir pazar olarak görülebilir. Diğer taraftan, 2016-2018 döneminde, Yakın İzleme Pazarı'nda işlem gören hisse sayısındaki düşüş (Şekil 3.3), Yakın İzleme Pazarı'na geçişin zorlaştığının bir göstergesi olabileceği için

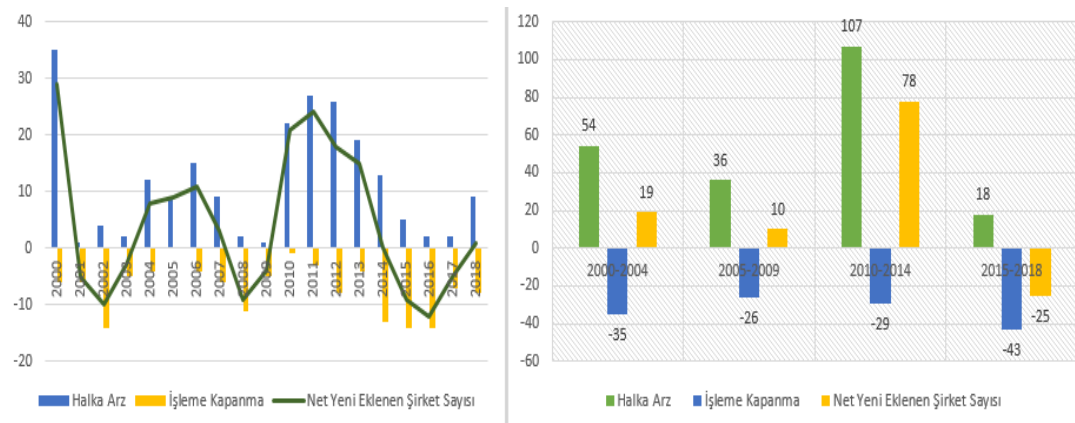
ayrıca araştırılmalıdır. Başarısız şirketlerin Yakın İzleme Pazarı'na alınmadan Yıldız/Ana Pazar'da işlem görmesine müsaade edilmesi, ilerleyen yıllarda Yakın İzleme Pazarı'nda ortaya çıkan olumlu görünümü bozabilir. Jiang ve Wang (2008) göre gelişmekte olan bir borsada yapılan aşırı düzenlemeler, borsanın gelişimini sınırlamaktadır. Çin borsalarında üst üste iki yıl zarar eden şirketlerin özel pazara alınmasını eleştiren araştırmacılar, kar yönetimi uygulamalarını artırdığını ve şirketlerin manipülasyona teşvik edildiğini belirtmişlerdir.

3.6. Borsa İstanbul'daki İşleme Kapanmaların Genel Görünümü

Borsa İstanbul'da gerçekleşen işleme kapanmaların genel görünümü alt başlıklarda sunulan analizler yardımıyla ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

3.6.1. İşleme Kapanmaların Pay Piyasasına Etkisi

Pay piyasasının büyüklüğü için kullanılan önemli göstergelerden biri, pazarlarda işlem gören hisse senedi sayısıdır. Gerçekleşen halka arzlar pay piyasasının büyümesini sağlarken, işleme kapanmalar pay piyasasının küçülmesine neden olur. Şekil 3.5'in sol tarafındaki grafikte yıllar itibariyle halka arz sayıları, işleme kapanma sayıları ve aralarındaki fark alınarak hesaplanan net yeni eklenen şirket sayıları görülmektedir.



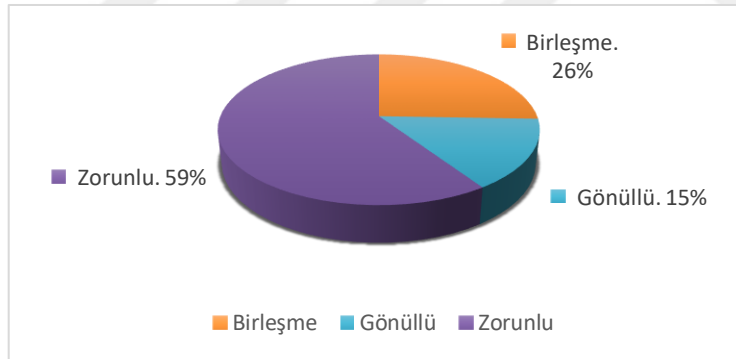
Şekil 3.5. Halka Arz ile İşleme Kapanma Sayılarının Karşılaştırılması

Veriler incelendiğinde, Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda yıllar itibariyle istikrarlı bir gelişimin olmadığı görülmektedir. Net eklenen şirket sayılarının en yüksek

değerlere ulaştığı 2000 ve 2011 yılları en fazla büyümenin yaşandığı yıllar olurken; krizin etkisinin hisseldiği yıllarda ise (2002 ve 2008 yılları gibi) borsa pazarlarında küçülmeler ortaya çıkmıştır. Büyüme trendinin olduğu 2010-2014 yıllarını kapsayan dönemde 107 halka arz, 29 işleme kapanma gerçekleşirken; pay piyasası 78 yeni şirket kazanmıştır (Şekil 3.5 sağ grafik). 2015-2018 döneminde ise, 43 işleme kapanmanın yaşanması borsayı olumsuz etkilemiştir.

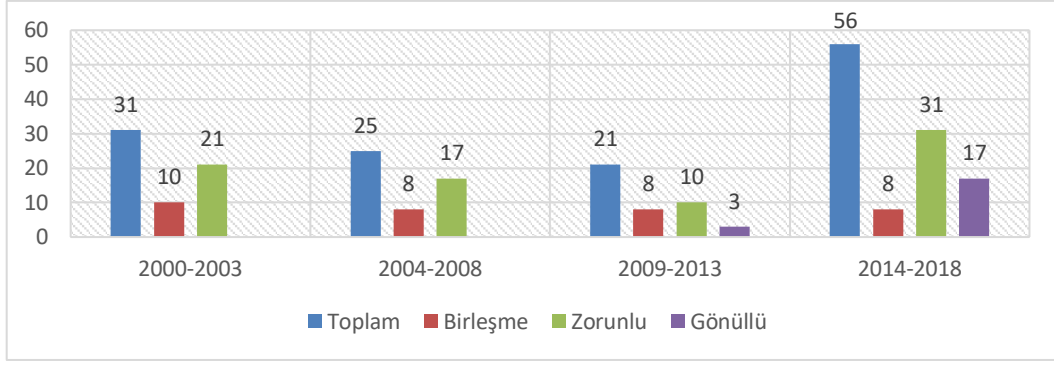
3.6.2. İşleme Kapanma Nedenleri

İşleme kapanmalar birleşme, zorunlu işleme kapanma ve gönüllü işleme kapanma şeklinde sınıflandırıldığında; Borsa İstanbul'da yaşanan işleme kapanmaların yaklaşık %59'unun zorunlu işleme kapanma olduğu görülmektedir (Şekil 3.6). Borsa İstanbul bu görünümüyle birleşme ve gönüllü işleme kapanmaların sıklıkla görüldüğü, zorunlu işleme kapanmaların ise daha az yaşandığı Kıta Avrupası (Thomsen ve Vinten, 2014) ve ABD (Macey vd., 2008) borsalarından olumsuz olarak ayrılmaktadır.



Şekil 3.6. Borsa İstanbul'da İşleme Kapanma Nedenleri

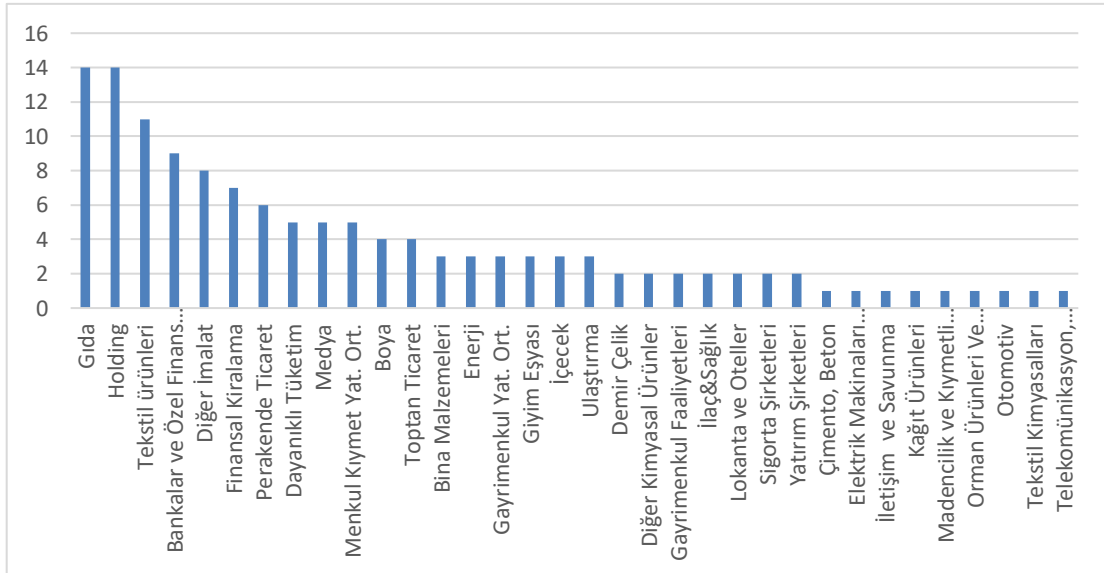
Yıllar itibariyle bakıldığında (Şekil 3.7), zorunlu işleme kapanmanın her dönemde Borsa İstanbul'daki işleme kapanmanın ana nedeni olduğu göze çarpmaktadır. Önceki dönemlerde gönüllü olarak borsadan ayrılmak isteyen çok şirkete rastlanmazken, son dönemlerde gönüllü işleme kapanma sayılarında büyük bir artış olduğu görülmektedir. Borsa İstanbul'un son yıllardaki (Şekil 3.5'de 2015-2018 dönemi) küçülmesinin arkasındaki nedenlerden biri, yaşanan gönüllü işleme kapanmalardır. Şirketlerin neden Borsa İstanbul'dan ayrılmak istediğinin tespit edilmesi, borsanın gelişimi açısından önem arz etmektedir.



Şekil 3.7. Yıllar İtibariyle Borsa İstanbul’da İşleme Kapanma Nedenleri

3.6.3. İşleme Kapanan Şirketlerin Sektörel Dağılımı

İşleme kapanan şirketlerin faaliyet gösterdiği sektörler de araştırılmıştır. İşleme kapanan firmaların ağırlıklı olarak “Gıda” (14), “Holding” (14), “Tekstil Ürünleri” (11), “Bankalar ve Özel Finans Kurumları” (9), “Diğer İmalat” (9) sektörlerinde faaliyet gösterdikleri tespit edilmiştir. Sektör dağılımının tamamı Şekil 3.8’den görülebilir. İşleme kapanma nedenlerine göre bakıldığında; zorunlu olarak işleme kapatılan şirketlerin birçoğu (10) “Tekstil Ürünleri” sektöründe, birleşmeye konu olan şirketler (5) “Holding” sektöründe, gönüllü olarak borsadan ayrılan firmalar (3) ise “Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı” sektöründe faaliyet göstermiştir.



Şekil 3.8. Kapanan Şirketlerin Sektörel Dağılımları

3.6.4. Borsa Pazarlarında İşlem Görme Süreleri

İşleme kapanan şirketlerin borsa pazarlarında işlem gördükleri süreler analiz edilerek, Çizelge 3.10 oluşturulmuştur. İşleme kapanan şirketin halka arz tarihi ile son işlem gördüğü tarih kullanılarak, kaç yıl borsada işlem gördüğü, “borsa yaşı” bulunmuştur. Genel olarak bakıldığında, işlem sırası kapatılan 133 şirketin, ortalama 12 yıl borsada işlem gördüğü söylenebilir. Halka arz edildiği yıl işlem sırası kapanan şirket olduğu gibi, 31 yıl boyunca işlem gördükten sonra işlem sırası kapanan şirket de mevcuttur. İşleme kapanma nedenlerine göre bakıldığında, birleşme ve gönüllü işleme kapanma grubunda sınıflandırılan şirketlerin, borsa pazarlarında daha uzun kaldığı görülmektedir. Zorunlu işleme kapanan şirketlerin ise, yaklaşık %38’inin ilk beş yılda işlem sıraları durdurulmuştur.

YIL / NEDEN	Birleşme		Zorunlu		Gönüllü		Genel	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Halka Arz Yılı	0	0%	1	1%	0	0%	1	1%
+1	0	0%	2	3%	0	0%	2	2%
+2	1	3%	4	5%	0	0%	5	4%
+3	0	0%	8	10%	0	0%	8	6%
+4	1	3%	7	9%	0	0%	8	6%
+5	2	6%	8	10%	0	0%	10	8%
6-10	8	24%	16	20%	4	20%	28	21%
11-20	15	44%	30	38%	12	60%	57	43%
+20	7	21%	3	4%	4	20%	14	11%
Toplam	34	100%	79	100%	20	100%	133	100%
Ortalama	15 yıl		9 yıl		17 yıl		12 yıl	
En Düşük	2 yıl		0		6 yıl		0	
En Yüksek	31 yıl		26 yıl		29 yıl		31 yıl	

Çizelge 3.10. İşleme Kapanan Şirketlerin Borsada İşlem Görme Süreleri

3.6.5. İşleme Kapanan Şirketlerin Halka Arz Yıllarının İncelenmesi

İşleme kapanma, işleme kapanma politikasına bağlı olarak borsadan borsaya değişebileceği gibi, yıllar içerisinde borsa yönetimlerinin uygulamasına bağlı olarak da değişebilir. Benzer şekilde, işlem görme kriterlerinin değişmesi, borsaya erişim sağlayan şirketlerin kalitesine ve halka arz döngüsüne etki etmektedir (French ve Fama, 2004).

	Birleşme	Zorunlu	Gönüllü	Genel
1986-2000	91%	73%	80%	78%
2000-2018	9%	27%	20%	22%

Çizelge 3.11. İşleme Kapanan Şirketlerin Halka Arz Yılları

Borsa İstanbul kapsamında işlem sırası kapanan şirketlerin halka arz tarihleri ele alınmıştır. Bu amaçla, işleme kapanan şirketlerin halka arz yıllarına göre dağılımı yapılmış, elde edilen tablo EK-5’de paylaşılmıştır. Ayrıca işlem sırası kapanan şirketler, halka arz tarihlerine göre gruplandırılarak Çizelge 3.11 elde edilmiştir. Genel olarak bakıldığında, 2000-2018 yılları arasında işlem sırası kapanan 133 şirketin %78’sinin halka arz tarihinin, 1986-2000 yıllarına rastladığı görülmüştür. İşlem sırası zorunlu olarak kapanan 78 şirketin ise %73’ü 1986-2000 döneminde halka arz olurken, %27’si 2000-2018 döneminde işlem görmeye başlamıştır.

Halka arzlardaki işleme kapanma oranlarının tespiti için, 1990-2018 yıllarındaki halka arz sayıları da kullanılarak, Çizelge 3.12 elde edilmiştir. 1990-1994 yılları arasında, Borsa İstanbul’da toplam 115 halka arz gerçekleşmiş olup, bu halka arzlardan en az 33 tanesi işleme kapanmıştır. Bu durumda, 1990-1994 dönemi için gerçekleştirilen halka arzların en az %29’unun işleme kapandığı söylenebilir. En başarısız olarak nitelendirilebilecek dönem, 1995-2000 yılları arasındadır. İlgili dönemde gerçekleşen halka arzların en az %36’sı daha sonraki yıllarda işleme kapanmıştır. Genel olarak bakıldığında, 1990-2000 döneminde gerçekleşen her 3 halka arzdan 1’i işleme kapanırken; 2001-2016 döneminde ise yaklaşık her 5 halka arzdan 1’inin işleme kapandığı söylenebilir.

	<i>Halka Arz Sayısı</i>	<i>İşleme Kapanma Sayısı</i>	<i>İşleme Kapanma Oranı</i>	<i>Başarı Oranı</i>
1990-1994*	115	33	%29	%71
1995-2000*	150	54	%36	%64
2001-2004	19	2	%11	%89
2005-2009	36	6	%17	%83
2010-2014	107	19	%18	%82
2015-2018	18	1	%6	%94
1990-2000	265	87	%33	%67
2001-2016	169	28	%17	%83

Çizelge 3.12. Dönemler İtibariyle Halka Arzlar ve İşleme Kapanan Şirketler

3.7. Borsa İstanbul’da İşleme Kapanmanın Ekonomik Boyutu

İşleme kapanmanın ekonomik boyutu başta işletmeler olmak üzere birçok kesimi ilgilendirmektedir. Bu başlık altında işleme kapanmanın ekonomik boyutunun sadece şirketlerle ilgili kısmına odaklanılmıştır. Borsa İstanbul kapsamında işlem sırası kapanan şirketlerin finansal durumları, performansları ve firma değerindeki değişimleri incelenmiştir. Oran analizi ile kümalatif aşırı getiri (CAR) analizinden yararlanılmış; elde edilen bulgular alt başlıklarda paylaşılmıştır.

3.7.1. İşleme Kapanan Şirketlerin Finansal Durumu ve Performansı

İşleme kapanma öncesinde şirketin finansal durumu ve performansı farklılaşabilir. İşleme kapanan şirketlerin finansal durumu ve performansı, mali tablolarının analiz edilmesi yoluyla ortaya koyulmaya çalışılmıştır. Mali tabloların analizinde literatürde sıklıkla kullanılan oran analizi tercih edilmiştir.

İşlem sırası kapanan şirketlerin likiditesi, karlılığı, çalışma etkinliği, mali yapısı, yükümlülükleri karşılama gücü, büyüme trendi, piyasa çarpanları ve büyüklüğünün analiz edilmesi amacıyla literatürde sıklıkla kullanılan rasyolar kullanılmıştır.* Veriler, Finnet Analiz Expert programından alınmıştır.

İşleme kapanmanın ekonomik boyutuna ilişkin ampirik çalışmalara bakıldığında[†], işleme kapanmanın nedenine bağlı olarak elde edilen sonuçların belirgin bir şekilde farklılaştığı görülmektedir. Oran analizi yapılırken, literatüre benzer şekilde işleme kapanma sebeplerine göre “Zorunlu”, “Gönüllü” ve “Birleşme” grupları oluşturulmuştur. Gruplara ait hesaplanan oranların karşılaştırılması ve yorumlanması için Pour ve Lafer’in (2013) yaptığı gibi kontrol grubu oluşturulmuştur.[‡] İşleme kapanan şirketlere ait oranlarla, referans değer niteliğindeki kontrol grubu oranlarına bağımsız örneklem t testi uygulanarak, işleme kapanan şirketlere ait oranların istatistiksel olarak farklılığı test edilmiştir.

İşleme kapanan şirketlerden oluşan üç grup ile kontrol grubuna ait rasyolar Çizelge 3.13’de verilmiştir. Rasyolar hesaplanırken, şirketin son işlem tarihinden önce yayımladığı yıllık mali tabloları kullanılmıştır. Uç değerlere sahip şirketler, analiz sonuçlarını olumsuz olarak etkilememesi için örneklemden çıkarılmıştır. Çizelge 3.13 oluşturulurken öncelikle ortalama değeri, parantez içerisinde t değerleri ile anlamlılık düzeyleri[§] ve hesaplamalarda kullanılan şirket sayıları (n) yazılmıştır.

* Rasyoların literatürde kullanılma sıklığı için Çizelge 4.2 incelenebilir.

[†] İşleme kapanmanın ekonomik boyutuna ilişkin literatür taramasına birinci bölümde yer verilmiştir.

[‡] Kontrol grubu kapsamında Borsa İstanbul’da işlem görmeye devam eden şirketler vardır. Şirket seçilmesinde dikkat edilen hususlar çalışmanın “4.2.Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları” başlığında açıklanmıştır.

[§] t değerlerinden sonraki ***, **, * sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini göstermektedir

	<i>DEĞİŞKENLER</i>	<i>KONTROL</i>	<i>ZORUNLU</i>	<i>BİRLEŞME</i>	<i>GÖNÜLLÜ</i>
<i>Likidite Durumu</i>	Cari Oran (1)	1,86 n=79	1,21 (2,46)** n=65	1,60 (0,65) n=25	1,99 (-0,23) n=12
	Asit-Test Oran (2)	1,31 n=79	0,87 (2,08)** n=65	1,22 (0,27) n=26	1,08 (0,56) n=12
	Nakit Oranı (3)	0,39 n=79	0,07 (3,37)*** n=65	0,41 (-0,13) n=26	0,20 (0,79) n=12
	Dönen Varlık / Aktif (4)	0,52 n=82	0,58 (-1,29) n=65	0,46 (1,23) n=27	0,54 (-0,30) n=12
<i>Karlılık</i>	Aktif Karlılık (5)	% 1,75 n=82	-% 16,55 (4,70)*** n=65	-% 1,72 (0,77) n=27	% 2,26 (-0,14) n=12
	FAVÖK / Aktif (6)	% 9,06 n=82	-% 0,20 (3,90)*** n=65	% 9,28 (-0,08) n=27	% 12,35 (-0,98) n=12
	Net Kar Marjı (7)	% 1,86 n=79	-% 17,89 (2,44)** n=57	-% 3,01 (0,13) n=27	% 3,00 (-0,35) n=12
	FAVOK Marjı (8)	% 10,40 n=80	-% 14,19 (1,77)* n=59	% 9,71 (0,18) n=27	% 12,69 (-0,49) n=12
<i>Mali Yapısı ve Yükümlülük Karşılama Durumu</i>	Kaldıraç Oranı (9)	% 52,59 n=82	% 87,41 (-4,78)*** n=61	% 52,04 (0,08) n=27	% 63,75 (-1,35) n=12
	Özkaynak / Aktif (10)	% 45,09 n=82	% 12,30 (4,48)*** n=61	% 45,22 (-0,22) n=27	% 35,58 (1,11) n=12
	Duran Varlık / Aktif (11)	% 47,90 n=82	% 42,11 (1,28) n=65	% 54,04 (-1,24) n=27	% 45,92 (0,30) n=12
	FAVOK / Fin. Gid. (12)	1,66 n=77	-0,33 (3,15)** n=61	1,30 (0,41) n=25	4,05 (-1,92)* n=12
	Fin. Gid. / Satışlar (13)	% 81,43 n=82	% 34,06 (0,56) n=62	% 16,93 (0,51) n=27	% 22,25 (0,31) n=12
<i>Çalışma Etkinliği</i>	Aktif Devir Hızı (14)	0,94 n=81	0,84 (0,81) n=65	1,28 (-1,31) n=27	1,22 (-1,45) n=12
	Stok Devir Hızı (15)	5,74 n=74	4,89 (0,908) n=58	8,62 (-2,31)** n=24	4,01 (1,07) n=10
	Alacak Devir Hızı (16)	6,06 n=79	3,44 (3,59)*** n=63	6,99 (-0,70) n=21	4,98 (0,61) n=10
	Borç Devir Hızı (17)	7,19 n=79	3,64 (5,04)*** n=62	7,32 (-1,21) n=27	8,27 (-0,75) n=12
	Dönen Varlık D.H. (18)	1,82 n=81	1,38 (2,29)** n=65	2,79 (-1,91)* n=27	2,30 (-1,41) n=12
	Duran Varlık D.H. (19)	4,01 n=76	5,52 (-1,43) n=58	4,27 (-0,26) n=26	4,75 (-0,54) n=12
<i>Piyasa Çarpanları</i>	PD / Aktif (20)	0,93 n=82	0,52 (2,73)*** n=65	1,33 (-1,29) n=27	1,20 (-0,79) n=12
	PD / Borç (21)	1,80 n=76	0,87 (3,11)*** n=65	3,62 (-1,58) n=26	2,68 (-1,27) n=12
<i>Büyüklik</i>	Aktif (ln) (22)	19,31 n=82	17,34 (6,24)*** n=65	18,92 (0,79) n=27	20,08 (-1,14) n=12
	PD (ln) (23)	18,73 n=82	16,10 (7,97)*** n=65	18,54 (0,37) n=27	20,13 (-3,19)*** n=12
	Satışlar (ln) (24)	18,84 n=82	15,04 (5,55)*** n=65	17,99 (1,31) n=27	19,97 (-2,70)*** n=12

Çizelge 3.13. İşleme Kapanan Şirketlerin Finansal Durum ve Performansı

Zorunlu işleme kapanmalar genellikle başarısızlık sebebiyle ortaya çıktığı için, işlem sırası kapatılan şirketlerin finansal durumlarının olumsuz, performanslarının ise düşük olması beklenir. Çizelge 3.13'deki zorunlu işleme kapanmalara ait oranlar incelendiğinde, Borsa İstanbul için de benzer bir durumun söz konusu olduğu görülmektedir. Zorunlu olarak işlem sırası kapatılan şirketlerin likidite (1,2,3), karlılık (5, 6, 7, 8) ve çalışma etkinliğini (16, 17, 18) ölçen hemen hemen bütün oranların diğer gruplara göre düşük kaldığı ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde kontrol grubundan farklılaştığı görülmektedir. Zorunlu işleme kapanmaya konu olan şirketlerin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde likiditeleri zayıf, karlılıkları az,

Çalıřma etkinlikleri ise dūřūktūr. Finansmanlarında ağırlıklı olarak borç kullanılması sebebiyle özsermayeleri dūřūk kalan řirketlerin mali yapı oranları (9, 10) da farklılařmıřtır. řirketlerin borç ödeme gūcū (12) ise, borçlarını ödeyemez durumda olduėunu göstermektedir. Piyasa çarpanlarının istatistiksel olarak anlamlı olacak řekilde dūřūk çıkması, Borsa İstanbul yatırımcısının bařarısızlıėı fiyatladıėını ifade eder. Ayrıca zorunlu iřleme kapanmaların daha çok kūk ölçekteki (22, 23, 24) řirketlerde grūldūėı söylenbilir.

Gnūllū iřleme kapanma ile birleřme iřlemleri, firmaların deėerini ve ortakların refahını artırmaya yönelik olarak yapılmaktadır. Zorunlu iřleme kapanan řirketler için geçerli olan finansal durum ve performanslarına iliřkin olumsuz beklenti, bu gruplar için geçerli deėildir. Çizelge 3.13'deki Gnūllū ve Birleřme grubu oranları, kontrol grubu oranlarından farklılařmıř olmasına raėmen, bu farklılıkların istatistiksel olarak bir anlamlılıėı yoktur. Birleřme grubu için 2 oran (15 ile 18) istatistiksel olarak anlamlı bir řekilde farklılařırken, gnūllū grubunda benzer durumda olan 3 oran (12, 23, 24) mevcuttur. Bu sonuçlar birleřmeye ve gnūllū iřleme kapanmaya konu olan řirketlerin finansal durum ve performanslarının, iřlem gören firmalardan pek de farklı olmadıėını göstermektedir. Gnūllū iřleme kapanmaların, istatistiksel olarak anlamlı bir řekilde yūsek borç ödeme gūcūne (12) sahip, būyūk ölçekli (23, 24) řirketlerde grūldūėudūr. Bu bulgulara bakılarak, gnūllū iřleme kapanan firmaların daha nitelikli olduėu söylenbilir. Son yıllarda gnūllū iřleme kapanma sayılarında artıř yařandıėı dūřūnūldūėūnde, nitelikli řirketlerin kendi istekleriyle borsadan ayrılma kararının arařtırılması Borsa İstanbul açısından önem arz etmektedir.

3.7.2. İşleme Kapanmanın Ortakların Refahı ve Firma Değeri Őzerine Etkisi

İşleme kapanmanın ekonomik sonuçlarını konu alan ampirik çalışmalarda işleme kapanmanın firma değeri ve ortakların servetine olan etkisine odaklanılmaktadır. Araştırmacılar, işleme kapanmanın ekonomik sonuçlarını, primli getiri ya da kūmūlatif aşır getiri hesaplayarak incelemektedir (Renneboog vd., 2007). Bu başlıkta Borsa İstanbul kapsamında gerçekleşen işleme kapanmaların ortak refahı ve firma değerine olan etkisi, kūmūlatif aşır getiri (CAR) analizi yardımıyla incelenmiştir.

Vaka çalışmalarında en fazla kullanılan yöntemlerden biri kümülatif aşırı getiri (CAR) analizidir (MacKinlay, 1997). Aşırı getiri, BİST-100 getirisinden sapma olarak ele alınmıştır. Endeks performansının altındaki (üstündeki) getiri, bir yatırımcının hak ettiğinin altındaki (üstündeki) getiri olarak düşünülmüştür. (3.1) nolu eşitliğe göre hesaplanan aşırı getiriler kullanılarak, (3.2) nolu eşitlikteki (t_1, t_2) dönemindeki kümülatif aşırı getiri (CAR) bulunabilir.

$$AR_t = R_{it} - R_{im} \quad (3.1)$$

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AR_{it} \quad (3.2)$$

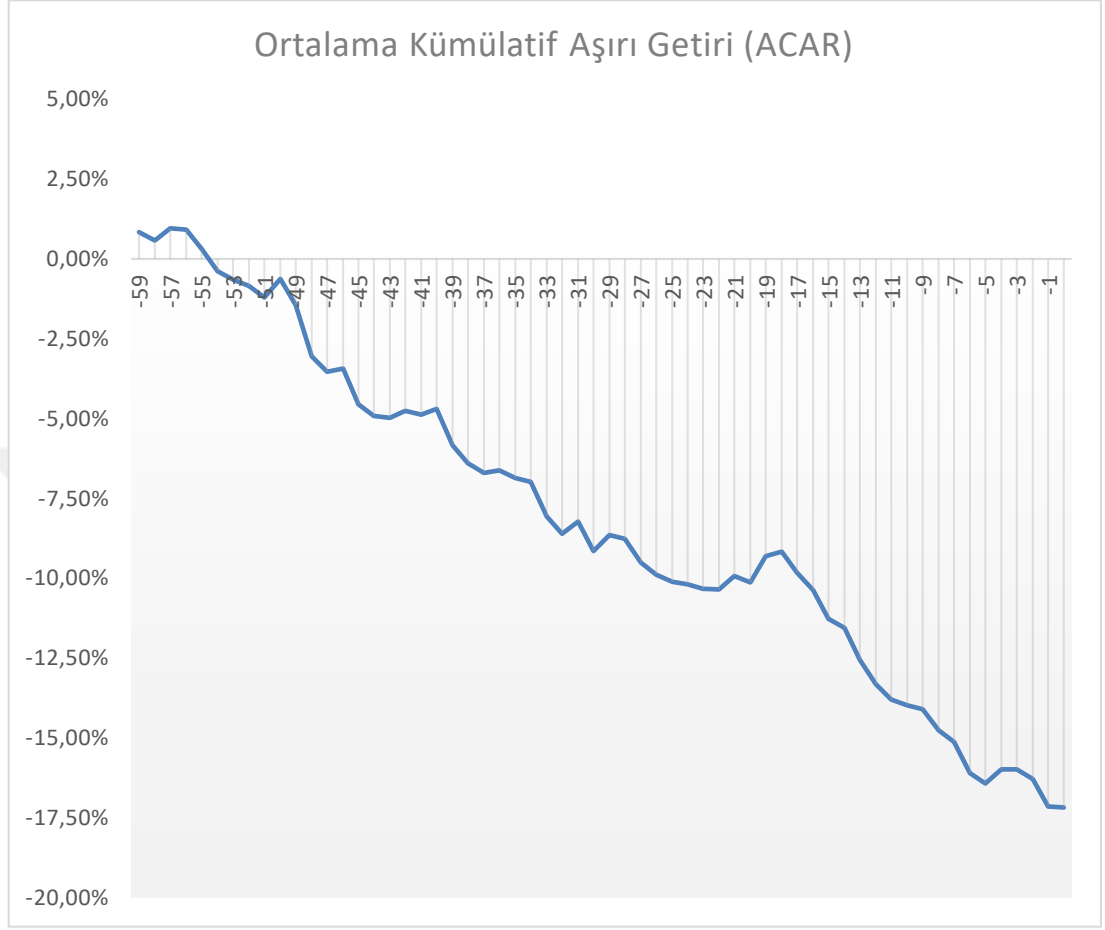
İşlem sırası kapanan her bir hisse senedinin kümülatif aşırı getirileri (3.2) kullanılarak, ilgili hisse senetlerinden oluşan portföyün (t_1, t_2) dönemindeki ortalama kümülatif aşırı getirisini (3.3) hesaplamak mümkündür.

$$ACAR_i(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (3.3)$$

Kümülatif aşırı getiri (CAR) analizi, kapanma nedenlerine göre oluşturulan “Zorunlu”, “Gönüllü” ve “Birleşme” portföylerine uygulanmıştır. Her bir portföy için çeşitli olay pencereleri için hesaplanan ortalama kümülatif getirilerin, t testi ile sıfıra eşitliği sınanmıştır. Böylece ilgili portföyün getirisinin, BİST-100’den istatistiksel olarak anlamlı şekilde farklılığı test edilmiştir. Analizlerde tanımlanan olaylar ve elde edilen bulgular alt başlıklarda paylaşılmıştır.

i) Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlerden Oluşan Portföyün Performansı: Şirketlerde yaşanan başarısızlık, firmanın değerini ve yatırımcıların servetini olumsuz etkileyecektir. Zorunlu işlem sırası kapanan şirketlerden oluşan portföyün BİST-100’den olumsuz olarak ayrışması beklenir. Zorunlu işleme kapanan şirketlerin işlem sırasının kapandığı tarih, olay günü olarak tanımlanmıştır. Portföye ait son 3 aylık (59 işlem günlük) ortalama kümülatif aşırı getiriler (ACAR), çeşitli olay pencereleri için hesaplanmıştır. Elde edilen ACAR’ların genel görünümü Şekil 3.9’da görülebilir. İşleme kapanmadan 3 ay önce, şirketlerin ACAR’ları giderek kötüleşmektedir.

ACAR'ların sıfırdan farklılığı test edilmiş olup, elde edilen standart hatalar, t değerleri, p değerleri ve anlamlılık düzeyleri* Çizelge 3.14'de verilmiştir.



Şekil 3.9. Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlerden Oluşan Portföyün ACAR'ları

Elde edilen bulgular incelendiğinde, zorunlu olarak işlem sırası kapanan şirketlerden oluşan portföyün getirisinin, şirketlerin işlem sırası kapanmadan 45 gün önce BİST-100'den farklılaşmaya başladığı görülmektedir. Söz konusu portföyün alım-satımını yapan bir yatırımcının üç aylık periyotta (CAR[-59,0]), BİST-100 endeksine göre kaybı %17'dir. Elde edilen sonuçlar, zorunlu işleme kapanmanın firma değeri ve ortakların serveti üzerine olan olumsuz etkisini istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde ortaya koymaktadır.

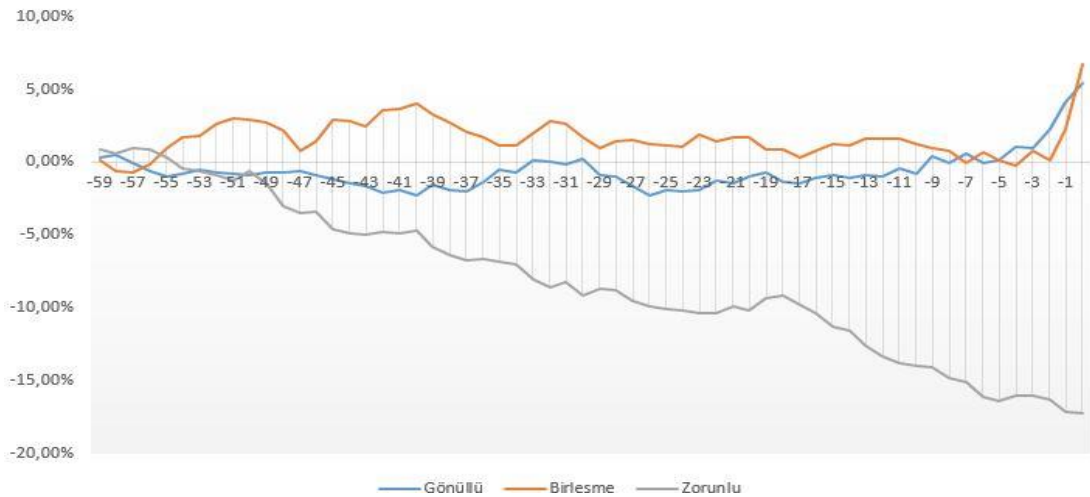
* Çizelgedeki ***, **, * sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini göstermektedir

<i>Olay Penceresi</i>	<i>Olay Günü</i>	<i>ACAR</i>	<i>SH</i>	<i>t</i>	<i>p</i>	<i>Anlamlılık Düzeyi</i>
CAR[-59,-59]	-59	%0,84	0,0057	1,46	0,93	
CAR[-59,-58]	-58	%0,57	0,0091	0,63	0,73	
CAR[-59,-57]	-57	%0,96	0,0115	0,83	0,80	
CAR[-59,-56]	-56	%0,91	0,0150	0,60	0,73	
CAR[-59,-55]	-55	%0,32	0,0172	0,19	0,57	
CAR[-59,-54]	-54	-%0,39	0,0169	-0,23	0,41	
CAR[-59,-53]	-53	-%0,65	0,0191	-0,34	0,37	
CAR[-59,-52]	-52	-%0,85	0,0204	-0,42	0,34	
CAR[-59,-51]	-51	-%1,22	0,0209	-0,58	0,28	
CAR[-59,-50]	-50	-%0,62	0,0230	-0,27	0,39	
CAR[-59,-49]	-49	-%1,46	0,0246	-0,59	0,28	
CAR[-59,-48]	-48	-%3,05	0,0243	-1,26	0,11	
CAR[-59,-47]	-47	-%3,54	0,0254	-1,39	0,08	*
CAR[-59,-46]	-46	-%3,43	0,0267	-1,29	0,10	
CAR[-59,-45]	-45	-%4,56	0,0281	-1,62	0,05	*
CAR[-59,-44]	-44	-%4,91	0,0279	-1,76	0,04	***
CAR[-59,-43]	-43	-%4,98	0,0296	-1,68	0,05	***
CAR[-59,-42]	-42	-%4,75	0,0295	-1,61	0,06	*
CAR[-59,-41]	-41	-%4,88	0,0298	-1,64	0,05	*
CAR[-59,-40]	-40	-%4,71	0,0296	-1,59	0,06	*
CAR[-59,-39]	-39	-%5,84	0,0299	-1,96	0,03	***
CAR[-59,-38]	-38	-%6,40	0,0298	-2,15	0,02	***
CAR[-59,-37]	-37	-%6,70	0,0297	-2,26	0,01	***
CAR[-59,-36]	-36	-%6,62	0,0306	-2,16	0,02	***
CAR[-59,-35]	-35	-%6,86	0,0315	-2,18	0,02	***
CAR[-59,-34]	-34	-%6,98	0,0324	-2,16	0,02	***
CAR[-59,-33]	-33	-%8,07	0,0330	-2,45	0,01	***
CAR[-59,-32]	-32	-%8,60	0,0334	-2,57	0,01	***
CAR[-59,-31]	-31	-%8,24	0,0337	-2,44	0,01	***
CAR[-59,-30]	-30	-%9,16	0,0338	-2,71	0,00	***
CAR[-59,-29]	-29	-%8,66	0,0345	-2,51	0,01	***
CAR[-59,-28]	-28	-%8,77	0,0366	-2,40	0,01	***
CAR[-59,-27]	-27	-%9,52	0,0376	-2,53	0,01	***
CAR[-59,-26]	-26	-%9,89	0,0372	-2,66	0,00	***
CAR[-59,-25]	-25	-%10,11	0,0379	-2,67	0,00	***
CAR[-59,-24]	-24	-%10,20	0,0396	-2,58	0,01	***
CAR[-59,-23]	-23	-%10,34	0,0411	-2,52	0,01	***
CAR[-59,-22]	-22	-%10,35	0,0397	-2,61	0,01	***
CAR[-59,-21]	-21	-%9,93	0,0388	-2,56	0,01	***
CAR[-59,-20]	-20	-%10,13	0,0393	-2,58	0,01	***
CAR[-59,-19]	-19	-%9,31	0,0403	-2,31	0,01	***
CAR[-59,-18]	-18	-%9,17	0,0398	-2,31	0,01	***
CAR[-59,-17]	-17	-%9,82	0,0403	-2,44	0,01	***
CAR[-59,-16]	-16	-%10,37	0,0394	-2,63	0,01	***
CAR[-59,-15]	-15	-%11,28	0,0400	-2,82	0,00	***
CAR[-59,-14]	-14	-%11,55	0,0402	-2,87	0,00	***
CAR[-59,-13]	-13	-%12,56	0,0418	-3,00	0,00	***
CAR[-59,-12]	-12	-%13,32	0,0407	-3,27	0,00	***
CAR[-59,-11]	-11	-%13,80	0,0406	-3,40	0,00	***
CAR[-59,-10]	-10	-%13,99	0,0402	-3,48	0,00	***
CAR[-59,-9]	-9	-%14,11	0,0402	-3,51	0,00	***
CAR[-59,-8]	-8	-%14,77	0,0393	-3,76	0,00	***
CAR[-59,-7]	-7	-%15,13	0,0400	-3,78	0,00	***
CAR[-59,-6]	-6	-%16,11	0,0407	-3,96	0,00	***
CAR[-59,-5]	-5	-%16,44	0,0405	-4,05	0,00	***
CAR[-59,-4]	-4	-%15,98	0,0416	-3,84	0,00	***
CAR[-59,-3]	-3	-%15,99	0,0439	-3,64	0,00	***
CAR[-59,-2]	-2	-%16,29	0,0434	-3,75	0,00	***
CAR[-59,-1]	-1	-%17,16	0,0444	-3,86	0,00	***
CAR[-59,0]	0	-%17,19	0,0461	-3,73	0,00	***

Çizelge 3.14. Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlerden Oluşan Portföyün Performansı

Analiz sonuçlarına göre Borsa İstanbul’da zorunlu olarak işlem sırası kapanan şirketlerin firma değerlerinde kayıp yaşandığı ve yatırımcıların büyük zarar ettiği görülmektedir. Ayrıca Borsa İstanbul yatırımcısının da rasyonel bir şekilde yatırım kararı alarak hisse senetlerini fiyatladığı görülmektedir. Zorunlu işleme kapanmanın hisse senedi performansına ve yatırımcıların servetine olan etkisini konu olan benzer çalışmalarda (Sanger ve Peterson, 1990; Angel vd., 2004; Macey vd.; 2008) hisse senedi fiyatlarının likiditeye bağlı olarak düştüğü ortaya koyulmuştur. Analiz sonuçları, literatürle uyumludur.

ii) Birleşmeye ve Gönüllü İşleme Kapanmaya Konu Olan Şirketlerden Oluşan Portföylerin Performansı: Birleşmeye konu olan şirketlerden oluşan “Birleşme” portföyü ile gönüllü olarak borsa pazarlarından ayrılan şirketlerden oluşan “Gönüllü” portföyünün ACAR değerleri hesaplanmıştır. Birleşme portföyü için olay günü, birleşmeye ilişkin duyurunun yapıldığı gün seçilirken; gönüllü portföyü için yetkili organ tarafından şirketin borsadan ayrılma kararının verildiği gün, olay günü olarak seçilmiştir. Portföylere ait son 3 aylık (59 işlem günlük) ortalama kümülatif aşırı getiriler (ACAR), çeşitli olay pencereleri için hesaplanmıştır. Elde edilen ACAR’ların genel görünümü Şekil 3.10’da görülebilir. ACAR’ların sıfırdan farklılığı test edilmiş, elde edilen sonuçlar Ek-6’da paylaşılmıştır.

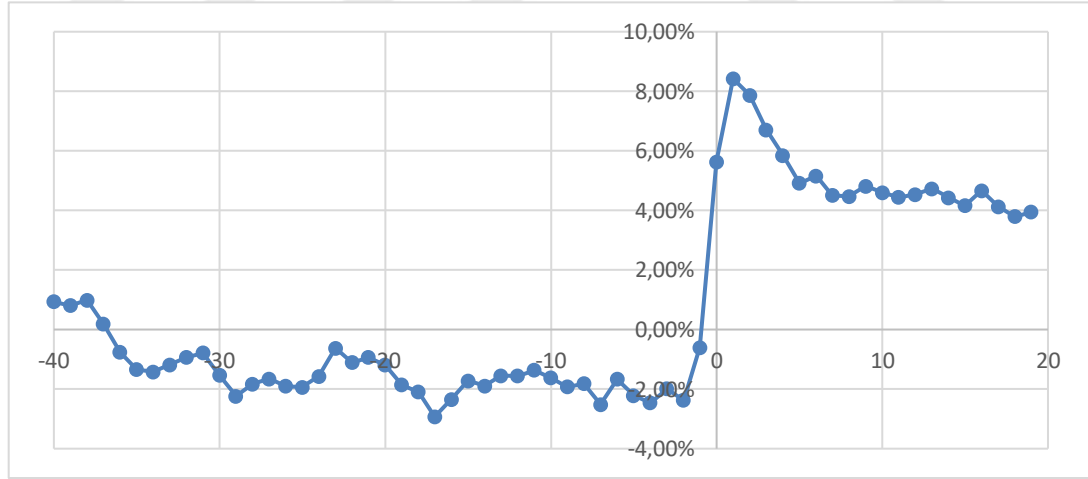


Şekil 3.10. Birleşme ve Gönüllü Portföylerinin ACAR’ları

Yapılan istatistiksel testlerde herhangi bir olay penceresinde anlamlı bir bulguya rastlanmamıştır. Portföylere ait getirilerin BİST-100’den farklılaşmadığı görülmektedir. Şekil 3.10’daki genel görünümde birleşmeye konu olan şirket

getirilerinin, gönüllü olarak işleme kapanan şirketlere göre daha iyi performansa sahip olduğu gözlenmektedir. Gönüllü işleme kapanma, finansal görünürlük (Mehran ve Peristiani, 2009) ve yatırımcının bilinirliği (Bancel ve Mittoo, 2009) ile yakından ilişkilidir. Şirketin getirisinin ve likiditesinin düşük olması durumunda gönüllü işleme kapanma ihtimalinin arttığını gösteren ampirik çalışmalar mevcuttur. Borsa İstanbul'da yaşanan gönüllü işleme kapanmalar da bu ampirik bulguları desteklemektedir. Diğer taraftan, olay gününe yaklaşıldıkça, her iki portföyün de ortalama kümülatif aşırı getirilerinin arttığı gözlemlenmiştir.

iii) Satın Alma Duyurusu Öncesi ve Sonrası Performanslar: Birleşmeye konu olan şirketlerle özele geçiş işlemi (GPT) kapsamında değerlendirilen şirketlerden oluşan portföyün ACAR değerleri hesaplanmıştır. Şirketlerin satın alma duyuru tarihlerinin yapıldığı tarih, olay günü olarak tanımlanmıştır. Duyuru öncesi son 2 ve duyuru sonrası 1 ay olmak üzere 3 aylık ortalama kümülatif aşırı getiriler (ACAR), çeşitli olay pencereleri için hesaplanmıştır. Elde edilen ACAR'ların genel görünümü Şekil 3.11'de görülebilir. ACAR'ların sıfırdan farklılığı test edilmiş, elde edilen sonuçlar Ek-7'de paylaşılmıştır.



Şekil 3.11. Satın Alma Öncesi ve Sonrası ACAR'lar

Şekil 3.11'deki genel görünüme bakıldığında, satın alma duyurusu öncesinde artmaya başlayan getiri performansının bir süre daha devam ettiği söylenebilir. Ancak yapılan istatistiksel testlerde anlamlı bir bulgu yoktur. Hesaplanan getirilerin BİST-100'den farklılaşmadığı görülmektedir. Benzer olay pencereleri için diğer borsalarda görülen (Kaplan, 1989a, 1989b; Rennboog vd.,2007) aşırı getiri farklılığı Borsa İstanbul'da gözlenmemiştir.



4. ÜÇÜNCÜ KISIM: İŞLEM SIRASI KAPATILAN ŞİRKETLER İÇİN TAHMIN MODELİ

İşlem sırası kapatılarak borsa pazarlarından çıkarılan şirketlerin tahmininin yapıldığı bu bölüm; araştırmanın amacı ve önemi, araştırmanın kapsamı ve sınırlılıkları, araştırmanın modeli, araştırmanın yöntemi, analiz ve bulgular alt başlıklarından oluşmaktadır.

4.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Araştırmanın amacı Borsa İstanbul Pay Piyasası'ndaki zorunlu işleme kapanmaların tahmininde kullanılacak bir model geliştirilmesi ve tahmin gücünün test edilmesidir. Geliştirilen modelle, zorunlu işleme kapanmanın erken uyarıları tespit edilecektir.

Tahmin modelinden elde edilen erken uyarı sinyalleri, şirketle ilgili tüm kesimler için önem arz eder. Başta şirketin kendisi olmak üzere yöneticiler, ortaklar ve borsa da dahil olmak üzere zorunlu işleme kapanmadan olumsuz etkilenecek tüm kesimler modelden yararlanabilir. Uyarı niteliğindeki sinyaller, şirketin sorunlarının erken tespitine olanak vererek, yönetimin daha etkin karar almasına yardımcı olur. Modele göre alım satım yapan bir yatırımcı, portföyünde değişikliğe giderek, oluşacak kayıpların önüne geçer. Borsanın işleme kapanma politikasının oluşturulmasına katkı sağlar.

İşleme kapanmalar için geliştirilen tahmin modelinin Borsa İstanbul özelindeki önemi ve yararı, çalışma kapsamında elde edilen üç bulguyla ilişkilendirilebilir. Modelden elde edilecek ilk yarar, Borsa İstanbul yatırımcısının servet ve refahını korumaya yöneliktir. Borsa İstanbul'da zorunlu işleme kapanan şirketlerin getirisinin, belirgin ve istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde, BİST-100 getirisinden ayrıştığı çalışma kapsamında ortaya koyulmuştur. Birçok ampirik çalışmaya benzer şekilde, Borsa İstanbul'da da işleme kapanma süreci, hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilemektedir. Modelden elde edilen sinyalleri dikkate alan bir yatırımcı, likidite ve getiri kaybından kendini koruyabilir.

İkinci olarak, geliştirilen tahmin modeli, Yakın İzleme Pazarı'nın kuruluş amacının gerçekleştirilmesine katkı sağlayacaktır. Yakın İzleme Pazarı kapsamına işlem sırası kapatılma ihtimali olan şirketler alınarak, hem yatırımcıların doğru bir şekilde bilgilendirilmesi hem de hisselerin likit bir ortamda alım-satımının sağlanması arzu edilmektedir. Borsa İstanbul kapsamında işlem sırası kapatılan şirketlerin sadece %63'ü Yakın İzleme Pazarı'na alındıktan sonra borsa pazarlarından atılmıştır. %30'unun ise, borsanın en prestijli pazarlarında işleme kapatıldıkları tespit edilmiştir. Elde edilen bu bulgu, başarısızlık gösteren şirketlerin Yakın İzleme Pazarı'na alınmasında gecikildiğinin ve yatırımcı korunmasında eksik kalındığının bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Tahmin gücü yüksek bir modelden elde edilecek sinyallerin dikkate alınması, işlem sırası kapanacak şirketlerin önceden Yakın İzleme Pazarı'na alınmasına ve yatırımcının korunmasına olanak sağlayacaktır.

Üçüncü olarak geliştirilen tahmin modeli, ilerleyen yıllarda Borsa İstanbul tarafından işleme kapanmaya ilişkin alınacak kararların gözetlenmesi ve denetlenmesinde kullanılabilir. Son otuz yılda borsaların kurumsal yönetiminde önemli değişiklikler yaşandığı ve borsaların büyük bir kısmının halka arz olduğu görülmektedir. Borsalar, pazarlarında işlem gören şirket sayısının ve gelirlerinin artmasını arzularken, diğer taraftan pazarlarda hangi şirketlerin işlem göreceğine ve kapanacağına karar verilmesi, bir çelişkiye işaret etmektedir. Halka arz edilmiş, özyönetime sahip Borsa İstanbul'un işleme kapanmaya ilişkin aldığı kararlarda ne kadar toplumsal faydayı düşüneceği sorgulanacaktır. İşlem sırası kapanan şirketleri tahmin eden modellerin geliştirilmesi, borsa tarafından alınacak işleme kapanma kararlarının gözetlenmesini ve denetlenmesini kolaylaştıracaktır.

4.2. Araştırmanın Kapsamı ve Sınırlılıkları

Borsa İstanbul'da işlem sırası kapanan şirket bilgilerinin yer aldığı veri kaynağına (Borsa İstanbul, 2019) göre, 2000-2018 döneminde 133 şirketin işlem sırası kapanmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde, Borsa İstanbul'da işlem sırası kapanan 133 şirket, işleme kapanma sebeplerine göre sınıflandırılmıştır. İşleme kapanan 34 şirket birleşmeye taraf olurken, 20 şirketin ise gönüllü olarak borsadan ayrıldığı tespit edilmiştir. Geriye kalan 79 şirket ise borsa pazarlarından atılmıştır. Diğer bir ifadeyle, 2000-2018 döneminde, gerekli kotasyon koşullarına uyulmaması sebebiyle, Borsa

İstanbul Yönetim Kurulu tarafından alınan kararlar, 79 şirketin işlem sıraları sürekli olarak kapatılmıştır.

Borsa İstanbul'da gerçekleşen tüm işleme kapanmaları kapsayan heterojen bir örneklem üzerinden tahmin gücü yüksek bir modelin elde edilmesi mümkün değildir. İşleme kapanma nedenlerine göre oluşturulan örneklem, modelin tahmin gücünü artıracaktır. Tahmin gücü yüksek bir model elde edebilmek amacıyla, araştırmanın kapsamı yalnızca zorunlu işleme kapanan şirketlerle sınırlı tutulmuştur. Araştırma kapsamına, zorunlu işleme kapanan 79 şirket alınmıştır. Borsa İstanbul'da yaşanan zorunlu işleme kapanma sıklığı ve bunun olumsuz ekonomik sonuçları, geliştirilecek modelin önemini artırmaktadır.

Araştırmanın örnekleme, zorunlu işleme kapanan şirketler ve kontrol grubundan oluşmaktadır. Zorunlu işlem sırası kapanan şirketlerin mali tabloları incelenmiş, finansal kesimin mali tabloları farklılaştığı için örneklemden çıkarılmıştır. Örnekleme alınan 65 şirketin kodu ve adına Ek-8'de yer verilmiştir.

Kontrol grubu oluşturulurken rastgele örnekleme yapılabileceği gibi eşleştirilmiş örnek tasarım yaklaşımı da benimsenebilir. Konuya ilişkin literatürde fikir birliği yoktur. Çalışmada Michelsen ve Klein'e (2011) benzer şekilde, "eşleştirilmiş örnek tasarım" yaklaşımı benimsenmiştir. İşleme kapanmaya ilişkin birçok çalışmada (Lehn ve Poulsen, 1989; Martinez ve Serve, 2011; Tutino vd., 2014) kullanılan bu yaklaşımda, sektör ve büyüklük gibi önemli kriterler dikkate alınarak kontrol grubu oluşturulmaktadır. Böylece, rastgele örnekleme göre, analiz sonuçlarında sektör ve boyut etkisi sınırlandırılmış olur. Kontrol grubu oluşturulurken, zorunlu işleme kapanan şirket ile halka arz tarihi yakın olan ve aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler içerisinde, satış tutarı en yakın olan iki firma kontrol grubuna seçilmeye gayret edilmiştir. Sektör sınıflandırılmasında Finnet Analiz Programı'nda yer alan sınıflandırma kullanılırken; büyüklük kriteri olarak net satış tutarı dikkate alınmıştır. Sektör ve halka arz tarihleri dikkate alındığında işleme kapanan her şirketi, Borsa İstanbul'da işlem gören bir şirketle eşleştirmek mümkün olmamıştır. Örnekleme alınan 147 şirketin sektörel dağılımı Çizelge 4.1'de verilmiştir. Örnekleme alınan 82 şirketin kodu, adı ve hangi işleme kapanan şirketle eşleştirildiği Ek-9'dan görülebilir.

Örnekleme alınan şirketlerin verileri, FİNNET Elektronik Yayıncılık'tan temin edilmiştir. Veriler elde edilirken, işlem sırası kapanan şirketin, işlem gördüğü son

tarihten önce yayınlandığı yıllık mali tabloları kullanılmıştır.* Kontrol grubundaki şirketlerin verileri elde edilirken, eşleştirildiği işleme kapanan şirketin verilerinin elde edildiği mali yıl dikkate alınmıştır.

<i>Sektör</i>	<i>BİST’de İşlem Gören Şirket Sayısı</i>	<i>İşleme Kapanan Şirket Sayısı</i>	<i>Kontrol Gubu</i>
<i>Bina Malzemeleri</i>	9	1	2
<i>Boya</i>	2	3	2
<i>Dayanıklı Tüketim</i>	9	2	3
<i>Demir Çelik</i>	7	1	2
<i>Diğer İmalat</i>	5	6	2
<i>Diğer Kimyasal</i>	10	2	2
<i>Elektrik Mak. Kab.</i>	4	1	1
<i>Enerji</i>	9	3	0
<i>Gayrimenkul</i>	2	1	2
<i>Gıda</i>	23	9	14
<i>Giyim Eşyası</i>	4	3	1
<i>Holding</i>	30	8	16
<i>İlaç&Sağlık</i>	7	1	2
<i>İletişim ve Savunma</i>	6	1	2
<i>Lokanta ve Oteller</i>	12	1	2
<i>Medya</i>	4	4	4
<i>Orman Ürün. ve</i>	6	1	2
<i>Tekstil Kimyasalları</i>	2	1	2
<i>Tekstil ürünleri</i>	16	10	12
<i>Telekomünikasyon</i>	2	1	2
<i>Toptan Ticaret</i>	6	3	3
<i>Ulaştırma</i>	9	2	4
<i>Genel Toplam</i>	184	65	82

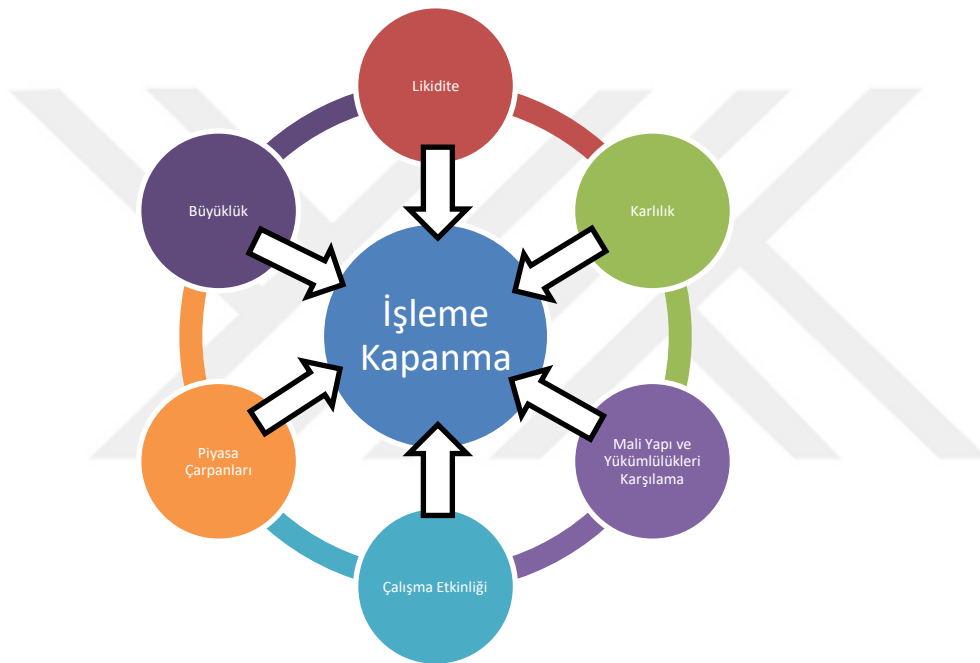
Çizelge 4.1. Örnekleme Alınan Şirketlerin Sektörel Dağılımı

4.3. Araştırmanın Modeli

Araştırmanın örnekleme, işlem sırası kapanan şirketler ile işlem görmeye devam eden şirketlerden oluşan kontrol grubundan oluşmaktadır. İki grup dikkate alınarak, modelin bağımlı değişkeni olan kukla değişken elde edilmiştir. Şirketin işleme kapanmasına ya da işlem görmeye devam etmesine bağlı olarak kukla değişken sırasıyla 1 ya da 0 olarak belirlenmiştir.

* Hisselerin işlemleri öncelikle geçici olarak durdurulmakta; inceleme sonunda gerekli görülürse sürekli olarak işlem sıraları kapatılmaktadır. Hissenin işlem gördüğü son tarihten yaklaşık 1 yıl sonra işlem sıralarının kapatıldığı görülmektedir. TMSF’ye devredilen şirketlerde ise bu süre ortalama 5 yıla çıkmaktadır. Modelde kullanılacak veriler, şirketin işleme kapanmadan önce yayımladığı son mali tabloları kullanılarak da elde edilebilir. Ancak son işlem tarihinden önce yayımlanan son mali tabloları üzerinden tahminin gerçekleştirilmesi yatırımcının korunması açısından daha anlamlıdır.

Zorunlu işleme kapanmaların, başarısızlık sebebiyle ortaya çıkması* sebebiyle modelin geliştirilmesinde başarısızlık literatüründen yararlanılmıştır. Modelde yer alacak bağımsız değişkenleri belirlemek için, öncelikle literatürdeki başarısızlık tahmin modellerinde sıklıkla yer alan değişkenler tespit edilmiştir. Tespit edilen değişkenler; “likidite”, “karlılık”, “mali yapı ve yükümlülükleri karşılama”, “çalışma etkinliği”, “piyasa çarpanları” ve “büyüklük” olmak üzere altı boyutta toplanmıştır. Altı boyutun, işleme kapanmaya olan etkisi araştırılarak, tahmin modeli elde edilecektir. Araştırma modeli, Şekil 4.1’de gösterilmiştir.



Şekil 4.1. Araştırma Modeli

Zorunlu işleme kapanmaların tahmininde kullanılacak model, şirketin işleme kapanma ihtimalini hesaplayacaktır. İşleme kapanma ihtimali ile bağımsız değişkenlerin gruplandığı altı boyut arasındaki beklenen ilişki ve modeldeki bağımsız değişkenlerin adı, kodu, literatürde kullanıma sıklığı† ve formülü Çizelge 4.2’den

* Borsa İstanbul’da işlem sırası kapatılan şirketlerin finansal durum ve performansları çalışmanın üçüncü bölümünde ayrıntılı olarak tartışılmıştır (Çizelge 3.13’de). Zorunlu işleme kapanmaya konu olan şirketlerin likiditeleri zayıf, karlılıkları az, çalışma etkinlikleri ise düşüktür. Şirket ödeme gücünü kaybetmiş olup, finansmanında ağırlıklı olarak borç kullanmaktadır.

† Çelik (2013) yaptığı çalışmada, başarısızlığın tahmin modellerinde en sık kullanılan bağımsız değişkenleri 12 boyutta incelemiştir. Çelik (2013), SSCI ve SCI indekslerinde taranan dergilerde yayımlanmış makaleleri incelemiş ve her bir değişkenin kaç atıf aldığını tespit etmiştir. Çizelgede ISI veritabanlarında taranan dergilerde yayımlanmış makaleleri dikkate alan Çelik’in (2013) tespit ettiği atıf sayılarına yer verilmiştir.

görülebilir. Likiditesini kaybetmiş, borç ödeme gücü olmayan, karlılığı ve çalışma etkinliği düşük, finansmanında ağırlıklı olarak borç kullanan ve piyasada düşük değerlenmiş küçük ölçekli şirketlerin işleme kapanma ihtimallerinin daha yüksek olması beklenmektedir.

	<i>KOD</i>	<i>DEĞİŞKEN</i>	<i>ATIF</i>	<i>FORMÜL</i>	<i>İLİŞKİ</i>
<i>Likidite</i>	lik1	Cari Oran	34	Dönen Varlık /	Negatif (-)
	lik2	Asit-Test Oran	33	Likit Varlık / KVKYK	Negatif (-)
	lik3	Nakit Oranı	12	Hazır Değer/ KVKYK	Negatif (-)
	lik4	Dönen Varlık/ Aktif	13	Dönen Varlık/Aktif	(+) / (-)
<i>Karlılık</i>	kar1	Aktif Karlılık	35	Net Kar/ Aktif (Ort.)	Negatif (-)
	kar2	FAVÖK / Aktif	33	FAVÖK/Aktif	Negatif (-)
	kar3	Net Kar Marjı	12	Ana Ortaklık Karı /	Negatif (-)
	kar4	FAVOK Marjı	10	FAVÖK/Satışlar	Negatif (-)
<i>Mali Yapısı ve Yükümlülükleri Karşılama</i>	mali1	Kaldıraç Oranı	31	Toplam Borç/Aktif	Pozitif (+)
	mali2	Fin. Gid. / Satışlar	14	Finansman Gid. /	Pozitif (+)
	mali3	Özkaynak / Aktif	14	Özkaynak/Aktif	Negatif (-)
	mali4	Duran Varlık / Aktif	5	Duran Varlık/Aktif	(+) / (-)
	mali5	FAVÖK /Fin. Gid.	14	FAVÖK/Fin Gİd.	Negatif (-)
<i>Çalışma Etkinliği</i>	etki1	Aktif Devir Hızı	24	Net Satışlar/Aktif	Negatif (-)
	etki2	Stok Devir Hızı	4	SMM / Stok (Ort.)	Negatif (-)
	etki3	Alacak Devir Hızı	5	Net Satışlar / Alacak	Negatif (-)
	etki4	Borç Devir Hızı	1	SMM / Ticari Borç	Pozitif (+)
<i>Piyasa Çarpanları</i>	piyasa1	PD / Aktif	10	Piyasa Değeri / Aktif	Negatif (-)
	piyasa2	PD / Borç	5	Piyasa Değeri /	Negatif (-)
<i>Büyüklik</i>	büyüklik1	Aktif (ln)	10	Ln (Aktif)	Negatif (-)
	büyüklik2	PD (ln)	2	Ln (Piyasa Değeri)	Negatif (-)
	büyüklik3	Satışlar (ln)	2	Ln (Satışlar)	Negatif (-)

Çizelge 4.2. Modelde Kullanılacak Değişkenler

Modelde Çizelge 4.2’de verilen değişkenlerin tamamı kullanılmamıştır. Değişkenlerin lojistik modelde yer alıp almayacağı, standart ve adım olmak üzere iki farklı yönteme göre belirlenebilir. Araştırmada, ileriye doğru adım adım değişken seçme yöntemi kullanılmıştır. Değişkenlerin aralarındaki korelasyon, değişkenlerin boyutları ve literatürdeki kullanım sayıları dikkate alınarak, modelde yer alacak değişkenler belirlenmiştir. Değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları hesaplanmış ve Çizelge 4.3’de yer verilmiştir. Yüksek korelasyon dikkate alınarak, modelin tahmin hassasiyeti üzerindeki olumsuz etkisinin sınırlandırılması amaçlanmıştır.

	liq1	liq2	liq3	liq4	kar1	kar2	kar3	kar4	mali1	mali2	mali3	mali4
liq1	1,0000											
liq2	0,9999	1,0000										
liq3	0,9998	0,9999	1,0000									
liq4	0,1707	0,1688	0,1644	1,0000								
kar1	0,1265	0,1248	0,1214	0,1566	1,0000							
kar2	-0,0049	-0,0056	-0,0055	0,0896	0,5477	1,0000						
kar3	0,0108	0,0108	0,0106	-0,0405	0,0768	0,2187	1,0000					
kar4	0,0091	0,0091	0,0089	-0,0362	0,0631	0,2149	0,9877	1,0000				
mali1	-0,0627	-0,0608	-0,0572	-0,2489	-0,3471	-0,1113	0,0072	0,0083	1,0000			
mali2	-0,0176	-0,0170	-0,0170	0,1104	-0,0409	-0,1796	-0,6456	-0,5860	-0,0115	1,0000		
mali3	0,0637	0,0618	0,0581	0,2562	0,3439	0,1094	-0,0081	-0,0091	-0,9996	0,0130	1,0000	
mali4	-0,1710	-0,1691	-0,1647	-0,9999	-0,1571	-0,0903	0,0390	0,0347	0,2493	-0,1086	-0,2566	1,0000
mali5	0,0015	0,0017	0,0016	0,1621	0,1684	0,2524	0,0326	0,0268	-0,0020	-0,0163	0,0017	-0,1626
etki1	-0,0057	-0,0051	-0,0067	0,1787	0,0197	-0,0140	0,0183	0,0164	-0,0307	-0,0314	0,0316	-0,1801
etki2	-0,0382	-0,0363	-0,0377	0,0580	0,1061	0,0686	0,0373	0,0334	-0,0228	-0,0625	0,0243	-0,0579
etki3	0,1495	0,1503	0,1516	0,1371	-0,0748	-0,0628	0,0163	0,0151	0,0053	-0,0252	-0,0044	-0,1373
etki4	0,8890	0,8891	0,8892	0,2498	0,1185	-0,0119	0,0199	0,0173	-0,0789	-0,0326	0,0802	-0,2499
piyasa1	-0,0143	-0,0157	-0,0169	-0,0992	0,0823	0,0159	0,0592	0,0292	0,0905	0,0028	-0,0861	0,0993
piyasa2	0,2536	0,2521	0,2511	-0,0668	0,0792	-0,0221	0,0180	0,0149	-0,0943	-0,0234	0,0961	0,0671
buyukluk1	-0,1350	-0,1341	-0,1336	-0,2128	0,3473	0,1986	0,0879	0,0829	-0,2128	-0,0311	0,2050	0,2124
buyukluk2	-0,1117	-0,1121	-0,1124	-0,1744	0,3502	0,2340	0,0940	0,0763	-0,1957	-0,0631	0,1913	0,1743
buyukluk3	-0,0558	-0,0566	-0,0540	0,0335	0,2291	0,2788	0,2018	0,1869	-0,2280	-0,2477	0,2231	-0,0355

Çizelge 4.3. Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

	mali5	etki1	etki2	etki3	etki4	piyasa1	piyasa2	piyasa3	buyukluk1	buyukluk2	buyukluk3
mali5	1,0000										
etki1	0,0168	1,0000									
etki2	0,0771	-0,0009	1,0000								
etki3	-0,0028	0,5013	-0,0507	1,0000							
etki4	0,0053	0,2789	-0,0546	0,4639	1,0000						
piyasa1	0,0958	-0,0145	-0,0286	-0,0375	-0,0505	1,0000					
piyasa2	0,0942	-0,0205	-0,0524	0,0674	0,2064	0,4881	1,0000				
buyukluk1	0,1155	-0,0755	0,1641	-0,2236	-0,1712	-0,0361	-0,0747	-0,0181	1,0000		
buyukluk2	0,1795	-0,0507	0,1226	-0,1932	-0,1523	0,3313	0,0660	0,0682	0,8878	1,0000	
buyukluk3	0,1830	0,1087	0,2099	-0,0087	-0,0080	-0,0002	-0,0789	-0,2075	0,5974	0,5824	1,0000

110 Çizelge 4.3. (devam) Değişkenler Arasındaki Korelasyon Katsayıları

4.4. Araştırmanın Yöntemi

Araştırmanın yöntemi; kuramsal çerçeve, yöntem ve analiz teknikleri alt başlıklarından oluşmaktadır.

4.4.1. Kuramsal çerçeve

Başarısızlığın tahmin edilmesine yönelik ortaya koyulan modeller, teorik ve istatistiksel bazlı olarak ikili bir ayırmda incelenebilir. Ağırlıklı olarak istatistiksel bazlı modellerden yararlanılmakta olup; kısıtlı sayıda çalışmanın teorik modellerle ilişkilendirildiğini söylemek mümkündür (Morris, 2018).

İstatistiksel modeller, kullanılan bağımsız değişkenin sayısına bağlı olarak, kendi içerisinde tek ve çok değişkenli modeller olmak üzere iki alt başlık altında gruplandırılabilir. Tek değişkenli modellerin, başarısızlık literatüründeki öncü çalışmalarda (Fizpatrick, 1932; Smith ve Winakor,1935) kullanıldığı görülmektedir. Tek değişkenli modellerdeki amaç, işletmenin gelecekteki finansal durumunun tahmin edilmesine olanak veren değişkenin tespit edilmesidir. Fizpatrick (1932), bir işletmenin başarısızlığının tahmininde, “Net Kar/Net Değer” rasyosunun önemine vurgu yaparken; Smith ve Winakor (1935), “İşletme Sermayesi/Toplam Varlıklar” rasyosunun başarısızlık için en önemli gösterge olduğunu tespit etmiştir. Tek değişkenli modellerin kullanıldığı çalışmalardan elde edilen sonuçların birbirinden açık bir şekilde farklılaşması ve herhangi bir fikir birliğine ulaşamaması, birçok değişkeni dikkate alan modellerin kullanılması gerekliliğini ortaya koymuştur (Zopounidis ve Paraschou, 2013).

Tek değişkenli istatistiksel modellerin yöntemsel açıdan en büyük sakıncası, yalnızca bir değişkeni ele alarak, bağımlı değişkenle doğrusal ilişki kurmasıdır. Çok değişkenli modeller ise bütün değişkenleri bir arada, karşılıklı ilişkilerini gözетerek dikkate almaktadır. Başarısızlık tahmininde kullanılan çok değişkenli modeller, genellikle diskriminant analizi ile lojistik regresyon analizine dayalı olarak geliştirilmektedir.

Altman (1968) tarafından geliştirilen ilk iflas tahmin modelinde kullanılan diskriminant analizi, özellikle 1966-2000 döneminde araştırmacıların yoğun olarak

kullandığı bir yöntem olarak göze çarpmaktadır (Çelik, 2013). Başarısızlığın tahmininde sıklıkla kullanılması, araştırmacılar tarafından kabul görmüş bir yöntem olduğunu da göstermektedir. Diskriminant analizinde amaç, bağımlı değişkene ilişkin tahminde bulunmak ve doğru bir şekilde sınıflandırmaktır. Model, işletmelerin başarılı ve başarısız ayrımına olanak sağlamaktadır. Modelin performansı, gruplar arasında en iyi ayrımı sağlayan değişkenlerin doğrusal bileşiminin elde edilmemesine bağlıdır. Ayrım, önceden belirlenen bir değişken setine dayanarak yapıldığı için, başarılı ve başarısızlık tahmininde kullanılan örneğin de modelin performansı üzerine etkisi vardır. Doğrusal bir diskriminant fonksiyonu;

$$Z_i = w_1x_1 + w_2x_2 + \dots + w_nx_n$$

Z_i = Diskriminant değeri

w_i = Diskriminant katsayıları

x_n = Bağımsız değişkenin değeri

olarak ifade edilebilir. Çoklu diskriminant analizi, doğrusal olarak ele alınabileceği gibi kuadritik tahmin yapmak da mümkündür.

Diskriminant analizi yöntemi; gruplara ait verilerin, çok değişkenli normal dağılıma sahip olduğunu ve grupların varyans-kovaryans matrislerinin birbirine eşit olduğunu varsaymaktadır. Genellikle araştırmalarda, modelin tahmin gücünün yüksek çıkması durumunda, varsayımların gözardı edilebileceğine ilişkin görüşler mevcut olsa da, Ohlson (1980), bu varsayımlardan lojistik regresyon yöntemi kullanarak kaçınılabileceğini ifade etmiştir. Lojistik regresyon yönteminin, diskriminant analizine göre diğer bir üstünlüğü ise başarısızlık olasılıklarının hesaplanmasına yöneliktir. Diskriminant analizi sonucunda elde edilen skorlar, sıralama yapmayı mümkün hale getirirse de başarısızlığın olasılığı hakkında bilgi vermemektedir. Lojistik regresyon yönteminde ise, işletmenin başarısız olma olasılığı hesaplanarak, sınıflandırma yapılmaktadır. Diskriminant analizine göre belirgin üstünlükleri bulunan lojistik regresyona dayalı modellerin, işletme başarısızlığının tahmininde kullanılmaya başlanması eskiye dayansa da, özellikle 2000 yılı sonrasında yoğun bir şekilde kullanılmıştır.

Başarısızlık tahmininde ayrıca ele alınması gereken diğer önemli bir grup ise yapay zeka modelleridir. Gelişen teknoloji ve artan veri kullanımı ile birlikte, başarısızlığın tahmin edilmesinde yapay zeka modelleri yoğun olarak kullanılmaya başlamıştır. Yapay zekanın bir alt disiplini olan makine öğrenmesine dayalı geliştirilen modellerle, mevcut verilerden elde edilen deneyimler, başarısızlığın tahmin edilmesinde kullanılmaktadır. Yapay sinir ağları, karar ağaçları, genetik algoritmalar gibi çeşitli algoritmalar ve yöntemlerle, verilerde bulunan kalıplar öğrenilir ve benzer durumlarla karşılaşıldığında çıkarım yapabilen sistemler geliştirilir. Bu sistemlerin, özellikle büyük boyutta verilerin kullanılabileceği örneklerde, diskriminant analizi ve lojistik regresyona göre daha iyi sonuç vermesi olasıdır (Jones, 2017).

<i>Makale</i>	<i>Ülke</i>	<i>Araştırma</i>	<i>İstatistiksel</i>	<i>Sınıflandırma</i>
<i>Ohlson (1980)</i>	ABD	1970-1976	Lojistik	87,60
<i>Casey ve Bartczak (1985)</i>	ABD	1971-1982	Lojistik	88,00
<i>Zavgren (1985)</i>	ABD	1972-1978	Lojistik	90,00
<i>Zavgren ve Friedman (1988)</i>	ABD	1972-1978	Lojistik	82,00
<i>Dambolena ve Shulman (1988)</i>	ABD	1977-1980	Lojistik	89,00
<i>Keasey ve McGuinness (1990)</i>	Birleşik Krallık	1976-1984	Lojistik	86,00
<i>Keasey, vd.(1990)</i>	ABD	1976-1986	Lojistik	86,00
<i>Gilbert, vd. (1990)</i>	ABD	1972-1983	Lojistik	81,90
<i>Platt ve Platt (1990)</i>	ABD	1972-1986	Lojistik	90,00
<i>Ooghe vd. (1991)</i>	Belçika	1985-1990	Lojistik	85,30
<i>Theodossiou (1991)</i>	Yunanistan	1980-1984	Lojistik	94,52
<i>Back vd. (1996)</i>	Finlandiya	1986-1989	Lojistik	86,49
<i>Begley, vd. (1996)</i>	ABD	1980-1989	Lojistik	84,42
<i>Latinen ve Latinen (1998)</i>	Finlandiya	1986-1991	Lojistik	80,49
<i>Dimitras vd. (1999)</i>	Yunanistan	1986-1993	Lojistik	90,00
<i>Lin ve Piesse (2001)</i>	Birleşik Krallık	1985-1994	Lojistik	87,00
<i>Claessens, vd. (2003)</i>	Beş Doğu Asya	1996-1998	Lojistik	77,50
<i>Koh ve Low (2004)</i>	ABD	1980-1987	Lojistik	94,00
<i>Charitou, vd. (2004)</i>	Birleşik Krallık	1988-1997	Lojistik	85,56
<i>Li ve Sun (2008)</i>	Çin	2000-2005	Lojistik	87,93
<i>Lin (2009)</i>	Tayvan	1998-2005	Lojistik	86,40
<i>Arslan ve Karan (2009)</i>	Türkiye	2007	Lojistik	85,40
<i>Bhimani, vd. (2010)</i>	Portekiz	1997-2003	Lojistik	95,00
<i>Altman vd. (2010)</i>	İngiltere	2000-2005	Lojistik	76,00
<i>Jardin ve Severin (2011)</i>	Fransa	1995-2003	Lojistik	81,14
<i>Tinoco ve Wilson (2013)</i>	Birleşik Krallık	1980-2011	Lojistik	80,4
<i>Ercan vd. (2015)</i>	Türkiye	2007-2013	Lojistik	79,42
<i>Cultrera ve Brédart (2016)</i>	Belçika	2002-2012	Lojistik	82,97
<i>Altman vd. (2017)</i>	Avrupa	2007-2010	Lojistik	90,00
<i>Duarte vd. (2017)</i>	Portekiz	2007-2010	Lojistik	77,20
<i>Ciampi (2018)</i>	İtalya	2008-2010	Lojistik	83,40

Çizelge 4.4. Lojistik Regresyon Kullanılan Modeller

Çalışmada, araştırma örneklemindeki veri sayısının kısıtlı olması da dikkate alınarak, lojistik regresyon yöntemi kullanılmıştır. Lojistik regresyonun kullanıldığı ilk çalışma Ohlson (1980) tarafından yapılmıştır. Ohlson (1980), 1970-1976 döneminde iflas eden 105 firma ile, Compustat’tan aldığı 2058 faaliyetine devam eden firmadan oluşan bir örneklem kullandığı çalışmada üç model oluşturmuştur. Bağımsız değişken olarak dokuz finansal oran incelemiş olup, firma büyüklüğü (aktif), finansal

yapı (kaldıraç oranı), performans (aktif karlılık) ve likiditenin (net işletme sermayesi ve cari oran) önemli olduğunu vurgulamıştır. Başarısızlığın tahmininde daha sonraki yıllarda lojistik regresyon yönteminin kullanıldığı önemli çalışmalar, Çizelge 4.4'te verilmiştir. Çizelge incelendiğinde, lojistik regresyon yönteminin gelişmiş ülke firmalarından oluşan örneklemelere uygulandığı gibi gelişmekte olan ülkeler için de başarılı sonuçlar verdiği görülmektedir. Modellerin tahmin gücünü gösteren sınıflandırmadaki başarısı ise, %77 ile %95 arasında değişmektedir.

Türkiye özelinde bakıldığında, başarısızlık literatürü kapsamında, lojistik regresyonun kullanıldığı çalışmalar da mevcuttur. Arslan ve Karan (2009), ATO üyesi 1666 KOBİ'ye lojistik regresyon uygulayarak kredi riskine etki eden faktörleri inceledikleri çalışmada KOBİ'leri, ihracat geliri elde edip etmemesine bağlı olarak yerel ve uluslararası firma olarak ayırmışlardır. Ticari kredi, finansal giderler, vergi ve net kar marjının artması, yerel işletmelerde temerrüt riskini artırırken; uluslararası şirketlerde temerrüt riski, stokların toplam varlıklardaki payının artmasına, net kar marjı ile satışların ise azalmasına bağlı olarak yükselmektedir. Çalışmada, yerli firmalar ile uluslararası firmaların temerrüt risk bileşenlerinin farklı olduğuna dair somut kanıtlar sunularak, her iki grup için de kayıt dışı işlemlerin belirgin bir rol oynadığı vurgulanmıştır. Uğurlu (2013), BİST'te yer alan firmaların örneklemi oluşturduğu çalışmada probit analizi uygulayarak; faaliyet karlılığındaki düşüş, likidite kaybı ve finansal kaldıraçtaki artışın finansal açıdan başarısız olma ihtimalini de artırdığını ortaya koymuştur. Kurumsal yönetim değişkenlerinin finansal başarısızlık üzerinde etkisi göreceli olarak daha az bulunmuş, iflas riskinin çeşitlendirme stratejileri ve ortaklık yapısındaki değişimlerle azaltılabileceği savunulmuştur. Uğurlu ve Aksoy (2006), 1996-2003 döneminde Borsa İstanbul'da işlem gören 27'si başarılı ve 27'si başarısız olmak üzere 54 şirketten oluşan örneklem üzerinde lojistik regresyon kullanarak, finansal başarısızlığı tahmin etmeye çalışmıştır. FAVÖK/toplam varlıklar oranı, faaliyet kar marjı ve toplam alacaklar içindeki ticari kredi oranı başarısızlığın tahmininde en önemli değişkenler olarak bulunmuştur. Ercan ve diğerleri (2015), kredi riskini ölçmek amacıyla, Borsa İstanbul'da işlem gören 206 imalat şirketinden oluşan örneklem lojistik regresyon analizi uygulamışlardır. Araştırma dönemi 2007-2013 yıllarını kapsayan çalışmanın sonuçlarına göre, finansal başarısızlık ile firmanın “faiz, vergi ve amortisman öncesi karı” ve “faaliyetlerden elde

edilen nakit akımları” değişkenleri arasında negatif, finansal kaldıraçla ise pozitif bir ilişki bulunmuştur.

4.4.2. Yöntem ve analiz teknikleri

Regresyon modellerinde, bağımlı değişkenin kukla değişken olarak alınması mümkündür. Bağımlı değişkenin 0 ve 1 değerlerini aldığı kategorik modeller, ikili tepki modelleri olarak adlandırılmaktadır.

Kukla değişkenin bağımlı değişken olarak regresyon modelinde yer alabilmesi, araştırmacılara büyük esneklik sağlamaktadır. İkili tepki modellerinde kukla değişken yardımıyla, işletmenin başarılı ya da başarısızlık durumu kolaylıkla sayısallaştırılabilir. Doğrusal olasılık modeli, probit model ve lojistik model ikili tepki modellerinden en bilinenleridir.

Doğrusal olasılık modellerinde, bağımlı değişken 0-1 aralığında kısıtlanmışken; bağımsız değişkenlerde böyle bir kısıtlama söz konusu değildir. Regresyon modeli i gözlemi için

$$y_i = \mathbf{x}_i' \boldsymbol{\beta} + u_i \quad (4.1)$$

şeklinde kapalı formda tanımlansın. Modelde $\mathbf{x}_i'$ açıklayıcı değişken vektörünü, $\boldsymbol{\beta}$ parametre vektörünü ve u_i hata terimini göstermektedir. Bağımlı değişken olan y_i ise 0 ve 1 değerlerini alacaktır;

$$y_i = \begin{cases} 1 & i. \text{ hisse senedinin işlem sırasının kapatılması} \\ 0 & i. \text{ hisse senedinin işlem görmeye devam etmesi} \end{cases}$$

Bağımlı değişkeni (y_i), 0 ve 1 değerlerini alan tek bağımsız değişkenli regresyon modeli ise;

$$y_i = \alpha + \beta x_i + u_i \quad (4.2)$$

olarak gösterilebilir. Bu modelin beklenen değeri alınarak doğrusal olasılık modeli elde edilir;

$$E(y_i) = 1 \times P(y_i = 1) + 0 \times P(y_i = 0) = P(y_i = 1) = p_i \quad (4.3)$$

x verildiğinde y 'nin koşullu beklenen değeri ise

$$E(y_i|x_i) = 1 \times P(y_i = 1|x_i) + 0 \times P(y_i = 0|x_i) = P(y_i = 1|x_i) \quad (4.4)$$

olur. Böylece $0 \leq p_i \leq 1$ olduğundan $0 \leq E(y_i|x_i) \leq 1$ olarak gösterilebilir. Ancak doğrusal olasılık modelinde bu durum sağlanmamaktadır. Doğrusal olasılık modeli tahmin edildiğinde, elde edilen $\hat{y}_i$ 'lerden bazıları 0'dan küçük, bazıları ise 1'den büyüktür. 0'dan küçük olanlarda $\hat{y}_i$ 'nin sifıra eşit olduğu varsayılırken; 1'den büyük değerlerde $\hat{y}_i$ 'nin bire eşit olduğu kabul edilir. Doğrusal olasılık modelinde karşılaşılan diğer önemli sorunlar ise, hata teriminin değişen varyanslı ve iki değer alan binom dağılımına sahip bir rastgele değişken olmasıdır. Büyük örneklemelerde doğrusal olasılık modelinde dağılımın normal dağılım olduğu varsayılırken; genelleştirilmiş en küçük kareler veya ağırlıklandırılmış en küçük kareler yöntemleri kullanılarak da değişen varyans problemi çözülür. Goldberger'e (1964) benzer şekilde, ağırlıklandırılmış en küçük kareler yöntemini kullanarak doğrusal olasılık modelinin parametrelerini tahmin etmek mümkündür.

İkili tepki modellerinde aşağıda verilen $\mathbf{x}_i$ değişkenlerinin y_i^* değişkeni üzerine doğrusal regresyonu incelenir (Long, 1997):

$$y_i^* = \mathbf{x}_i' \boldsymbol{\beta} + u_i \quad (4.5)$$

Eşitlikte y_i^* rastgele değişkeni, gizli değişken olarak adlandırılır ve gözlenemeyen sürekli değişken yerine iki düzeyli y_i değişkeni oluşturulur.

$$y_i = \begin{cases} 1 & y_i^* > c \\ 0 & y_i^* \leq c \end{cases}$$

Eşik değerini gösteren c katsayısı, genellikle 0 alınır. Böylece gözlenemeyen sürekli bir değişken kategorik bir değişkene dönüştürülmüş olur.

$$\begin{aligned} P(y_i = 1|\mathbf{x}_i) &= P(y_i^* > 0|\mathbf{x}_i) = P(\mathbf{x}_i' \boldsymbol{\beta} + u_i > 0|\mathbf{x}_i) \\ &= P(u_i > -\mathbf{x}_i' \boldsymbol{\beta}|\mathbf{x}_i) = P(u_i \leq \mathbf{x}_i' \boldsymbol{\beta}|\mathbf{x}_i) = F(\mathbf{x}_i' \boldsymbol{\beta}) \end{aligned}$$

Burada $F(\cdot)$; $\forall x \in \mathbb{R}$ için $F: x \rightarrow [0,1]$ koşulunu sağlamak üzere u 'nun bir dağılım fonksiyonudur. Şayet u standart normal dağılıma sahipse probit modeli, lojistik dağılıma sahip ise lojistik model kullanılır.

Lojistik model, doğrusal olasılık modelinde karşılaşılan problemlerden biri olan $0 \leq E(y_i|\mathbf{x}_i) \leq 1$ şartını sağlamak için geliştirilmiştir. Birikimli olasılık dağılımından elde edilen lojistik dağılımın bir fonksiyonudur. Lojistik modelde, y_i bağımlı değişkenin koşullu dağılımını ifade eden $0 \leq E(y_i|\mathbf{x}_i) \leq 1$ tahmincisi her zaman 0-1 aralığında değerler almaktadır. Bu şartı sağlamak için lojistik dağılım fonksiyonundan yararlanılır (Güriş ve Akay, 2018);

$$p_i = F(Z_i) = F(\mathbf{x}_i'\boldsymbol{\beta}) = \frac{1}{1 + e^{-Z_i}} = \frac{1}{1 + e^{-\mathbf{x}_i'\boldsymbol{\beta}}} \quad (4.6)$$

olur. p_i , i. hisse senedinin işlem sırasının kapanma olasılığını belirtir ve bağımsız değişkenler hakkında bilgi verir. Z_i değişkeni $-\infty$ ile $+\infty$ arasında değer alırken, P_i de 0 ile 1 arasında değer alır. Böylece doğrusal olasılık modelinde karşılaşılan problem ortadan kalkar. Modeldeki tahmin edilen olasılıklar, 0-1 aralığında değerler alarak, olasılık gibi yorumlanması mümkün hale gelir. p_i ve Z_i arasındaki ilişki doğrusal olmayan bir ilişkiyi ifade eder.

Bir olayın gerçekleşme olasılığının, gerçekleşmeme olasılığına bölünmesi, bahis oranı (odds ratio) olarak adlandırılmaktadır;

$$\frac{P(y_i = 1|\mathbf{x}_i)}{P(y_i = 0|\mathbf{x}_i)} = \frac{p_i}{1 - p_i} = e^{Z_i} = e^{\mathbf{x}_i'\boldsymbol{\beta}} \quad (4.7)$$

Bahis oranı, olasılık oranı ile ilişkilidir. Gerçekleşme olasılığının tanımlanmasında kullanılır. Bahis oranının alt sınırı, olasılığa benzer şekilde sıfırdan, herhangi bir üst sınırı bulunmamaktadır, 0 ile $+\infty$ arasında değerler alabilir. Asimetrik olan bahis oranının logaritması alındığında simetrik hale gelir. (4.7) eşitliğinin her iki tarafının logaritması alınır;

$$\ln\left(\frac{P(y_i = 1|\mathbf{x}_i)}{P(y_i = 0|\mathbf{x}_i)}\right) = \mathbf{x}_i'\boldsymbol{\beta} \quad (4.8)$$

elde edilir. Bu logaritmik eşitlik “lojistik model” olarak adlandırılır. (4.8) eşitlik hem $\mathbf{x}$ hem de parametrelere göre doğrusaldır ve $-\infty$ ile $+\infty$ arasında değerler almaktadır.

Araştırmada lojistik model kullanılarak işleme kapanma ihtimali belirlenmeye çalışılmıştır. Lojistik model, nitel tercih modelleri arasında en çok kullanılan model

olduğu gibi, başarısızlık literatüründe de son yıllarda en fazla tercih edilen yöntemdir. Bağımlı değişkene bağlı olarak ordinal, mutinominal ve ikili (binary) lojistik regresyon analizinden bahsetmek mümkündür. Bağımlı değişkenin ikili yapıda (işleme sırası kapanan-işlem görmeye devam eden) olan ikili lojistik modelinin tahmin edilmesinde en çok olabilirlik yönteminden yararlanılabilir.

Bağımlı değişken y_i iki değer alan bir Bernoulli değişkeni olduğundan, koşullu olasılık yoğunluk fonksiyonu aşağıdaki gibidir (Long, 1997):

$$\begin{aligned} f(y_i|x_i) &= p_i^{y_i}(1 - p_i)^{1-y_i} \quad y_i = 0,1 \text{ için} \\ &= F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})^{y_i}[1 - F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})]^{1-y_i} \end{aligned} \quad (4.9)$$

y_i rastgele değişkeni için olabilirlik fonksiyonu ve log olabilirlik fonksiyonu;

$$\begin{aligned} L(\boldsymbol{\beta}) &= \prod_{i=1}^n f(y_i|x_i) = \prod_{i=1}^n F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})^{y_i}[1 - F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})]^{1-y_i} \\ l(\boldsymbol{\beta}) &= \ln L(\boldsymbol{\beta}) = \sum_{i=1}^n [y_i \ln F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta}) + (1 - y_i) \ln(1 - F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta}))] \end{aligned} \quad (4.10)$$

şeklinde elde edilir. (4.10)'da verilen log olabilirlik fonksiyonunun $\boldsymbol{\beta}$ parametresine göre kısmi türevi alındığında

$$\frac{\partial l(\boldsymbol{\beta})}{\partial \boldsymbol{\beta}} = \sum_{i=1}^n \left[\frac{\partial}{\partial \boldsymbol{\beta}} y_i \ln F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta}) + \frac{\partial}{\partial \boldsymbol{\beta}} (1 - y_i) \ln(1 - F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})) \right] \quad (4.11)$$

elde edilir. Bu kısmi türevde toplamın içinde yer alan birinci terim aşağıdaki gibi açılır:

$$\frac{\partial}{\partial \boldsymbol{\beta}} y_i \ln F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta}) = \frac{\partial y_i}{\partial \boldsymbol{\beta}} \ln F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta}) + y_i \frac{\partial \ln F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})}{\partial \boldsymbol{\beta}} = y_i \frac{F'(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})}{F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})} \quad (4.12)$$

Burada

$$F'(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta}) = \frac{\exp(-\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})}{[1 + \exp(-\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})]^2} \mathbf{x}_i = F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})[1 - F(\mathbf{x}'_i\boldsymbol{\beta})] \mathbf{x}_i \quad (4.13)$$

Toplamın içinde yer alan ikinci terim ise birinci terime benzer olarak şu şekilde açılır:

$$\begin{aligned} \frac{\partial}{\partial \boldsymbol{\beta}} (1 - y_i) \ln(1 - F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})) \\ = \frac{\partial (1 - y_i)}{\partial \boldsymbol{\beta}} \ln(1 - F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})) + (1 - y_i) \frac{-F'(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})}{1 - F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})} \end{aligned} \quad (4.14)$$

(4.12) ve (4.14) nolu eşitlikler (4.11) eşitlikte yerine yazılıp 0'a eşitlendiğinde

$$\begin{aligned} \frac{\partial l(\boldsymbol{\beta})}{\partial \boldsymbol{\beta}} &= \sum_{i=1}^n \left[y_i \frac{F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})[1 - F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})]\mathbf{x}_i}{F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})} - (1 - y_i) \frac{F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})[1 - F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})]\mathbf{x}_i}{1 - F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})} \right] \\ &= \sum_{i=1}^n [y_i - F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})]\mathbf{x}_i = 0 \end{aligned} \quad (4.15)$$

elde edilir. (4.15) nolu eşitliğin çözümü (şayet varsa) $\hat{\boldsymbol{\beta}}$ en çok olabilirlik tahminini verir.

$$\frac{\partial^2 l(\boldsymbol{\beta})}{\partial \boldsymbol{\beta} \partial \boldsymbol{\beta}'} = - \sum_{i=1}^n F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta})(1 - F(\mathbf{x}'_i \boldsymbol{\beta}))\mathbf{x}_i \mathbf{x}'_i$$

Böylece $\boldsymbol{\beta} \in \mathbf{B}$ için $\frac{\partial^2 l(\boldsymbol{\beta})}{\partial \boldsymbol{\beta} \partial \boldsymbol{\beta}'}$ negatif tanımlı bir matris olduğundan olabilirlik fonksiyonu global konkavdır.

Modelin öngörü başarısının değerlendirilmesi için öngörü olasılığının belli bir olasılık değerini aşıp aşmaması durumuna göre yeni bir kesikli değişken oluşturulur (Emirmahmutoğlu, 2011). Yeni oluşturulacak kesikli değişken, öngörü olasılığı belli bir olasılık değerini aşarsa “1” aşmazsa “0” değerini almaktadır. Kesme değeri (cut-off) olarak adlandırılan olasılık değeri; I. tip hata ile II. tip hata arasındaki kayıp fonksiyonunu (loss function) en küçükleyen değer olarak seçilir (Berg v.d., 2004: 19).

$$Kayıp Fonksiyonu_{en\ küçük} = \left(\frac{B}{A + B} \right) + \left(\frac{C}{C + D} \right) \quad (4.16)$$

Kayıp fonksiyonu, işlem görmeye devam eden şirketler (A+B) içindeki yanlış sinyallerin (B) oranı ile işlem sırası kaptılan şirketler (C+D) içindeki kaçan sinyallerin (C) oranının eşit ağırlıklı toplamıdır. Kayıp fonksiyonuna ilişkin eşitlik 4.16 verilmiş

olup, daha iyi anlaşılması için Çizelge 4.5'te verilen model performans matrisi incelenebilir.

	İşlem sırasının kapatılması öngörülmezse, $s_i = 0$	İşlem sırasının kapatılması öngörülürse, $s_i = 1$	Toplam
İşlem görmeye devam eden, $y_i = 0$	A	B (II. Tip Hata)	A+B
İşlem sırası kapatılan, $y_i = 1$	C (I. Tip Hata)	D	C+D
Toplam	A+C	B+D	n

Çizelge 4.5. Model Performans Matrisi

Modelin performans matrisi oluşturulmuş olup (Çizelge 4.5), burada s_i tahmin değeri,

$$s_i = \begin{cases} 1 & P(y_i = 1 | \mathbf{x}_i) \geq \tau \\ 0 & d.h \end{cases}$$

şeklinde tanımlanır. Modelin öngörü performansını değerlendirmek için gerçek gözlem değerleri ile modelden elde edilen tahmin değerleri karşılaştırılmalıdır. Performans matrisinde B ve C ise yanlış sınıflandırılan gözlemlerin sayısını belirtirken, A ve D değerleri doğru olarak sınıflandırılan gözlemlerin sayısını göstermektedir. İşleme kapanma gerçekleşmişken, işleme kapanmanın öngörülemediğini yani “kaçan sinyali” gösteren C değeri, I. tip hatayı ifade etmektedir. Diğer taraftan, işlem görmeye devam ettiği halde işleme kapanmanın öngörülmesi, diğer bir ifadeyle “yanlış sinyalleri” gösteren B değeri ise, II. tip hataya karşılık gelmektedir. I. ve II. tip hatalar (C + B) ne kadar az ise modelin başarısı o kadar yüksektir. Doğru olarak sınıflandırılan gözlemlerin (A+D), toplam gözlem sayısına (n) oranlanması yoluyla da modelin tahmin gücünü gösteren sınıflandırmadaki başarısı ortaya konmuş olur.

4.5. Analiz ve Bulgular

Lojistik modelde yer alacak değişkenlerin belirlenmesinde öncelikle değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları dikkate alınmıştır. Korelasyon katsayıları ile birlikte değişkenlerin boyutları ve literatürdeki kullanım sayıları da

dikkate alınarak, değişkenler modele sırayla eklenmiştir. Bu işleme, yeni eklenen değişkenin uyumu artıramayınca kadar devam ettirilmiştir. Her boyutu ölçen en en az bir değişken olan bir model olmasına gayret edilmiştir. Sonuç olarak, 22 finansal oran arasından yapılan seçim işlemi sonunda, 11 finansal oran bağımsız değişken olarak modele eklenmiştir. Zorunlu işleme kapanmaların tahmini için geliştirilen model;

$$Z_i = w_1lik1 + w_2lik5 + w_3kar1 + w_4kar3 + w_5mali1 + w_6mali6 + w_7etki1 + w_8etki3 + w_9etki4 + w_{10}piyasa1 + w_{11}buyukluk1$$

şeklinde. Hisse senetlerinin işlem görmeye devam etmesi (0) ile işleme kapanma durumları (1) ise kategorik bağımlı değişken olarak düşünülmüştür. Yapılan lojistik regresyon analizi sonucunda değişkenlere ve modellere ilişkin olarak Çizelge 4.6’da gösterilen sonuçlar elde edilmiştir. Kurulan modelin bütün olarak istatistiksel anlamlılığı, Wald testiyle incelenmiş ve %5 anlamlılık düzeyinde modelin uygun olduğu sonucuna varılmıştır. Aynı zamanda modelin açıklama gücü “Pseudo R^2 ” değerine göre %43.73 olarak bulunmuştur.

Kod	Değişken	Katsayı	Dirençli Std. Hata	z	P> z
lik1	Cari Oran	-0,0766798	0,1412984	-0,54	0,587
lik4	Dönen Varlık/ Aktif	2,699721	1,220794	2,21	0,027
kar1	Aktif Karlılık	-1,109491	1,698469	-0,65	0,514
kar3	Net Kar Marjı	-0,470381	0,2400519	-1,96	0,050
mali1	Kaldıraç Oranı	1,893918	0,9108382	2,08	0,038
mali2	Fin. Gid. / Satışlar	0,766873	0,3916658	1,96	0,050
etki1	Aktif Devir Hızı	-0,276800	0,3961574	-0,70	0,485
etki3	Alacak Devir Hızı	-0,018998	0,0103692	-1,83	0,067
etki4	Borç Devir Hızı	0,009725	0,0046183	2,11	0,035
piyasa1	PD / Aktif	-0,755752	0,3182246	-2,37	0,018
buyukluk1	Aktif (ln)	-0,510922	0,1724619	-2,96	0,003
C	Sabit Terim	6,874741	3,661699	1,88	0,060
Wald Chi2(11)	46,35				
Prob > Chi2	0,0000				
Pseudo R²	0,4373				

Çizelge 4.6. Analiz Sonuçları

Model sonuçlarının herbir değişken için beklentilerle ve literatürle uyumu incelenmiştir;

- **Cari Oran (lik1):** İşletmenin likidite durumunu ortaya koymaktadır. İşletmenin net işletme sermayesinin yeterliliğini ortaya koyan oranın yüksek olması istenir. Modelde cari oran değişkeninin katsayısının işareti beklenildiği gibi negatif çıkmıştır. Bu durum işletmenin likiditesinin azaldıkça, işlem sırasının kapanma ihtimalinin arttığını ifade eder. İşareti literatürdeki sonuçlarla (Beaver, 1966; Altman, 1977; Moyer, 1977; Back, vd., 1996; Dimitras vd., 1999; Li ve Su, 2008; Bhimani vd., 2010) uyumlu olan değişkenin katsayısı, istatistiksel olarak anlamlı değildir.
- **Dönen Varlık/Aktif (lik4):** Dönen varlıkların, toplam varlıklar içerisindeki payını göstermektedir. İlk olarak Beaver (1966) tarafından işletmenin likidite durumunu yansıtmayı amacıyla kullanılmış ve başarılı işletmelerde oranın yüksek olmasını beklemiştir. Ancak bu beklentinin dışında sonuçların ortaya çıktığı çalışmalar da mevcuttur. Örneğin Premachandra ve diğerleri (2009), 1991-2004 yıllarında arasında ABD’de iflas eden firmaları inceledikleri çalışmada, modeldeki diğer değişkenlerden farklı olarak “Dönen Varlık/Aktif” oranının başarılı firmalardan istatistiksel olarak farklılaşmadığını belirtmişlerdir. Çizelge 4.6’daki sonuçlar incelendiğinde, değişkene ilişkin elde edilen katsayının işareti pozitif olarak bulunmuştur. Değişken katsayısının işareti (pozitif), oran büyüdükçe işleme kapanma ihtimalinin arttığını ifade etmektedir. Literatürdeki genel eğilimin aksi yönünde olsa bile bu sonuç kabul edilebilir. Oranın, likidite dışında firmanın aktif (mali) yapısı hakkında bilgi vermesi (Chen, 2009), zaman içerisinde başarısız işletmelerin yaptığı sabit nitelikteki yatırımların azalması ve işletmenin yaşı sebebiyle amortisman yoluyla dönen varlık payının artması, başarılı ve başarısız işletmelerde oranın farklılaşmasına neden olabilir.
- **Aktif Karlılık (kar1):** Yapılan yatırım üzerinden elde edilen kara ilişkin hesaplanan orandır. Net karın, aktife oranlanması yoluyla elde edilir ve yüksek olması istenir (Tanrıöven ve Aksoy, 2009). Modelde aktif karlılık değişkeninin katsayısının işareti beklenildiği gibi negatif çıkmıştır. Bu durum, işletmenin aktif karlılığının azaldıkça, işlem sırasının kapanma ihtimalinin arttığını ifade etmektedir. İşareti literatürdeki sonuçlarla (Altman, 1968; Aziz ve Lawson,

1989; Lin ve Piesse, 2001; Claessens vd., 2003; Lin, 2009) uyumlu olan değişkenin katsayısı, istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır.

- **Net Kar Marjı (kar3):** Satışlar üzerinden elde edilen net karı gösterir. Net karın, satışlara oranlanması yoluyla elde edilir. Başarılı işletmelerde yüksek olması istenir. Çizelge 4.6'daki sonuçlar incelendiğinde net kar marjının azaldıkça, işlem sırasının kapanma ihtimalinin arttığı gözükmemektedir. İstatistiksel olarak anlamlı bulunan değişkenin işareti literatürdeki sonuçlarla (Norton ve Smith, 1979; Keasey ve McGuinness, 1990; Keasey vd., 1990; Li and Sun, 2008) uyumludur.
- **Kaldıraç Oranı (mali1):** İşletmenin mali yapısını görmek için hesaplanır. İşletmenin sermaye yapısında daha fazla borca yer vermesi kaldıracı artıracaktır. Oranın yüksek çıkması, şirketin aşırı borçlandığını ve finansal riskinin arttığını gösterir. Elde edilen sonuçlara göre, finansal kaldıracın artması, işleme kapanma ihtimalini artırmaktadır. Diğer bir ifadeyle, borçlu firmaların daha çok işleme kapandığı gözlenmektedir. İstatistiksel olarak anlamlı bulunan değişkenin işareti literatürdeki sonuçlarla (Beaver, 1966; Norton ve Smith, 1979; Platt ve Platt, 1990; Back vd., 1994; Dimitras vd., 1999; Koh ve Low, 2004; Li ve Su, 2008) uyumludur.
- **Finansman Gideri/Satışlar (mali2):** Firmanın borçlanma maliyetini ölçer. Oranın yüksek çıkması firmanın finansal yükümlülükleri karşılamada zorluk çektiğinin bir göstergesi olarak kabul edilebilir. Başarılı firmalarda bu oranın düşük olması beklenir. İşareti literatürle (Min and Jeong, 2009) uyumlu olan değişkenin katsayısı, istatistiksel olarak anlamlıdır.
- **Aktif Devir Hızı (etki1):** Satışların aktiflere oranlanması yoluyla elde edilir. Aktiflerin bir yıl içerisinde kaç defa devrettiği göstermektedir. Aktif devir hızının yüksek çıkması, çalışma etkinliğinin de yüksek çıktığının bir göstergesi olup, bir işletmenin başarısı için arzu edilen bir durumdur. İşareti literatürdeki sonuçlarla (Altman, 1968; Moyer, 1977; Aziz ve Lawson, 1989; Back vd., 1994; Lin, 2009; Bhimani vd., 2010) uyumlu olan değişkenin katsayısı, istatistiksel olarak anlamlı değildir.
- **Alacak Devir Hızı (etki3):** İşletmenin alacak politikası ve tahsilat etkinliği hakkında fikir verir. Net satışların, ortalama alacak tutarına oranlanması yoluyla elde edilir. Yüksek alacak devir hızı, alacak ve tahsilat politikasındaki

etkinliğin göstergesi olarak kabul edilebilir. Çizelge 4.6'daki sonuçlar incelendiğinde, alacak devir hızının düşmesinin, işleme kapanma ihtimalini artırdığı söylenebilir. Başarısız bir işletmede zaman içerisinde işletmenin alacak tutarındaki artış, alacak devir hızı düşerecektir. Başarısız işletmelerdeki alacak tutarındaki artışın önemli nedenlerinden biri, ilişki taraflardan olan alacaklardan kaynaklanabilir. Elde edilen bu sonuç Borsa İstanbul Yakın İzleme Pazarı'na geçiş ile işlem sırasının kapanmasını gerektirecek hallerde işletmenin ilişkili alacaklarına ilişkin kriter olmasıyla da tutarlıdır. İstatistiksel olarak anlamlı bulunan alacak devir hızı değişkeninin işareti literatürdeki sonuçlarla (Norton ve Smith,1979; Mensah, 1984; Sung vd., 1999; Lin, 2009) uyumludur.

- **Borç Devir Hızı (etki4):** Bir mali yıl içerisinde ticari borçların kaç defa ödendiğini gösteren oran, satılan malın maliyetinin, ortalama ticari borca bölünmesiyle elde edilir. Borç devir hızının düşmesi, borç ödeme süresinin uzadığını ve finansman kaynağı yaratabildiği yansıtır. Borç devir hızının yüksek olması ise, işletmenin piyasadaki itibar düşüklüğünü, finansal kredibilitesindeki sorunu ve borç ödemede karşılabileceği sıkıntıyı düşündürebilir (Hu ve Ansell, 2007). Borç devir hızının modeldeki katsayısına bakıldığında, borç devir hızının artmasının işleme kapanma ihtimalini artırdığı görülmektedir. İstatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur.
- **Piyasa Değeri/Aktif (piyasa1):** İşletmenin piyasadaki algısını gösteren bir orandır. Piyasada oluşan fiyatın, bilanço kalemi olan aktiflere oranlanması yoluyla bulunur. Özkaynakların negatif olması durumunda piyasa değerinin aktiflere oranlanması daha sağlıklı sonuçlar verebilir. Literatürde sıklıkla kullanılan oranın (Altman, 1968; Moyer, 1977; Aziz ve Lawson, 1989; Begley vd.,1996; Koh ve Low, 2004), başarısız işletmelerde düşük olması beklenir. İstatistiksel olarak anlamlı olan oranın azalması, beklenildiği gibi işleme kapanma ihtimalini artırmaktadır.
- **Aktif (ln) (buyukluk1):** İşletmelerin aktif büyüklüğünün logaritmaları alınarak (ln) bulunmuştur. Sürekli kar eden bir işletme, yarattığı otofinansman kaynaklarla kolaylıkla aktif büyüklüğünü artırabilir. Başarısız bir işletmede ortaya çıkan zararlar ise özsermayeyi azaltarak, şirketin borca batık duruma gelmesine sebep olur (Altman, 1977; Aziz ve Lawson, 1989). İstatistiksel

olarak anlamlı olan değişkenin modeldeki katsayısına bakıldığında, işletmenin büyüklüğünün azalmasının işleme kapanma ihtimalini artırdığı görülmektedir.

Modeldeki değişkenlerin genel olarak beklentilerle ve literatürle uyumlu olduğu görülmektedir. Modelin öngörü performansları ise Çizelge 4.5'te verilen performans matrisi yardımıyla değerlendirilmiştir. Kayıp fonksiyonunu (Eşitlik 4.16) en küçükleyen en uygun kesme değerini belirlemek için, yedi farklı kesme değerine (0,10, 0,20, 0,25, 0,30, 0,35, 0,40, 0,45 ve 0,50) göre kayıp fonksiyonu hesaplanmıştır. Farklı kesim noktalarında altı modele ilişkin öngörü performans sonuçları Çizelge 4.7'de paylaşılmıştır.

Olası Kesme Değeri	0,10	0,20	0,3	0,35	0,4	0,45	0,5
(1) Doğru Sınıflandırılan Gözlemlerin Yüzdesi (%) $((A+D)/(A+B+C+D))$	63	78	81	82	82	82	83
(2) Doğru Sınıflandırılan İşlem Görenlerin Yüzdesi (%) $(A/(A+B))$	97	95	90	89	85	84	84
(3) Doğru Sınıflandırılan İşleme Kapanmaların Yüzdesi (%) $(D/(C+D))$	54	67	73	76	79	80	82
(4) Sinyal Verdiğinde İşleme Kapanmanın Gerçekleşme Yüzdesi (%) $(D/(B+D))$	98	95	89	88	82	80	78
(5) Sinyal Vermediğinde İşleme Kapanmanın Gerçekleşme Yüzdesi (%) $(C/(A+C))$	66	37	26	22	17	16	13
Kayıp Fonksiyonu Değeri	0,49	0,38	0,37	0,35	0,36	0,36	0,34

Çizelge 4.7. Farklı Kesim Noktalarına Göre Model Performansı

Öngörü performansı sonuçlarından görüldüğü üzere, kesme değeri büyüdükçe, modelde (1) doğru sınıflandırılan gözlemlerin yüzdesi $((A+D)/(A+B+C+D))$, (3) doğru sınıflandırılan işleme kapanmaların yüzdesi $(D/(C+D))$ artmakta, tersine (2) doğru sınıflandırılan işlem görenlerin yüzdesi $(A/(A+B))$, (4) sinyal verdiğinde kapanmanın gerçekleşme olasılığı $(D/(B+D))$ ve (5) sinyal vermediğinde işleme kapanmanın gerçekleşme olasılığı $(C/(A+C))$ azalmaktadır. Bu sonuçlar çerçevesinde I. ve II. tip hatalar arasındaki dengeyi sağlayarak, en küçük kayıp fonksiyonu değerini veren en uygun kesme değeri 0,50 olarak bulunmuştur.

En Uygun Kesme Değeri=0,50	İşlem sırasının kapatılması öngörülmezse ($s_i = 0$)	İşlem sırasının kapatılması öngörlürse ($s_i = 1$)	Toplam
İşlem görmeye devam eden ($y_i = 0$)	71	14 (II. Tip Hata, Yanlış Sinyal)	85
İşlem sırası kapatılan ($y_i = 1$)	11 (I. Tip Hata, Kaçan Sinyal)	51	62
Toplam	82	65	147
(1) Doğru Sınıflandırılan Gözlemlerin Yüzdesi (%)			83
(2) Doğru Sınıflandırılan İşlem Görenlerin Yüzdesi (%)			84
(3) Doğru Sınıflandırılan İşleme Kapanmaların Yüzdesi (%)			82
(4) Sinyal Verdiğinde İşleme Kapanmanın Gerçekleşme Yüzdesi (%)			78
(5) Sinyal Vermediğinde İşleme Kapanmanın Gerçekleşme Yüzdesi (%)			13

Çizelge 4.8. En Uygun Kesim Noktasına Göre Model Performansı

En uygun kesme değeri olan 0,5'e göre performans matrisi ve modele ait öngörü performansı sonuçları Çizelge 4.8'de verilmiştir. Çizelge incelendiğinde, modelin doğru sınıflandırdığı gözlemlerin, işlem görme (%84) ve kapanma açısından (%82) farklılaşmadığı görülmektedir. Model, gözlemlerin %83'ünü doğru bir şekilde sınıflandırmıştır. Modelin işleme kapanmaya ilişkin verdiği sinyallerin %79'u gerçekleşmiştir. Bu başarı oranı modelin verdiği “yanlış sinyallerle” alaklı olup, modelin genel performansının altındadır. Diğer taraftan, modelin öngöremediği işleme kapanmalar (kaçan sinyaller) %13'le sınırlı kalmıştır. Genel olarak, yanlış sinyaller, kaçan sinyallere göre politika yapıcıların bakış açısından daha az endişe vericidir. Bu durum yanlış sinyallerin, kaçan sinyallerden daha az maliyetli olmasıyla ilişkilidir.

Lojistik regresyon yönteminin kullanıldığı Çizelge 4.4'de verilen diğer modellere ait “doğru sınıflandırma yüzdeleri” (%77 ile %95 arasında) dikkate alındığında, elde edilen modelin başarı düzeyi (%83) kabul edilebilir düzeydedir.

5. SONUÇ

İşleme kapanma, hukuki ve ekonomik bir olaydır. Çalışmada işleme kapanmanın hukuki ve ekonomik boyutları, Borsa İstanbul kapsamında ele alınmıştır.

Belirlenen kural ve düzenlemelere bağlı olarak ortaya çıkan ülkenin hukuki çevresi, işleme kapanmanın belirleyicisidir (Thomsen ve Vinten 2014; Dahiya ve Klapper, 2007). İşleme kapanmaya yönelik düzenleme ve yaptırımlar, organize piyasaların doğası gereği ortaya çıkan bir ihtiyaçtır. Düzenlemelerde “kotasyon şartları” ve “kottan çıkarma şartları” belirlenerek, borsalarda yer alan şirketlerin niteliği (French ve Fama, 2004) ve işleme kapanma süreci ortaya koyulur. Dünya borsalarındaki işleme kapanmaya ilişkin düzenleme ve uygulamalara bakıldığında, halka arzda aranan işlem görme şartları ile işleme kapanma yaptırımlarını gerektiren hallerin birbirini tamamladığı görülmektedir. Halka arz olan şirketin, borsa pazarlarında kalabilmek için, işlem gördüğü süre boyunca, başlangıçta sağladığı kalitatif kriterleri karşılaması gerekmektedir. Ayrıca belirlenen şartlarda, kalitatif kriterlerden ziyade kantitatif kriterlerin tercih edilmesi, yatırım ortamının belirsizliğini azaltmaktadır (Macey vd., 2008).

Borsa İstanbul’daki 1995-2018 dönemindeki “kotasyon şartları” ile “kottan çıkarma şartları” incelendiğinde, Borsa İstanbul A.Ş. kurulduktan sonra yapılan değişiklikler dikkat çekmektedir. Borsa İstanbul Kotasyon Yönergesi’nde yapılan ikinci revizyonla birlikte, dönem karı ve özsermaye/sermaye oranı kriterlerini sağlayamayan şirketler için konulan esneklik, belirgin bir şekilde dördüncü revizyonda da kabul görmüştür. Dördüncü revizyon sonrasında mali yapısı bozuk, kar edemeyen şirketlerin Borsa İstanbul’da işlem görmesi mümkün hale gelmiştir. Kotasyon şartlarının esnetilmesi, uzun vadede borsaya zarar verebileceği gibi, küçük yatırımcının korunması açısından da sorgulanabilir bir ortam yaratmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde faaliyet gösteren borsalardaki düzenlemelerden farklı olarak, Borsa İstanbul’da halka arzda aranan kriterler, kottan çıkarma şartları ile tutarlılık göstermemektedir. Borsa İstanbul’da halka arz olmak için sahip olunması gereken “piyasa değeri”, “halka açıklık oranı” ve “kar” gibi büyüklüklerden ilerleyen yıllarda noksan kalınması, mevcut düzenlemelerde kottan çıkmayı gerektirecek herhangi bir durum yaratmamaktadır. Ayrıca, Borsa İstanbul’daki kottan çıkarma şartlarının,

ağırlıklı olarak kalitatif olduğu görülmektedir. Kottan çıkarmayı gerektiren hallerin tanımlanmasında kalitatif kriterlerin kullanılması, işleme kapanması gereken bir şirketin göz ardı edilmesine zemin hazırlar. Kar amacı ya da kısa vadeli hedeflere odaklanan bir yönetim, işleme kapanma kararını erteleyebilir. Çalışma kapsamında, Borsa Yönetim Kurulu'nun işleme kapanmaya yönelik olarak aldığı yaptırım kararları analiz edilmiştir. Borsa İstanbul Yönetim Kurulu'nun işleme kapanma kararını ertelediği ve sadece başarısızlığı “kesinleşmiş” olanları borsa pazarları dışına attığı sonucuna ulaşmıştır. Diğer bir ifadeyle, uygulanan işleme kapanma politikası sebebiyle birçok kottan çıkarmayı gerektirecek durumun oluşması beklenmekte; başarısız şirketlerin borsa bünyesinde bulunmalarına müsaade edilmektedir. İşleme kapanmaya yönelik gereken yaptırımın, geciktirilmeden tutarlı ve şeffaf bir şekilde uygulanması, borsa imajını ve kalitesini artırarak, uzun vadede borsanın gelişmesini sağlar (Serrano, 2013).

Gönüllü işleme kapanmaya ilişkin düzenlemelerin odak noktasında, yatırımcının korunması vardır. Çoğunluk onayı, kanuni süre ve çıkış (nakit) takdimine yönelik düzenlemeler yoluyla yatırımcının korunması sağlanır (Maume, 2015). Diğer ülke borsalarındaki uygulamalarla karşılaştırıldığında, Borsa İstanbul'da, borsadan ayrılmak isteyen şirketlerde aranan nitelikli çoğunluk için belirlenen oy oranının (oyların %95'i) çok yüksek olduğunu söylemek mümkündür. Gönüllü işleme kapanmalarda aranan nitelikli çoğunluğun sağlanmasının güçlüğü, şirketlerin kendi istekleri ile Borsa İstanbul'dan ayrılmasını da zorlaştırmaktadır. Ayrıca, olaya fayda-maliyet bakış açısıyla yaklaşan bir kesim, genel kurulda alınacak kararın, işletmeye ekstra bir külfet getirdiğini ileri sürmektedir. Pay alım bedellerinin tam ve nakden ödenmesi ile cevap vermeyen ortaklar için üç yıl süre ile belirli bir bedelin bloke tutulması gereklilikleri ise, finansman açısından zorlayan yükümlülükler olarak görülebilir. Küçük yatırımcının korunmasında odaklanılması gereken esas husus ise, hem şirket hem de ortaklar için adil bir pay alım teklifinin yapılmasıdır.

Borsa İstanbul'daki işleme kapanmaların genel görünümünü ortaya koymak amacıyla, işleme kapanan şirketlerin “pay piyasasına etkisine”, “sektörel dağılımına”, “işlem görme sürelerine” ve “halka arz yıllarına” ilişkin tespitlerde bulunulmuştur. Borsa İstanbul'da gerçekleşen halka arz sayıları ile işlem sırası kapanma sayıları yıllık bazda karşılaştırıldığında, 2014 yılı ile birlikte yeni bir döneme geçildiği söylenebilir.

2014 ve sonrasında Borsa İstanbul'daki yıllık işleme kapanma sayıları, yıllık halka arz sayılarını geçmiştir. İşleme kapanma nedenleri incelendiğinde, Kıta Avrupası (Thomsen ve Vinten, 2005) ve ABD (Macey vd., 2008) borsalarında birleşme ve gönüllü işleme kapanmalar sıklıkla görülürken, zorunlu işleme kapanmaların ise daha az yaşandığı görülmektedir. Aksine, Borsa İstanbul pazarlarında ise, 2000-2018 döneminde yaşanan işleme kapanmaların ana nedeni (işleme kapanmaların %60'ı) zorunlu işleme kapanmalardır. Önceki dönemlerde gönüllü olarak borsadan ayrılmak isteyen şirketlere rastlanmazken, 2012 yılından sonra gönüllü işleme kapanmalar görülmeye başlamıştır.

İşleme kapanan şirketlerin ağırlıklı olarak “Gıda”, “Holding”, “Tekstil Ürünleri”, “Bankalar ve Özel Finans Kurumları” ve “Diğer İmalat” sektörlerinde faaliyetlerinin yoğunlaştığı görülmektedir. Birleşme (ortalama 15 yıl) ve gönüllü (ortalama 17 yıl) işleme kapanma grubunda sınıflandırılan şirketlerin, borsa pazarlarında daha uzun kaldığı görülmektedir. Zorunlu işleme kapanan şirketlerin (ortalama 9 yıl) yaklaşık %38'inin işlem sıraları ise halka arzdan sonraki ilk beş yıl içerisinde durdurulmuştur. 1990-2000 döneminde gerçekleşen her 3 halka arzdan en az 1'i işleme kapanırken; 2001-2016 döneminde yaklaşık her 5 halka arzdan 1'nin işleme kapandığı söylenebilir. Zorunlu işleme kapanan şirketlerin en son işlem gördükleri pazarlar, şirketlerin haber arşivleri incelenerek tespit edilmiştir. Zorunlu işleme kapanan 79 şirketin yaklaşık %63'ünün (50 hisse) işlem sırası, Yakın İzleme Pazarı'na alındıktan bir süre sonra durdurulmuştur. İşleme kapanma ihtimali yüksek olan şirketlerin, Yakın İzleme Pazarı gibi özel bir pazarda işlem görmesi, küçük yatırımcının korunması açısından önemlidir. Ancak Borsa İstanbul'un en prestijli pazarında işlem görürken zorunlu olarak işlem sırası kapanan şirket sayısı azımsanmayacak düzeydedir. Yatırımcı ve kamu yararı açısından hem de Yakın İzleme Pazarı'nın kuruluş amaçları dikkate alındığında, başarısızlık gösteren şirketlerin geciktirilmeden Yakın İzleme Pazarı'na alınması gerekir.

Çalışmada işleme kapanmanın ekonomik boyutu da ayrıntılı şekilde ele alınmıştır. Bu amaçla işlem sırası kapanan şirketlerin finansal durumları, performansları ve firma değerindeki değişimleri incelenmiştir. İşleme kapanan şirketlerin finansal durum ve performansları ortaya koyulurken oran analizinden yararlanılmıştır. Oran analizi yapılırken, işleme kapanma sebeplerine göre “Zorunlu”,

“Gönüllü” ve “Birleşme” grupları oluşturulmuştur. Gruplara ait hesaplanan oranların karşılaştırılması ve yorumlanması için Pour ve Lafer’in (2013) yaptığı gibi kontrol grubu oluşturulmuştur. Bağımsız örneklem t testi uygulanarak, işleme kapanan şirketlerin kontrol grubuna göre farklılığı test edilmiştir. İstatistiksel olarak anlamlı bir şekilde, zorunlu işleme kapanmaya konu olan şirketlerin, likiditeleri zayıf, karlılıkları az, çalışma etkinlikleri ise düşüktür. Finansmanlarında ağırlıklı olarak borç kullanılmış olup, borç ödeme gücü ve mali yapı oranları anlamlı bir şekilde farklılaşmıştır. Gönüllü işleme kapanmalar ise istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde yüksek borç ödeme gücüne sahip, büyük ölçekli şirketlerde görülmektedir. Bu bulgulara bakılarak, gönüllü işleme kapanan firmaların daha nitelikli olduğu söylenebilir. Son yıllarda gönüllü işleme kapanma sayılarında artış yaşandığı düşünüldüğünde, nitelikli şirketlerin Borsa İstanbul’dan ayrılma isteğinin arkasındaki nedenin tespit edilmesi, borsanın gelişimi açısından önem arz etmektedir.

Borsa İstanbul kapsamında gerçekleşen işleme kapanmaların, ortakların refahı ve firma değerine olan etkisi, kümülatif aşırı getiri (CAR) analizi yardımıyla incelenmiştir. Kapanma nedenlerine göre oluşturulan “Zorunlu”, “Gönüllü” ve “Birleşme” portföyleri için hesaplanan ortalama kümülatif getirilerin, t testi ile sıfıra eşitliği sınanmıştır. Böylece ilgili portföyün getirisinin, BİST-100’den farklılığı test edilmiştir. Zorunlu olarak işlem sırası kapanan şirketlerden oluşan portföyün getirisinin, şirketlerin işlem sırası kapanmadan 45 gün önce istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde BİST-100’den farklılaşmaya başladığı görülmektedir. Söz konusu portföyün alım-satımını yapan bir yatırımcının, üç aylık periyotta BİST-100 endeksine göre kaybı %17’dir. Elde edilen bulgular, literatürle uyumludur (Macey vd., 2008; Angel vd., 2008; Çevik ve Aksoy, 2017). İlerleyen çalışmalarda şirketlerin işlem gördüğü pazar ile likidite durumlarının da dikkate alınması önerilir.

Gönüllü” ve “Birleşme” portföylerinin durumları da kümülatif aşırı getiri (CAR) analizi ile incelenmiştir. Birleşme portföyü için olay günü, birleşmeye ilişkin duyurunun yapıldığı gün seçilirken; gönüllü portföyü için yetkili organ tarafından şirketin borsadan ayrılma kararının verildiği gün, olay günü olarak belirlenmiştir. Yapılan istatistiksel testlerde, herhangi bir zaman aralığında (olay penceresinde) anlamlı bir bulguya rastlanmamıştır. Portföylere ait getirilerin BİST-100’den farklılaşmadığı görülmektedir. Ayrıca ek bir analiz olarak, şirketlerin satınalma

duyurusunun yapıldığı tarih, olay günü olarak tanımlanmış ve birleşmeye konu olan şirketlerle, özele geçiş işlemi (GPT) kapsamında değerlendirilen şirketlerden oluşan portföyün ortalama aşırı kümülatif getirileri (ACAR) hesaplanmıştır. Satın alma duyurusu öncesinde artmaya başlayan getiri performansının, satın alma duyurusundan sonra da bir süre daha devam ettiği söylenebilir. Ancak benzer olay penceleri için diğer borsalarda görülen ve istatistiksel olarak anlamlı bulunan aşırı getiri farklılığı (Kaplan 1989a, 1989b; Rennboog vd., 2007), Borsa İstanbul’da gözlenmemiştir.

Son olarak, Borsa İstanbul’da işlem sırası kapatılan şirketlerin tahmininde kullanılacak bir model geliştirilmiş ve tahmin gücü test edilmiştir. Araştırmanın örneklemine, zorunlu işleme kapanan şirketler ile kontrol grubundan seçilen toplam 147 şirket dahil edilmiştir. Model geliştirilmesinde başarısızlık literatüründen yararlanılmış, modele seçilecek değişkenler; “likidite”, “karlılık”, “mali yapı ve yükümlülükleri karşılama”, “çalışma etkinliği”, “piyasa çarpanları” ve “büyüklük” olmak üzere altı boyutta toplanmıştır. Değişkenler arasındaki korelasyon katsayıları ile birlikte değişkenlerin boyutları ve literatürdeki kullanım sayıları da dikkate alınarak, değişkenler modele sırayla eklenmiştir. Bu işleme, yeni eklenen değişkenin uyumu arttıramayınca kadar devam edilmiştir. Sonuç olarak, 22 finansal oran arasından yapılan seçim işlemi sonunda, her boyutu ölçen en az bir değişken olmak kaydıyla, toplam 11 bağımsız değişkenin olduğu bir model elde edilmiştir. Çalışmada, araştırma örneklemindeki veri sayısının kısıtlı olması da dikkate alınarak, lojistik regresyon yöntemi kullanılmıştır.

Model sonuçlarının beklentilerle ve literatürle uyumlu olduğu görülmektedir. Gerçek gözlem değerleri ile modelden elde edilen tahmin değerleri karşılaştırılarak, modelin öngörü performansı incelenmiştir. I. ve II. tip hatalar arasındaki dengeyi sağlayarak, en küçük kayıp fonksiyonu değerini veren en uygun kesme değeri 0,50 olarak tespit edilmiştir. En uygun kesme değeri olan 0,50’e göre model, gözlemlerin %83’ünü doğru bir şekilde sınıflandırmıştır. Modelin, işleme kapanmaya ilişkin verdiği sinyallerin %79’u gerçekleşmiştir. Bu başarı oranı, modelin verdiği “yanlış sinyallerle” ilgili olup, modelin genel performansının altındadır. Diğer taraftan modelin öngöremediği işleme kapanmalar (kaçan sinyaller) %13’le sınırlı kalmıştır. Lojistik regresyon yönteminin kullanıldığı diğer modellere ait “doğru sınıflandırma

yüzdeleri” (%77 ile %95 arasında) dikkate alındığında, elde edilen modelin başarı düzeyi (%83) kabul edilebilir düzeydedir.

Borsa İstanbul’a yönelik olarak geliştirilen modelin önemi ve yararı çalışma kapsamında ele alınan üç bulguyla açıklanabilir. Bunlardan ilki, Borsa İstanbul yatırımcısının servet ve refahına yöneliktir. Model, performansı BİST-100 getirisinden negatif olarak ayrışması muhtemel şirketlerin önceden tespit edilmesi ve yatırımcıların olası kayıplarının önüne geçilmesinde yarar sağlar. İkinci olarak, modelin sinyalleri dikkate alınarak, şirketlerin Yakın İzleme Pazarı kapsamına alınması, Yıldız ve Ana Pazarlarda işlem görürken gerçekleşecek zorunlu işleme kapanmaların sayısını azaltacak ve Yakın İzleme Pazarı’nın kuruluş amacının gerçekleştirilmesine katkı sağlayacaktır. Üçüncü olarak model, yakın gelecekte planlanan halka arz ile ortaya çıkması muhtemel özyönetime sahip Borsa İstanbul’un işleme kapanmaya ilişkin alacağı kararların gözetlenmesi ve denetlenmesi sürecine kamu çıkarı ve toplumsal fayda açısından katkı sağlaması mümkündür.

Başarısızlık literatüründeki erken uyarı modelleri, teorik arka planı zayıf olduğu için eleştirilmektedir. Modellerin oluşturulmasında ve değişkenlerin seçiminde başarısızlığa yönelik kuramsal bir yaklaşımdan ziyade istatistiksel bazlı yöntemler benimsenmektedir. Çalışma kapsamında geliştirilen işleme kapanma modeli de, istatistiksel bazlı bir modeldir. Başarısızlık literatürünün ihtiyaç duyduğu teorik bazlı bir model geliştirilmediği için çalışmanın başarısızlık literatürüne güçlü bir katkısının olduğunu söylemek mümkün değildir. Çalışmanın amacına uygun olarak, işlem sırası kapatılan şirketlerin tahmininde erken uyarı modellerinin kullanılabileceği ortaya koyulmuştur. Konuyu çalışmak isteyen araştırmacılar, başarısızlık literatüründeki gelişmeleri takip ederek, Borsa İstanbul’da işleme kapanmaların tahmininde kullanılacak yeni modeller geliştirebilir.

KAYNAKLAR

- Aggarwal, R., Dahiya, S. (2006). "Demutualization and public offerings of financial exchanges". *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 96-106.
- Akerlof, G. A. (1970). "The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism". *Aug*, 84(3), 488-500.
- Akgüç, Ö. (1998). *Finansal Yönetim* (7. Baskı). İstanbul: Avcıol Basım Yayın, 753.
- Akhtar, S. (2002). *Demutualization of stock exchanges: problems, solutions and case studies*. Manila:Asian Development Bank.
- Aksoy, A., Dayı, F. (2017). "Birden Fazla Borsada İşlem Gören Hisse Senetlerinin Değerlemesi: Teorik Bir İnceleme". *Kastamonu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 5(17), 33-43.
- Aksoy, A., Tanrıöven, C. (2014). *Sermaye Piyasası Yatırım Araçları ve Analizi* (Beşinci Baskı), Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aksoy, A., Yalçın, K. (2013). *İşletme Sermayesi Yönetimi* (Beşinci Baskı), Ankara: Detay Yayıncılık.
- Aktaş, R. (1993). *Endüstri işletmeleri için mali başarısızlık tahmini: çok boyutlu model uygulaması*. İstanbul: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, 5, 7.
- Altman, E. I. (1968). "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
- Altman, E. I. (1984). "A further empirical investigation of the bankruptcy cost question", *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089.
- Altman, E. I., Haldeman, R. G., Narayanan, P. (1977). "ZETATM analysis A new model to identify bankruptcy risk of corporations", *Journal of Banking & Finance*, 1(1), 29-54.
- Altman, E. I., Iwanicz-Drozdowska, M., Laitinen, E. K., Suvas, A. (2017). "Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-score model". *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171.
- Altman, E. I., Sabato, G., Wilson, N. (2010). "The value of non-financial information in SME risk management", *The Journal of Credit Risk*, 6(2), 1-33.
- Amihud, Y. (1989). "Leveraged Management Buyouts And Shareholders' Wealth". *Leveraged Management Buyouts: Causes And Consequences*, 11-12.
- Andrade, G., Kaplan, S. N. (1998). "How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became distressed". *The Journal of Finance*, 53(5), 1443-1493.
- Arslan, Ö., Karan, M. B. (2009). "Credit risks and internationalization of SMEs", *Journal of Business Economics and Management*, 10(4), 361-368.
- Aziz, A., Lawson, G. H. (1989). "Cash flow reporting and financial distress models: Testing of hypotheses", *Financial Management*, 18(1), 55-63.
- Back, B., Laitinen, T., Sere, K., van Wezel, M. (1996). "Choosing bankruptcy predictors using discriminant analysis, logit analysis, and genetic algorithms", *Turku Centre for Computer Science Technical Report*, 40(2), 1-18.
- Baker, G. P., Kennedy, R. E. (2002). "Survivorship and the economic grim reaper". *Journal of Law, Economics, and Organization*, 18(2), 324-361.
- Bancel, F., Mittoo, U. R. (2009). "Why do European firms go public?". *European Financial Management*, 15(4), 844-884.

- Beaver, W. H. (1966). "Financial ratios as predictors of failure", *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111.
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (2001a). "Legal theories of financial development". *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4), 483-501.
- Begley, J., Ming, J., Watts, S. (1996). "Bankruptcy classification errors in the 1980s: An empirical analysis of Altman's and Ohlson's models", *Review of Accounting Studies*, 1(4), 267-284.
- Berg, A., Borensztein, E., Pattillo, C. (2005). "Assessing early warning systems: how have they worked in practice?". *IMF Staff Papers*, 52(3), 462-502.
- Bharath, S. T., Dittmar, A. K. (2010). "Why do firms use private equity to opt out of public markets?", *Review of Financial Studies*, 23(5), 1771-1818.
- Bhimani, A., Gulamhussen, M. A. and Lopes, S. D. R. (2010). "Accounting and non-accounting determinants of default: an analysis of privately-held firms", *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(6), 517-532.
- Bhimani, A., Gulamhussen, M. A., Lopes, S. D. R. (2010). "Accounting and non-accounting determinants of default: an analysis of privately-held firms". *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(6), 517-532.
- Black, B. S., Jang, H., Kim, W. (2006). "Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea". *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Black, B. S., Khanna, V. S. (2007). "Can corporate governance reforms increase firm market values? Event study evidence from India". *Journal of Empirical Legal Studies*, 4(4), 749-796.
- Brau, J.C. (2012). *Why do firms go public?* In D. Cumming (Ed.), "Oxford handbook of entrepreneurial finance (pp. 467-494)". Oxford, UK: Oxford University Press
- Brealey, R., Leland, H. E., Pyle, D. H. (1977). "Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation". *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Brown, P. K. (2014). *Analyzing Factors Contributing to International Firms Requesting to Leave US Exchanges*. (Yayımlanmamış doktora tezi). Northcentral University Graduate Faculty of the School of Business, Arizona.
- Bruno, V. G., Claessens, S. (2007). *Corporate Governance and Regulation: Can There be too Much of a Good Thing?*. Washington, DC: World Bank.
- Burkart, M., Gromb, D., Panunzi, F. (1997). "Large shareholders, monitoring, and the value of the firm". *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693-728.
- Casey, C. and Bartczak, N. (1985). "Using operating cash flow data to predict financial distress: Some extensions", *Journal of Accounting Research*, 23(1), 384-401.
- Charitou, A., Neophytou, E. and Charalambous, C. (2004). "Predicting corporate failure: empirical evidence for the UK", *European Accounting Review*, 13(3), 465-497.
- Chen, W. S. and Du, Y. K. (2009). "Using neural networks and data mining techniques for the financial distress prediction model", *Expert Systems with Applications*, 36(2), 4075-4086.
- Ciampi, F. (2018). "Using prior payment behavior variables for small enterprise default prediction modelling", *International Journal of Business and Management*, 13(4), 57-72.
- Claessens, S., Djankov, S. and Klapper, L. (2003). "Resolution of corporate distress in East Asia", *Journal of Empirical Finance*, 10(1-2), 199-216.
- Claessens, S., Yurtoglu, B. (2012). *Corporate governance and development: an update*. Washington, DC: World Bank.

- Clark, T. A., Weinstein, M. I. (1983). "The behavior of the common stock of bankrupt firms", *The Journal of Finance*, 38(2), 489-504.
- Coffee Jr, J. C. (1998). "Future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications". *Nw. UL Rev.*, 93, 641.
- Coffee Jr, J. C. (2002). "Racing towards the top?: The impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance". *Columbia law review*, 1757-1831.
- Cultrera, L., Brédart, X. (2016). "Bankruptcy prediction: the case of Belgian SMEs", *Review of Accounting and Finance*, 15(1), 101-119.
- Çağlayan, E., Güriş, S. (2005). *Ekonometri Temel Kavramlar*, Beşinci Baskı, İstanbul: Der Yayınları.
- Çelik, Ş. (2013). "Micro credit risk metrics: a comprehensive review", *Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management*, 20(4), 233-272.
- Çevik, Y.E. (2013). "*Mali Başarısızlık Nedeniyle Borsa İstanbul'da İşlem Sırası Kapanan Şirketlerin Tespiti ve Hisse Senedi Performanslarının İncelenmesi*". (Yüksek lisans tezi) YÖKSİS Veri Tabanı.
- Çevik, Y.E., Aksoy, A. (2017, 18-21 Ekim). *Mali Başarısızlık Nedeniyle Borsa İstanbul'da İşlem Sırası Kapanan Şirketlerin Hisse Senedi Performanslarının İncelenmesi*, 21. Finans Sempozyumu, Balıkesir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 497-514
- Çoşkun, E., Sayilgan, G. (2008). "Finansal Sıkıntının Dolaylı Maliyetleri: İmkb'de İşlem Gören Şirketlerde Bir Uygulama". *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 10(3).
- da Silva, A. L. C., Leal, R. P. C. (2006). "Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations". *Corporate Ownership & Control*, 4(1), 300-308.
- Dahiya, S., Klapper, L. (2007). "Who survives? A cross-country comparison", *Journal of Financial Stability*, 3(3), 261-278.
- Dambolena, I. G., Shulman, J. M. (1988). "A primary rule for detecting bankruptcy: Watch the cash", *Financial Analysts Journal*, 44(5), 74-78.
- Dambolena, I. G., Shulman, J. M. (1988). "A primary rule for detecting bankruptcy: watch the cash". *Financial Analysts Journal*, 44(5), 74-78.
- Daugherty, M., Georgieva, D. (2011). "Foreign cultures, Sarbanes-Oxley Act and cross-delisting". *Journal of Multinational Financial Management*, 21(4), 208-223.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Rice, E. M. (1984). "Going private: Minority freezeouts and stockholder wealth". *The Journal of Law and Economics*, 27(2), 367-401.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Rice, E. M. (1984). "Going private: Minority freezeouts and stockholder wealth". *The Journal of Law and Economics*, 27(2), 367-401.
- Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic, V. (1998). "Law, finance, and firm growth". *The Journal of Finance*, 53(6), 2107-2137.
- Di Giovanni, J. (2005). "What drives capital flows? The case of cross-border M&A activity and financial deepening". *Journal of international Economics*, 65(1), 127-149.
- Dimitras, A. I., Slowinski, R., Susmaga, R., Zopounidis, C. (1999). "Business failure prediction using rough sets", *European Journal of Operational Research*, 114(2), 263-280.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (2008). "The law and economics of self-dealing". *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.

- Doidge, C. (2004). "US cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms". *Journal of Financial Economics*, 72(3), 519-553.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M. (2017). "The US listing gap". *Journal of Financial Economics*, 123(3), 464-487.
- Du Jardin, P., Séverin, E. (2011). "Predicting corporate bankruptcy using a self-organizing map: An empirical study to improve the forecasting horizon of a financial failure model", *Decision Support Systems*, 51(3), 701-711.
- Duarte, F. D., Gama, A. P. M. and Gulamhussen, M. A. (2018). "Defaults in bank loans to SMEs during the financial crisis", *Small Business Economics*, 51(3), 591-608.
- Emirmahmutoğlu, F. (2011). *Gelişmekte Olan Ülkelerde Para Krizlerinin Ekonometrik Analizi*. (Doktora tezi). YÖKSİS Veri Tabanı.
- Ercan, K. M., Öcal, N., Kadioğlu, E. (2015). "Predicting financial failure using decision tree algorithms: an empirical test on the manufacturing industry at Borsa Istanbul", *International Journal of Economics and Finance*, 7(7), 189-206.
- Ercan, K. M., Ünsal, B. (2012). *Finansal Yönetim* (7. Basım) Ankara: Gazi Kitabevi.
- Ercan, M. K., Öztürk, M. B., Demirgüneş, K. (2003). *Değere Dayalı yönetim ve entellektüel sermaye*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Fama, E. F., French, K. R. (2004). "New lists: Fundamentals and survival rates". *Journal of Financial Economics*, 73(2), 229-269.
- Fitzpatrick, P. J. (1932). "A comparison of the ratios of successful industrial enterprises with those of failed companies", *The Certified Public Accountant*, 2, 598-605.
- Fuerst, O. (1998). *A theoretical analysis of the investor protection regulations argument for global listing of stocks*. Available at SSRN 139599.
- Geddes, R. (2003). "IPOs and equity offerings". *Butterworth-Heinemann*, 1-8, 24-26.
- Gelb, A. H. (1989). *Financial Policies, Growth, and Efficiency* (Vol. 202). Washington, DC: World Bank.
- Gilbert, L. R., Menon, K., Schwartz, K. B. (1990). "Predicting bankruptcy for firms in financial distress", *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(1), 161-171.
- Gillian, S. L., Starks, L. T. (2003). *Institutional Investors, Corporate Ownership and Corporate Governance: Global Perspective*. Pelgrave Ney York: Sun L. Ownership and Governance of Enterprises.
- Goldberger, A. S. (1964). *Econometric Theory*, New York: John Wiley&Sons.
- Hail, L., Leuz, C. (2006). "International differences in the cost of equity capital: Do legal institutions and securities regulation matter?". *Journal of accounting research*, 44(3), 485-531.
- Harris, J.H., Panchapagesan, V., Werner, I.M. (2008). *Off but not gone: a study of Nasdaq delistings*, Working Paper Series 2008-6, Ohio State University, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, Ohio.
- Hicks, J. (1969). *A Theory of Economic History*. Oxford: Claredon Press
- Hill, N. T., Perry, S. E., Andes, S. (2011). "Evaluating firms in financial distress: An event history analysis". *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 12(3), 60-71.
- Hu, Y. C., Ansell, J. (2007). "Measuring retail company performance using credit scoring techniques", *European Journal of Operational Research*, 183(3), 1595-1606.

- Hughes, P. S., Akhtar, S., Karmel, R. S., van der Linden, G. H. P. B. (2002). "Background information on demutualization. Demutualization of stock exchanges". *Problems Solutions and Case Studies*, 33-58.
- İnternet: Borsa İstanbul (2019) İşlem Sırası Kapanan Şirketler. URL: <https://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/sirketler-verileri> adresinden 10 Ocak 2020'de alınmıştır.
- İnternet: Borsa İstanbul. (2013). Halka arz ve Borsa İstanbul'da işlem görme. *Bilgilendirme Kitapçığı*, İstanbul, 1-10, 18. URL: https://www.borsaistanbul.com/data/kilavuzlar/Halka_arz_ve_borsada_islem_gorme.pdf adresinden 28 Mayıs 2020'de alınmıştır.
- İnternet: Borsa İstanbul. (2017a). Borsa Pazarlarında İşlem Gören Şirket Sayıları URL: <http://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/aylik-konsolide-veriler> adresinden 2 Aralık 2017'de alınmıştır.
- İnternet: Dünya Bankası. (2017). World Development Indicators URL: <https://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators> adresinden 2 Aralık 2017'de alınmıştır.
- İnternet: LSE (2019) A guide to listing on London Stock Exchange. URL: <https://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/main-market/documents/gudetolisting.pdf> adresinden 24 Kasım 2019'de alınmıştır.
- İnternet: MSCI. (2017). Market Classification URL: <https://www.msci.com/market-classification> adresinden 2 Aralık 2017'de alınmıştır.
- İnternet: NYSE. (2019). NYSE Listed Company Manual. URL: <https://nyse.wolterskluwer.cloud/listed-company-manualpdf> adresinden 11 Mayıs 2018'de alınmıştır.
- İnternet: OECD. (2017). OECD CORPORATE GOVERNANCE FACTBOOK. URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/OECD-Corporate-Governance-Factbook-2017.pdf> adresinden 24 Nisan 2018'de alınmıştır.
- İnternet: Pwc (2016) Which market? An overview of New York, London, Hong Kong and Singapore stock exchanges URL: <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/library/which-markets.html> adresinden 2 Aralık 2017'de alınmıştır.
- İnternet: TSPAKB. (2013) 2003 Yıllığı. URL: https://www.tspb.org.tr/wpcontent/uploads/2015/06/AIM_Yayin_ve_Raporlar_Yillik_Yayinlar_2003_sermayep_iyasasi2003.pdf adresinden 21 Mayıs 2018'de alınmıştır.
- Jensen, M. C. (1989). "Eclipse of the public Corporation". *Harvard Business Review*, 67(5): 61-74
- Jones, S. (2017). "Corporate bankruptcy prediction: a high dimensional analysis", *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1366-1422.
- Kaplan, S. (1989a). "Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value". *The Journal of Finance*, 44(3), 611-632.
- Kaplan, S. (1989b). "The effects of management buyouts on operating performance and value". *Journal of Financial Economics*, 24(2), 217-254.
- Keasey, K., McGuinness, P. (1990). "The failure of UK industrial firms for the period 1976-1984, logistic analysis and entropy measures", *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(1), 119-135.
- Keasey, K., McGuinness, P., Short, H. (1990). "Multilogit approach to predicting corporate failure—further analysis and the issue of signal consistency". *Omega*, 18(1), 85-94.

- Khort, J. (2014). *Protection of investors in voluntary delisting on the US stock market*. Uppsala: Uppsala Faculty of Law Working Paper, 4, 2014.
- King, R. G., Levine, R. (1993). "Finance, entrepreneurship and growth". *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542.
- Koh, H. C., Low, C. K. (2004). Going concern prediction using data mining techniques. *Managerial Auditing Journal*, 19(3), 462-476.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1998). "Law and finance". *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1997). "Legal determinants of external finance". *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- Laitinen, E. K., Laitinen, T. (1998). "Cash management behavior and failure prediction", *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(7-8), 893-919.
- Lefort, F., Walker, E. (2007). "Do markets penalize agency conflicts between controlling and minority shareholders? Evidence from Chile". *The Developing Economies*, 45(3), 283-314.
- Lehn, K., Poulsen, A. (1989). "Free cash flow and stockholder gains in going private transactions", *The Journal of Finance*, 44(3), 771-787.
- Levine, R. (1997). "Financial development and economic growth: views and agenda". *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Levine, R. (1999). "Law, finance, and economic growth". *Journal of financial Intermediation*, 8(1-2), 8-35.
- Levine, R., Demirgüç-Kunt, A., Beck, T. (2001b). "Law, politics, and finance". Washington, DC: The World Bank.
- Levine, R., Zervos, S. (1998). "Stock markets, banks, and economic growth". *American Economic Review*, 537-558.
- Li, H., Sun, J. (2008). "Ranking-order case-based reasoning for financial distress prediction", *Knowledge-Based Systems*, 21(8), 868-878.
- Li, J., Zhang, L., Zhou, J. (2006). *Earnings management and delisting risk of IPO firms*. Financial Accounting and Reporting Standards(FARS) Paper, Shanghai.
- Lin, L. and Piesse, J. (2001). *The Identification of Corporate Distress: A Conditional Probability Analysis Approach*. London: University of London.
- Lin, T. H. (2009). "A cross model study of corporate financial distress prediction in Taiwan: Multiple discriminant analysis, logit, probit and neural networks models", *Neurocomputing*, 72(16-18), 3507-3516.
- Long, J. S. (1997). *Regression models for categorical and limited dependent variables*, Thousand Oaks: CA Sage.
- Lowenstein, L. (1985). "Management buyouts". *Columbia Law Review*, 85(4), 730-784.
- Macey, J. R., O'Hara, M. (2002). "The economics of stock exchange listing fees and listing requirements". *Journal of Financial Intermediation*, 11(3), 297-319.
- Macey, J., O'Hara, M., Pompilio, D. (2008). "Down and out in the stock market: the law and economics of the delisting process", *The Journal of Law and Economics*, 51(4), 683-713.
- MacKinlay, A. C. (1997). "Event studies in economics and finance". *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39.
- Marosi, A., Massoud, N. (2008). "You can enter but you cannot leave. . . – U.S. securities markets and foreign firms." *Journal of Finance*, 63(5), 2477–2506.

- Martinez, I., Serve, S. (2011). "The delisting decision: The case of buyout offer with squeeze-out (BOSO)", *International Review of Law and Economics*, 31(4), 228-239.
- Maume, P. (2015). "The parting of the ways: delisting under German and UK law". *European Business Organization Law Review*, 16(2), 255-279.
- McKinnon, R.I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Mehran, H., Peristiani, S. (2009). "Financial visibility and the decision to go private". *The Review of Financial Studies*, 23(2), 519-547.
- Mensah, Y. M. (1984). "An examination of the stationarity of multivariate bankruptcy prediction models: A methodological study", *Journal of Accounting Research*, 22(1), 380-395.
- Michelsen, M., Klein, C. (2011). "Privacy please! The public to private decision in Germany", *Review of Managerial Science*, 5(1), 49-85.
- Min, J. H., Jeong, C. (2009). "A binary classification method for bankruptcy prediction", *Expert Systems with Applications*, 36(3), 5256-5263.
- Morris, R. (2018). *Early Warning Indicators of Corporate Failure: A Critical Review of Previous Research and Further Empirical Evidence*, New York: Routledge Revivals.
- Moyer, R. C. (1977). "Forecasting Financial Failure: A Re-Examination". *Financial Management (pre-1986)*, 6(1), 11-17.
- Norton, C. L., Smith, R. E. (1979). "A comparison of general price level and historical cost financial statements in the prediction of bankruptcy", *Accounting Review*, 54(1), 72-87.
- O'Hara, M. (2004). *Searching for a new center: US securities markets in transition*. Atlanta: Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, May.
- Ohlson, J. A. (1980). "Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy", *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109-131.
- Ooghe, H., Camerlynck, J. Balcaen, S. (2003). "The Ooghe-Joos-De Vos failure prediction models: a cross-industry validation", *Brussels Economic Review*, 46(1), 39-70.
- Opler, T. C., Titman, S. (1994). "Financial distress and corporate performance", *The Journal of Finance*, 49(3), 1015-1040.
- Öztürk, M. B. (2004). "Finansal performansın ölçülmesinde alternatif bir yöntem "ekonomik katma değer"", *Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 18(3-4), 351-368.
- Öztürk, M. B., Demirgüneş, K. (2008). "Kurumsal Yönetim Bakış açisiyle Entellektüel Sermaye". *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (19), 395-411.
- Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L. (1998). "Why do companies go public? An empirical analysis", *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64.
- Phillippe Espinasse, I. P. O. (2011). A Global Guide.
- Platt, H. D., Platt, M. B. (1990). "Development of a class of stable predictive variables: the case of bankruptcy prediction", *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(1), 31-51.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (1998). "Law and finance". *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Pour, E. K., Lasfer, M. (2013). "Why do companies delist voluntarily from the stock market?". *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4850-4860.

- Premachandra, I. M., Bhabra, G. S., Sueyoshi, T. (2009). "DEA as a tool for bankruptcy assessment: A comparative study with logistic regression technique", *European Journal of Operational Research*, 193(2), 412-424.
- Reese Jr, W. A., Weisbach, M. S. (2002). "Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings". *Journal of Financial Economics*, 66(1), 65-104.
- Renneboog, L., Simons, T., Wright, M. (2007). "Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation". *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 591-628.
- Ribstein, L., 2003. International implications of Sarbanes-Oxley: raising the rent on U.S. law. *Journal of Corporate Law Studies* 3 (2).
- Rioja, F., Valev, N. (2004). Does one size fit all?: a reexamination of the finance and growth relationship. *Journal of Development Economics*, 74(2), 429-447.
- Robinson, J. (1952). *The Rate of Interest and Other Essays*. London: Macmillan.
- Roosenboom, P., Van Dijk, M. A. (2009). The market reaction to cross-listings: Does the destination market matter?. *Journal of Banking & Finance*, 33(10), 1898-1908.
- Rossi, S., Volpin, P. F. (2004). "Cross-country determinants of mergers and acquisitions". *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.
- Sanger, G. C. and Peterson, J. D. (1990). "An empirical analysis of common stock delistings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(2), 261-272.
- Schumpeter, J. (1942). "Creative destruction". *Capitalism, Socialism and Democracy*, 825, 82-85.
- Schumpeter, J. A. (1982). *The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle (1912/1934)*. New Jersey: Transaction Publishers, 1, 244.
- Serrano, A. (2013). *Two essays on regulation and transparency*. Doctoral dissertation, Rutgers University-Graduate School-Newark.
- Smith, R. F., Winakor, A. H. (1935). *Changes in the financial structure of unsuccessful industrial corporations*, Bureau of Business Research, Bulletin No. 51, Urbana, University of Illinois.
- Stulz, R. M. (1999). "Globalization, corporate finance, and the cost of capital". *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8-25.
- Sung, T. K., Chang, N. and Lee, G. (1999). "Dynamics of modeling in data mining: interpretive approach to bankruptcy prediction", *Journal of Management Information Systems*, 16(1), 63-85.
- Tanrıöven, C. (2003). *Türk Bankacılık Sektöründe Risk Analizi ve Mali Bünye Bozulmalarına (İflasa) Karşı Erken Uyarı Modeli Geliştirilmesi*. (Doktora tezi) YÖKSİS veri tabanından erişildi (2018).
- Tanrıöven, C. (2011). *Gelişmekte olan ülkelerde para krizlerinin ekonometrik analizi*. (Doktora tezi) YÖKSİS veri tabanından erişildi (2018).
- Tanrıöven, C., Aksoy, E. E. (2009). "Krizlerin Reel Sektör İşletmeleri Üzerine Etkileri: İMKB'de Sektörel Bazda İnceleme". *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(2), 79-114.
- Tanrıöven, C., Küçükkaplan, İ., Başçı, E. S. (2006). "Kurumsal yönetim açısından sahiplik ve kontrol yapısı ile üst düzey yönetici durumunun İMKB'de faaliyet gösteren bankalarda incelenmesi". *İktisat İşletme ve Finans*, 21(241), 87-104.
- Taulli, T. (2012). *High-Profit IPO Strategies: Finding Breakout IPOs for Investors and Traders* (Vol. 183). USA: John Wiley & Sons, 16-21.

- Theodossiou, P. (1991). "Alternative models for assessing the financial condition of business in Greece", *Journal of Business Finance & Accounting*, 18(5), 697-720.
- Thomsen, S., Vinten, F. (2014). "Delistings and the costs of governance: a study of European stock exchanges 1996–2004", *Journal of Management & Governance*, 18(3), 793-833.
- Tinoco, M. H., Wilson, N. (2013). "Financial distress and bankruptcy prediction among listed companies using accounting, market and macroeconomic variables", *International Review of Financial Analysis*, 30, 394-419.
- Tutino, M., Panetta, I. C., Laghi, E. (2014). Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence. *GSTF Journal on Business Review (GBR)*, 2(4), 218-223.
- Vance, D. E. (2005). *Raising capital*. New York: Springer Science & Business Media.
- Warner, J. B. (1977). "Bankruptcy costs: Some evidence". *The journal of Finance*, 32(2), 337-347.
- Weir, C., Laing, D., Wright, M. (2005). "Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private". *Applied Financial Economics*, 15(13), 947-961.
- Yafeh, Y., Ueda, K., Claessens, S. (2010). *Financial frictions, investment, and institutions* (No. 10-231). Washington, DC: International Monetary Fund.
- Yıldız, B. (2001). "Finansal başarısızlığın öngörülmesinde yapay sinir ağı kullanımı ve halka açık şirketlerde ampirik bir uygulama". *İMKB Dergisi*, 17, 51-67.
- Yurtoglu, B. B. (2000). "Ownership, control and performance of Turkish listed firms". *Empirica*, 27(2), 193-222.
- Zavgren, C. V. (1985). "Assessing the vulnerability to failure of American industrial firms: a logistic analysis", *Journal of Business Finance & Accounting*, 12(1), 19-45.
- Zavgren, C. V., Friedman, G. E. (1988). "Are bankruptcy prediction models worthwhile? An application in securities analysis", *Management International Review*, 28(1), 34-44.
- Zopounidis, C., Paraschou, D. (2013). *Multicriteria decision aid methods for the prediction of business failure*, (Vol. 12), Berlin: Springer Science & Business Media.





EKLER

EK-1. İşlem Gören Şirket Sayıları 1986-2000

Sınıflandırma	Ülke	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Gelişmekte Olan Ülke	Argentina	216	205	193	183	178	169	170	165	156	149	147	136	131	125	122
Gelişmiş Ülke	Australia	1162	1.427	1.393	1.258	1.089	968	1.038	1.070	1.144	1.129	1.135	1.159	1.162	1.217	1.333
Gelişmiş Ülke	Austria	74	75	80	87	99	103	112	111	111	109	106	101	96	97	97
Gelişmiş Ülke	Belgium	191	192	186	190	182	183	171	165	162	150	143	138	156	278	265
Gelişmekte Olan Ülke	Brazil	592	590	589	592	579	570	565	550	548	543	550	544	527	478	457
Gelişmiş Ülke	Canada	1656	1.861	1.856	1.813	1.763	1.649	1.605	1.673	1.747	1.736	1.801	1.937	1.991	1.538	1.507
Gelişmekte Olan Ülke	Chile	215	211	203	213	216	223	244	263	281	282	290	294	287	282	260
Gelişmekte Olan Ülke	China	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	122	203	323	524	799	909	947	1.086
Gelişmekte Olan Ülke	Colombia	Na	Na	Na	Na	80	83	83	89	113	117	126	128	118	85	73
Gelişmekte Olan Ülke	Croatia	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	2	36	61	71	77	50	61	63
Gelişmekte Olan Ülke	Czech Republic	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	3	28	54	82	91	92	74	57
Gelişmiş Ülke	France	482	481	459	462	443	839	786	726	218	710	708	740	784	1.144	1.185
Gelişmiş Ülke	Germany	492	574	609	408	413	665	665	664	666	678	681	700	741	617	744
Gelişmekte Olan Ülke	Ghana	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	15	17	19	21	21	21	22	22
Gelişmekte Olan Ülke	Greece	114	116	119	119	145	159	164	135	180	186	200	210	246	262	309
Gelişmiş Ülke	Hong Kong SAR, China	248	264	282	284	284	333	386	450	502	518	561	638	665	688	779
Gelişmekte Olan Ülke	Hungary	Na	Na	Na	Na	6	20	23	28	40	42	44	47	53	64	58
Gelişmekte Olan Ülke	India	1911	2.095	2.240	2.407	2.435	2.556	2.781	3.263	4.413	5.398	5.999	5.843	5.724	5.789	5.853
Gelişmekte Olan Ülke	Indonesia	24	24	24	57	123	139	153	172	217	237	252	281	287	276	286
Gelişmiş Ülke	Ireland	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	80	93	83	78	84	76
Gelişmiş Ülke	Israel	255	268	265	208	216	285	377	556	636	652	653	657	661	653	664
Gelişmiş Ülke	Italy	184	204	211	217	220	265	255	242	256	250	244	235	243	270	297
Gelişmiş Ülke	Japan	1.499	1.532	1.571	1.597	1.627	1.641	1.651	1.667	1.689	1.714	1.766	1.805	1.818	1.889	2.055
Gelişmekte Olan Ülke	Jordan	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	101	95	126	132	139	150	151	163

EK-1. (devam) İşlem Gören Şirket Sayıları 1986-2000

Sınıflandırma	Ülke	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Gelişmekte Olan Ülke	Kenya	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	38	40	56	57	57	57	Na	56
Gelişmekte Olan Ülke	Korea, Rep.	355	389	502	629	677	686	688	693	699	721	760	776	748	712	1.242
Gelişmekte Olan Ülke	Malaysia	226	232	238	249	268	318	363	407	475	523	615	700	728	749	787
Gelişmekte Olan Ülke	Mexico	235	260	309	354	390	207	199	190	206	185	193	194	194	186	175
Gelişmekte Olan Ülke	Morocco	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	60	56	44	47	49	53	54	53
Gelişmiş Ülke	Netherlands	267	226	232	251	260	204	187	239	234	184	185	198	214	387	392
Gelişmiş Ülke	New Zealand	339	289	235	247	171	139	123	132	144	135	132	120	122	113	131
Gelişmekte Olan Ülke	Nigeria	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	174	177	181	183	182	186	194	Na
Gelişmiş Ülke	Norway	149	139	128	122	112	103	115	120	132	151	158	196	214	195	191
Gelişmekte Olan Ülke	Pakistan	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	653	724	727	743	742	773	765	723
Gelişmekte Olan Ülke	Panama	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	57	77	97	18	21	27	140	151
Gelişmekte Olan Ülke	Peru	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	235	220	242	236	245	246	229	209
Gelişmekte Olan Ülke	Philippines	Na	140	142	144	153	161	169	178	189	205	216	221	221	226	228
Gelişmekte Olan Ülke	Poland	Na	Na	Na	Na	Na	Na	9	22	44	65	83	143	198	221	225
Gelişmiş Ülke	Portugal	40	131	158	152	152	153	100	89	83	78	81	81	76	81	111
Gelişmekte Olan Ülke	Russian Federation	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	52	79	340	240	43	41	Na	21
Gelişmiş Ülke	Singapore	122	127	132	136	150	166	181	201	313	250	266	294	257	274	328
Gelişmekte Olan Ülke	Slovak Republic	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	9	13	15	14	10	10	8	7
Gelişmekte Olan Ülke	South Africa	536	734	754	736	740	698	642	615	600	612	599	615	650	652	604
Gelişmiş Ülke	Spain	636	642	691	866	906	1.221	1.131	1.075	729	1.138	1.130	1.188	1.423	1.488	1.720
Gelişmekte Olan Ülke	Sri Lanka	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	197	211	226	235	239	240	237	239
Gelişmiş Ülke	Switzerland	145	153	161	177	182	182	180	215	216	216	213	216	232	239	252
Gelişmekte Olan Ülke	Thailand	92	102	122	145	159	270	315	347	1.689	416	454	431	418	392	381
Gelişmekte Olan Ülke	Tunisia	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	Na	20	24	28	32	36	44	44
Gelişmekte Olan Ülke	Turkey	80	82	79	76	110	134	145	160	176	205	228	258	262	286	315
Gelişmiş Ülke	United Kingdom	2101	2.061	1.993	1.955	1.946	2.027	1.918	1.927	1.747	1.971	2.041	2.046	2.399	2.292	2.428
Gelişmiş Ülke	United States	6580	7.001	6.795	6.627	6.429	6.513	6.562	6.912	7.255	7.487	8.090	7.905	7.499	7.229	6.917

EK-1. (devam) İşlem Gören Şirket Sayıları 2000-2016

Sınıf	Ülke	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gelişmekte Olan Ülke	Argentina	116	110	106	103	100	101	106	107	101	101	99	101	97	95	93	93
Gelişmiş Ülke	Australia	1.334	1.355	1.405	1.514	1.643	1.751	1.913	1.924	1.882	1.913	1.983	1.959	1.955	1.967	1.989	1.969
Gelişmiş Ülke	Austria	99	109	104	100	92	96	102	101	97	89	88	84	82	82	79	71
Gelişmiş Ülke	Belgium	275	256	250	235	222	205	175	171	165	161	151	147	117	113	117	116
Gelişmekte Olan Ülke	Brazil	426	396	367	357	342	347	395	383	377	373	366	353	352	351	345	338
Gelişmiş Ülke	Canada	1.278	1.252	3.578	3.597	3.719	3.790	3.881	3.836	3.727	3.771	3.980	4.030	3.810	3.948	3.799	3.368
Gelişmekte Olan Ülke	Chile	249	245	239	239	245	244	238	235	232	227	229	225	227	230	223	214
Gelişmekte Olan Ülke	China	1.154	1.223	1.285	1.373	1.377	1.421	1.530	1.604	1.700	2.063	2.342	2.494	2.489	2.613	2.827	3.052
Gelişmekte Olan Ülke	Colombia	120	110	110	106	98	94	90	89	87	84	79	76	72	70	69	68
Gelişmekte Olan Ülke	Croatia	63	67	157	166	177	182	359	356	271	240	233	211	192	193	186	160
Gelişmekte Olan Ülke	Czech Republic	47	44	37	33	23	15	13	19	16	16	15	17	15	13	15	15
Gelişmiş Ülke	France	936	874	817	787	749	730	707	673	652	617	586	562	500	495	490	485
Gelişmiş Ülke	Germany	749	715	684	660	648	656	761	742	704	690	670	665	639	595	555	531
Gelişmekte Olan Ülke	Ghana	22	23	25	28	27	29	29	31	31	31	29	29	29	30	34	32
Gelişmekte Olan Ülke	Greece	313	313	339	319	302	288	289	289	285	277	269	262	248	240	236	213
Gelişmiş Ülke	Hong Kong SAR, China	857	968	1.027	1.086	1.126	1.165	1.232	1.251	1.308	1.396	1.472	1.459	1.553	1.661	1.770	1.872
Gelişmekte Olan Ülke	Hungary	55	48	50	47	44	41	39	40	42	48	52	51	50	48	45	43
Gelişmekte Olan Ülke	India	5.795	5.650	5.644	4.725	4.763	4.796	4.887	4.921	4.955	5.034	5.112	5.191	5.294	5.541	5.835	5.820
Gelişmekte Olan Ülke	Indonesia	315	330	333	331	336	344	383	396	398	420	440	459	483	506	521	537
Gelişmiş Ülke	Ireland	68	62	55	53	53	57	60	58	55	50	48	42	41	43	43	40
Gelişmiş Ülke	Israel	648	622	573	573	579	601	643	630	609	596	576	532	491	458	440	427
Gelişmiş Ülke	Italy	294	295	271	269	275	284	301	294	291	290	311	303	285	290	287	288
Gelişmiş Ülke	Japan	2.103	2.119	2.174	2.276	2.323	2.391	2.389	2.374	2.320	2.281	2.280	2.294	3.408	3.458	3.504	3.535
Gelişmekte Olan Ülke	Jordan	161	158	161	192	201	227	245	262	272	277	247	243	239	236	228	224
Gelişmekte Olan Ülke	Kenya	57	49	47	48	48	52	55	55	55	55	58	60	61	65	64	65
Gelişmekte Olan Ülke	Korea, Rep.	1.390	1.512	1.558	1.570	1.616	1.689	1.755	1.789	1.778	1.781	1.799	1.767	1.798	1.849	1.948	2.039
Gelişmekte Olan Ülke	Malaysia	804	857	897	955	1.015	1.021	983	972	952	948	932	911	900	895	892	893

EK-1. (devam) İşlem Gören Şirket Sayıları 2000-2016

Sınıf	Ülke	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Gelişmekte Olan Ülke	Mexico	167	163	158	151	150	132	125	125	125	130	128	131	138	141	136	137
Gelişmekte Olan Ülke	Morocco	55	55	52	53	54	63	73	77	76	73	75	76	75	74	74	74
Gelişmiş Ülke	Netherlands	329	294	268	256	237	224	221	211	164	150	144	135	99	98	100	103
Gelişmiş Ülke	New Zealand	145	149	166	158	153	151	152	147	143	137	144	141	143	154	171	173
Gelişmekte Olan Ülke	Nigeria	Na	Na	Na	206	215	201	211	212	214	215	196	189	188	188	183	169
Gelişmiş Ülke	Norway	188	180	160	166	191	195	208	209	190	195	194	184	173	173	171	171
Gelişmekte Olan Ülke	Pakistan	709	Na	Na	639	639	628	630	629	629	625	621	555	550	557	560	559
Gelişmekte Olan Ülke	Panama	30	30	28	26	27	26	28	21	32	34	37	20	20	29	30	30
Gelişmekte Olan Ülke	Peru	204	198	195	192	193	189	188	201	195	199	202	214	212	211	212	217
Gelişmekte Olan Ülke	Philippines	230	233	234	233	235	238	242	244	246	251	251	252	254	260	262	262
Gelişmekte Olan Ülke	Poland	230	202	188	211	234	253	352	432	470	570	757	844	869	872	872	861
Gelişmiş Ülke	Portugal	99	60	57	55	51	51	52	55	54	52	51	49	46	47	47	45
Gelişmekte Olan Ülke	Russian Federation	21	57	266	412	414	539	592	561	550	556	817	292	261	254	251	242
Gelişmiş Ülke	Singapore	318	321	475	536	564	461	472	455	459	461	462	472	479	484	483	479
Gelişmekte Olan Ülke	Slovak Republic	9	11	9	8	7	187	160	125	107	90	147	69	67	80	69	68
Gelişmekte Olan Ülke	South Africa	510	429	390	369	348	359	374	367	353	352	347	338	322	322	316	303
Gelişmiş Ülke	Spain	2.959	2.986	3.191	Na	Na	3.339	3.498	3.538	3.435	3.310	3.241	3.167	3.213	3.419	3.623	3.480
Gelişmekte Olan Ülke	Sri Lanka	238	238	244	242	239	237	235	235	231	241	272	287	289	294	294	295
Gelişmiş Ülke	Switzerland	263	258	289	282	284	256	257	253	257	246	246	238	236	240	234	227
Gelişmekte Olan Ülke	Thailand	382	398	419	463	504	518	523	525	535	541	545	558	584	613	639	656
Gelişmekte Olan Ülke	Tunisia	45	46	45	44	45	48	51	50	52	56	57	59	71	77	78	79
Gelişmekte Olan Ülke	Turkey	310	288	244	253	257	259	259	250	248	263	263	242	235	226	392	380
Gelişmiş Ülke	United Kingdom	2.438	2.405	2.311	2.486	2.757	2.913	2.588	2.415	2.179	2.105	1.987	1.879	1.857	1.858	1.871	1.815
Gelişmiş Ülke	United States	6.177	5.685	5.295	5.226	5.145	5.133	5.109	4.666	4.401	4.279	4.171	4.102	4.180	4.369	4.381	4.331

EK-2. Kişi Başı İşlem Gören Şirket Sayıları 1986-2000

148

Sınıflandırma	Ülke	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Gelişmekte Olan Ülke	Argentina	7,00	6,54	6,07	5,67	5,44	5,09	5,05	4,84	4,51	4,26	4,15	3,80	3,61	3,41	3,29
Gelişmiş Ülke	Australia	72,54	87,74	84,26	74,82	63,81	56,01	59,33	60,56	64,07	62,47	61,98	62,59	62,10	64,30	69,60
Gelişmiş Ülke	Austria	9,78	9,90	10,55	11,42	12,89	13,28	14,28	14,04	13,99	13,71	13,32	12,68	12,03	12,14	12,11
Gelişmiş Ülke	Belgium	19,37	19,45	18,78	19,12	18,26	18,29	17,02	16,36	16,01	14,80	14,08	13,55	15,29	27,18	25,85
Gelişmekte Olan Ülke	Brazil	4,27	4,18	4,09	4,04	3,88	3,75	3,66	3,50	3,43	3,35	3,34	3,25	3,10	2,77	2,61
Gelişmiş Ülke	Canada	63,20	70,09	69,01	66,22	63,44	58,53	56,28	58,02	60,01	59,14	60,70	64,59	65,82	50,43	48,98
Gelişmekte Olan Ülke	Chile	17,36	16,75	15,85	16,35	16,31	16,57	17,85	18,94	19,94	19,72	20,00	20,01	19,28	18,70	17,03
Gelişmekte Olan Ülke	China								0,10	0,17	0,27	0,43	0,65	0,73	0,76	0,86
Gelişmekte Olan Ülke	Colombia					2,33	2,38	2,33	2,46	3,07	3,12	3,31	3,31	3,01	2,13	1,81
Gelişmekte Olan Ülke	Croatia								0,43	7,74	13,06	15,80	16,84	11,11	13,39	14,23
Gelişmekte Olan Ülke	Czech Republic								0,29	2,71	5,23	7,95	8,83	8,94	7,20	5,56
Gelişmiş Ülke	France	8,44	8,37	7,94	7,94	7,57	14,33	13,36	12,28	3,67	11,92	11,85	12,34	13,03	18,91	19,45
Gelişmiş Ülke	Germany	6,33	7,37	7,79	5,18	5,20	8,31	8,25	8,18	8,18	8,30	8,31	8,53	9,03	7,52	9,05
Gelişmekte Olan Ülke	Ghana								0,94	1,04	1,13	1,22	1,19	1,16	1,19	1,16
Gelişmekte Olan Ülke	Greece	11,44	11,60	11,86	11,79	14,22	15,41	15,77	12,91	17,12	17,61	18,85	19,70	22,95	24,35	28,60
Gelişmiş Ülke	Hong Kong SAR, China	44,89	47,31	50,11	49,95	49,79	57,89	66,55	76,26	83,18	84,14	87,17	98,32	101,62	104,14	116,88
Gelişmekte Olan Ülke	Hungary					0,58	1,93	2,22	2,70	3,87	4,07	4,27	4,57	5,16	6,25	5,68
Gelişmekte Olan Ülke	India	2,39	2,56	2,68	2,82	2,80	2,88	3,07	3,53	4,68	5,62	6,13	5,86	5,63	5,60	5,56
Gelişmekte Olan Ülke	Indonesia	0,14	0,14	0,14	0,32	0,68	0,75	0,81	0,90	1,12	1,20	1,26	1,39	1,40	1,32	1,35
Gelişmiş Ülke	Ireland										22,17	25,57	22,59	21,01	22,37	19,97
Gelişmiş Ülke	Israel	59,32	61,34	59,66	46,04	46,35	57,59	73,59	105,68	117,80	117,58	114,72	112,58	110,70	106,61	105,58
Gelişmiş Ülke	Italy	3,25	3,60	3,73	3,83	3,88	4,67	4,49	4,26	4,50	4,40	4,29	4,13	4,27	4,74	5,22
Gelişmiş Ülke	Japan	12,34	12,55	12,81	12,97	13,17	13,24	13,29	13,39	13,52	13,66	14,04	14,32	14,38	14,92	16,20
Gelişmekte Olan Ülke	Jordan								24,11	21,61	27,55	27,99	28,76	30,44	30,11	31,94
Gelişmekte Olan Ülke	Kenya								1,48	1,51	2,05	2,03	1,97	1,91		1,78
Gelişmekte Olan Ülke	Korea, Rep.	8,61	9,35	11,94	14,82	15,79	15,84	15,73	15,68	15,66	15,99	16,69	16,89	16,16	15,27	26,42

EK-2. (devam) Kişi Başı İşlem Gören Şirket Sayıları 1986-2000

Sınıflandırma	Ülke	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Gelişmekte Olan Ülke	Malaysia	14,09	14,04	13,98	14,20	14,86	17,16	19,09	20,88	23,77	25,52	29,25	32,46	32,92	33,06	33,94
Gelişmekte Olan Ülke	Mexico	2,98	3,23	3,76	4,23	4,57	2,38	2,24	2,10	2,23	1,97	2,02	1,99	1,96	1,85	1,72
Gelişmekte Olan Ülke	Morocco								2,29	2,10	1,63	1,71	1,76	1,88	1,89	1,84
Gelişmiş Ülke	Netherlands	18,32	15,41	15,72	16,90	17,39	13,54	12,32	15,63	15,21	11,90	11,91	12,68	13,62	24,47	24,61
Gelişmiş Ülke	New Zealand	104,43	88,26	71,57	74,87	51,35	39,77	34,83	36,95	39,78	36,75	35,37	31,74	31,98	29,46	33,96
Gelişmekte Olan Ülke	Nigeria								1,69	1,68	1,68	1,65	1,60	1,60	1,63	
Gelişmiş Ülke	Norway	35,75	33,20	30,41	28,86	26,41	24,17	26,83	27,83	30,44	34,64	36,06	44,49	48,29	43,70	42,53
Gelişmekte Olan Ülke	Pakistan								5,59	6,04	5,92	5,90	5,75	5,84	5,65	5,22
Gelişmekte Olan Ülke	Panama								21,68	28,69	35,40	6,44	7,36	9,27	47,12	49,83
Gelişmekte Olan Ülke	Peru								10,14	9,31	10,07	9,66	9,87	9,76	8,96	8,06
Gelişmekte Olan Ülke	Philippines		2,44	2,41	2,38	2,47	2,54	2,60	2,67	2,77	2,94	3,02	3,02	2,96	2,96	2,92
Gelişmekte Olan Ülke	Poland							0,23	0,57	1,14	1,68	2,15	3,70	5,12	5,72	5,88
Gelişmiş Ülke	Portugal	3,99	13,06	15,77	15,19	15,23	15,36	10,05	8,93	8,31	7,78	8,05	8,01	7,48	7,93	10,79
Gelişmekte Olan Ülke	Russian Federation								0,35	0,53	2,29	1,62	0,29	0,28		0,14
Gelişmiş Ülke	Singapore	44,63	45,77	46,38	46,40	49,23	52,95	56,03	60,66	91,55	70,93	72,47	77,45	65,44	69,21	81,43
Gelişmekte Olan Ülke	Slovak Republic								1,69	2,43	2,80	2,61	1,86	1,86	1,48	1,30
Gelişmekte Olan Ülke	South Africa	15,89	21,30	21,42	20,46	20,11	18,52	16,61	15,52	14,79	14,77	14,19	14,33	14,91	14,74	13,45
Gelişmiş Ülke	Spain	16,48	16,60	17,82	22,30	23,31	31,33	28,88	27,31	18,43	28,65	28,33	29,66	35,38	36,84	42,40
Gelişmekte Olan Ülke	Sri Lanka								11,11	11,78	12,50	12,90	13,04	13,03	12,79	12,81
Gelişmiş Ülke	Switzerland	22,29	23,38	24,42	26,63	27,10	26,76	26,18	30,99	30,88	30,68	30,12	30,47	32,63	33,45	35,08
Gelişmekte Olan Ülke	Thailand	1,74	1,89	2,22	2,60	2,81	4,72	5,45	5,95	28,67	6,99	7,55	7,08	6,79	6,29	6,05
Gelişmekte Olan Ülke	Tunisia									2,23	2,63	3,03	3,41	3,79	4,58	4,54
Gelişmekte Olan Ülke	Turkey	1,60	1,60	1,52	1,43	2,04	2,44	2,60	2,82	3,06	3,51	3,84	4,27	4,27	4,59	4,98
Gelişmiş Ülke	United Kingdom	37,07	36,28	35,01	34,25	33,99	35,30	33,31	33,39	30,19	33,97	35,09	35,08	41,02	39,06	41,23
Gelişmiş Ülke	United States	27,40	28,90	27,79	26,85	25,75	25,75	25,58	26,59	27,57	28,12	30,03	28,99	27,18	25,91	24,51

EK-2. (devam) Kişi Başı İşlem Gören Şirket Sayıları 2000-2016

Ülke	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Argentina	3,10	2,90	2,77	2,66	2,55	2,55	2,65	2,65	2,48	2,45	2,38	2,40	2,28	2,21	2,14	2,12
Australia	68,72	68,95	70,62	75,22	80,56	84,60	91,85	90,54	86,76	86,83	88,76	86,19	84,57	83,84	83,61	81,61
Austria	12,31	13,49	12,81	12,24	11,18	11,61	12,30	12,14	11,63	10,64	10,49	9,96	9,67	9,60	9,15	8,12
Belgium	26,73	24,78	24,09	22,55	21,19	19,44	16,47	15,97	15,28	14,78	13,67	13,21	10,46	10,08	10,38	10,22
Brazil	2,40	2,20	2,01	1,93	1,83	1,84	2,07	1,98	1,93	1,90	1,84	1,76	1,74	1,72	1,68	1,63
Canada	41,12	39,92	112,96	112,42	115,10	116,36	118,01	115,38	110,83	110,89	115,89	115,97	108,38	111,07	105,97	92,82
Chile	16,12	15,68	15,13	14,96	15,17	14,95	14,43	14,10	13,79	13,36	13,35	13,00	13,00	13,06	12,55	11,95
China	0,91	0,96	1,00	1,06	1,06	1,08	1,16	1,21	1,28	1,54	1,74	1,85	1,83	1,92	2,06	2,21
Colombia	2,93	2,65	2,61	2,48	2,26	2,14	2,03	1,98	1,92	1,83	1,70	1,62	1,52	1,46	1,43	1,40
Croatia	14,19	15,09	35,36	37,40	39,85	40,99	80,93	80,28	61,19	54,33	54,43	49,44	45,12	45,54	44,25	38,36
Czech Republic	4,60	4,32	3,63	3,24	2,25	1,47	1,26	1,83	1,53	1,53	1,43	1,62	1,43	1,24	1,42	1,42
France	15,25	14,14	13,13	12,55	11,86	11,47	11,04	10,45	10,08	9,49	8,97	8,56	7,58	7,46	7,35	7,25
Germany	9,10	8,67	8,29	8,00	7,86	7,96	9,25	9,04	8,60	8,44	8,35	8,27	7,92	7,35	6,79	6,42
Ghana	1,13	1,15	1,22	1,33	1,25	1,31	1,28	1,33	1,30	1,26	1,15	1,13	1,10	1,11	1,23	1,13
Greece	28,82	28,71	31,02	29,12	27,49	26,13	26,16	26,09	25,66	24,91	24,22	23,72	22,62	22,03	21,81	19,82
Hong Kong SAR, China	127,64	143,53	152,58	160,09	165,27	169,90	178,13	179,80	187,59	198,74	208,16	203,92	216,07	229,37	242,28	254,81
Hungary	5,40	4,73	4,94	4,65	4,36	4,07	3,88	3,98	4,19	4,80	5,21	5,14	5,05	4,86	4,57	4,38
India	5,41	5,18	5,09	4,20	4,16	4,13	4,14	4,11	4,08	4,09	4,10	4,11	4,14	4,28	4,46	4,40
Indonesia	1,47	1,52	1,51	1,48	1,48	1,50	1,64	1,68	1,66	1,73	1,79	1,84	1,92	1,98	2,02	2,06
Ireland	17,59	15,77	13,76	13,02	12,74	13,34	13,64	12,92	12,13	10,96	10,49	9,16	8,92	9,31	9,19	8,38
Israel	100,64	94,67	85,65	84,15	83,55	85,20	89,55	86,20	81,36	78,18	74,17	67,25	60,92	55,75	52,51	49,96
Italy	5,16	5,17	4,73	4,66	4,74	4,88	5,15	5,00	4,92	4,89	5,24	5,09	4,73	4,77	4,73	4,75
Japan	16,54	16,63	17,02	17,81	18,18	18,70	18,66	18,54	18,12	17,81	17,84	17,97	26,74	27,17	27,56	27,84
Jordan	31,00	29,88	29,83	34,68	35,18	38,25	39,56	40,37	39,88	38,57	32,61	30,40	28,41	26,79	24,89	23,69
Kenya	1,76	1,48	1,38	1,37	1,33	1,40	1,44	1,40	1,37	1,33	1,37	1,37	1,36	1,41	1,35	1,34
Korea, Rep.	29,34	31,73	32,53	32,65	33,54	34,87	36,05	36,47	36,06	35,94	36,03	35,20	35,65	36,44	38,18	39,79

EK-2. (devam) Kişi Başı İşlem Gören Şirket Sayıları 2000-2016

Ülke	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Malaysia	33,93	35,41	36,33	37,94	39,56	39,05	36,92	35,85	34,49	33,72	32,55	31,23	30,30	29,61	29,03	28,63
Mexico	1,62	1,56	1,50	1,41	1,38	1,20	1,12	1,10	1,08	1,11	1,07	1,08	1,13	1,14	1,08	1,07
Morocco	1,88	1,86	1,74	1,76	1,77	2,04	2,34	2,44	2,38	2,25	2,28	2,28	2,22	2,16	2,13	2,10
Netherlands	20,50	18,21	16,52	15,72	14,52	13,70	13,49	12,83	9,92	9,03	8,63	8,06	5,89	5,81	5,90	6,05
New Zealand	37,37	37,74	41,22	38,65	37,01	36,08	35,99	34,51	33,24	31,49	32,85	31,99	32,19	34,15	37,21	36,87
Nigeria				1,52	1,55	1,41	1,44	1,41	1,39	1,36	1,20	1,13	1,09	1,07	1,01	0,91
Norway	41,65	39,66	35,05	36,15	41,31	41,84	44,17	43,83	39,35	39,88	39,17	36,66	34,06	33,68	32,96	32,68
Pakistan	5,01			4,24	4,15	4,00	3,93	3,84	3,77	3,66	3,57	3,12	3,03	3,00	2,96	2,89
Panama	9,71	9,53	8,72	7,95	8,11	7,67	8,11	5,97	8,94	9,33	9,98	5,30	5,21	7,43	7,56	7,44
Peru	7,77	7,44	7,24	7,04	6,99	6,76	6,64	7,02	6,72	6,77	6,79	7,10	6,94	6,81	6,76	6,83
Philippines	2,89	2,86	2,82	2,75	2,72	2,71	2,71	2,69	2,67	2,68	2,63	2,60	2,58	2,60	2,58	2,54
Poland	6,01	5,28	4,92	5,53	6,13	6,63	9,23	11,33	12,32	14,98	19,89	22,17	22,84	22,94	22,96	22,69
Portugal	9,55	5,76	5,45	5,25	4,86	4,85	4,93	5,21	5,11	4,92	4,83	4,66	4,40	4,52	4,54	4,36
Russian Federation	0,14	0,39	1,84	2,86	2,88	3,77	4,15	3,93	3,85	3,89	5,71	2,04	1,82	1,77	1,74	1,68
Singapore	76,85	76,87	115,44	128,64	132,22	104,74	102,86	94,02	92,03	90,81	89,13	88,85	88,72	88,49	87,26	85,42
Slovak Republic	1,67	2,05	1,67	1,49	1,30	34,80	29,77	23,24	19,86	16,69	27,23	12,76	12,38	14,76	12,72	12,53
South Africa	11,26	9,36	8,40	7,85	7,31	7,44	7,65	7,41	7,02	6,90	6,71	6,44	6,04	5,95	5,74	5,42
Spain	72,44	72,07	75,64			75,21	77,34	76,99	74,09	71,07	69,34	67,71	68,92	73,56	78,00	74,93
Sri Lanka	12,66	12,57	12,79	12,59	12,34	12,14	11,95	11,86	11,57	11,98	13,42	14,05	14,04	14,15	14,02	13,91
Switzerland	36,38	35,42	39,38	38,16	38,19	34,21	34,03	33,08	33,19	31,44	31,09	29,76	29,17	29,31	28,25	27,11
Thailand	6,01	6,21	6,49	7,12	7,70	7,87	7,90	7,89	8,00	8,05	8,07	8,22	8,57	8,96	9,31	9,53
Tunisia	4,60	4,66	4,53	4,39	4,45	4,71	4,95	4,80	4,94	5,26	5,30	5,42	6,45	6,91	6,92	6,93
Turkey	4,83	4,42	3,69	3,78	3,78	3,77	3,72	3,55	3,48	3,64	3,58	3,25	3,10	2,93	5,01	4,78
United Kingdom	41,24	40,51	38,74	41,44	45,64	47,87	42,20	39,07	34,99	33,54	31,41	29,50	28,96	28,76	28,73	27,65
United States	21,68	19,77	18,25	17,85	17,41	17,20	16,96	15,34	14,35	13,83	13,38	13,06	13,22	13,71	13,65	13,40

EK-3. Kotasyon Yönergesinde Yapılan Değişiklikler (Revizyonların Karşılaştırılması)

Tür	Tarih	Değişikliğin Sonucu	Önceki Hali	Değişiklik Sonrası
Birinci Revizyon	25.10.2016	İşlem görmek için FAVÖK yerine Net Kar aranmaya başlamıştır.	Madde 8-(1) b) Ortaklığın aşağıda yer alan gruptan herhangi birinin şartlarının tamamını sağlaması Bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolar dikkate alınarak hesaplanan FAVÖK elde edilmiş olması 2) Finans sektöründeki ortaklıklar için FAVÖK yerine net dönem kârı aranır. 3) Bu fıkranın (a) bendi kapsamında, 2 yıldan fazla faaliyet süresi olan en az bir ortaklığa minimum %51 oranında iştirak etmek suretiyle finansal holding hariç olmak üzere, holding şirketi olarak kurulan yeni bir ortaklığın başvurusu halinde, yukarıdaki tabloda yer alan “Bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolar dikkate alınarak hesaplanan FAVÖK elde edilmiş olması ” şartının, söz konusu holdingin “Kâr veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu”nda yer alan net satış tutarı içinde en fazla paya sahip iştiraki tarafından sağlanması gerekmektedir.	Madde 8-(1) b) Ortaklığın aşağıda yer alan gruptan herhangi birinin şartlarının tamamını sağlaması Bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında dönem kârı olması 2) Bu fıkranın (a) bendi kapsamında, 2 yıldan fazla faaliyet süresi olan en az bir ortaklığa minimum %51 oranında iştirak etmek suretiyle finansal holding hariç olmak üzere, holding şirketi olarak kurulan yeni bir ortaklığın başvurusu halinde, yukarıdaki tabloda yer alan” Bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında dönem kârı olması” şartının, söz konusu holdingin “Kâr veya Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tablosu”nda yer alan net satış tutarı içinde en fazla paya sahip iştiraki tarafından sağlanması gerekmektedir.

EK-3. (devam) Kotasyon Yönergesinde Yapılan Değişiklikler (Revizyonların Karşılaştırılması)

İkinci Revizyon	31.07.2017	Öz sermaye/sermaye oranı 0,50'nin üstünde olan şirketlerde şarta bağlı olarak borsada işlem görmeye başlamıştır.	4) Yıldız Pazar için yapılan kotasyon başvurularında, bu maddenin birinci fıkrasının (b) bendinde yer alan “Bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında dönem kârı olması” ve “Bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablolardaki öz sermaye/sermaye oranı” şartlarının sağlanamaması durumunda, Yönetim Kurulu, ortaklığın bağımsız denetimden geçmiş son yıl ve ilgili ara dönem finansal tablolarında faaliyet karı olması, bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarında Öz sermaye/Sermaye oranının 0,5'ten büyük olması, halka arzın sadece ortak satışı yoluyla yapılmaması ve Yıldız Pazar için (b) bendinde aranan diğer şartların sağlanması şartıyla, ortaklığın faaliyetlerine, finansman yapısına ve halka arz gelirinin kullanımına ilişkin olarak Borsaya sunacağı projeksiyonları dikkate alarak, gerekçelerini belirtmek suretiyle payların Yıldız Pazar'da kota alınmasına karar verebilir. Borsa kendisine sunulan şirketin projeksiyonlarını dikkate alarak, nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman ve itfa payları tutarlarını faaliyet karının hesaplanmasında dikkate alabilir.
-----------------	------------	--	---

EK-3. (devam) Kotasyon Yönergesinde Yapılan Değişiklikler (Revizyonların Karşılaştırılması)

Üçüncü Revizyon	13.10.2017	Önceki düzenlemelerde Yıldız Pazar Grup 1 için sağlanan esneklik Yıldız Pazarı Grup 2'ye de kazandırılmıştır.	Madde 8- (1) b- 3) Konsolide finansal tablo hazırlayan ortaklıklarda öz sermaye/sermaye oranı olarak toplam öz sermaye dikkate alınır. Yıldız Pazar Grup 1'de değerlendirilecek başvurularda ortaklığın öz sermaye/sermaye oranının 0,75'ten düşük olması halinde, bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablodaki öz sermaye altında sınıflandırılan tutarlara halka arzdan elde edilecek paylara ilişkin primler ile artırılan sermayenin nominal tutarı eklenerek hesaplanacak öz sermaye/sermaye oranının 1'den büyük olması şartı aranır.	Madde 8- (1) b- 3) Konsolide finansal tablo hazırlayan ortaklıklarda öz sermaye/sermaye oranı olarak toplam öz sermaye dikkate alınır. Yıldız Pazar Grup 1'de değerlendirilecek başvurularda ortaklığın öz sermaye/sermaye oranının 0,75'ten düşük olması halinde, Yıldız Pazar Grup 2'de ise bu oranın 1'den düşük olması halinde, öz sermayesinin pozitif olması şartıyla, bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablodaki öz sermaye altında sınıflandırılan tutarlara halka arzdan elde edilecek paylara ilişkin primler ile artırılan sermayenin nominal tutarı eklenerek hesaplanacak öz sermaye/sermaye oranının 1'den büyük olması şartı aranır.
Dördüncü Revizyon	08.01.2018		Madde 8- (1) b) 3) Konsolide finansal tablo hazırlayan ortaklıklarda öz sermaye/sermaye oranı olarak toplam öz sermaye dikkate alınır. Yıldız Pazar Grup 1'de değerlendirilecek başvurularda ortaklığın öz sermaye/sermaye oranının 0,75'ten düşük olması halinde, Yıldız Pazar Grup 2'de ise bu oranın 1'den düşük olması halinde, öz sermayesinin pozitif olması şartıyla, bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablodaki öz sermaye altında sınıflandırılan tutarlara halka arzdan elde edilecek paylara ilişkin primler ile artırılan sermayenin nominal tutarı eklenerek hesaplanacak öz sermaye/sermaye oranının 1'den büyük olması şartı aranır	Madde 8- (1) b) 3) Konsolide finansal tablo hazırlayan ortaklıklarda öz sermaye/sermaye oranı olarak toplam öz sermaye dikkate alınır.

EK-3. (devam) Kotasyon Yönergesinde Yapılan Değişiklikler (Revizyonların Karşılaştırılması)

Dördüncü Revizyon	08.01.2018			
			Madde 8- (3) Yıldız Pazar için yapılan kotasyon başvurularında, bu maddenin birinci fıkrasının (b) bendinde yer alan “Bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında dönem kârı olması” ve “Bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablolardaki öz sermaye/sermaye oranı” şartlarının sağlanamaması durumunda, Yönetim Kurulu, ortaklığın bağımsız denetimden geçmiş son yıl ve ilgili ara dönem finansal tablolarında faaliyet karı olması, bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarında Öz sermaye/Sermaye oranının 0,5’ten büyük olması, halka arzın sadece ortak satışı yoluyla yapılmaması ve Yıldız Pazar için (b) bendinde aranan diğer şartların sağlanması şartıyla, ortaklığın faaliyetlerine, finansman yapısına ve halka arz gelirinin kullanımına ilişkin olarak Borsaya sunacağı bilgileri dikkate alarak, gerekçelerini belirtmek suretiyle payların Yıldız Pazar’da kota alınmasına karar verebilir. Borsa, kendisine sunulan bilgileri dikkate alarak, nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman ve itfa payları tutarlarını faaliyet karının hesaplanmasında dikkate alabilir.	Madde 8- (3) Yıldız Pazar için yapılan kotasyon başvurularında, bu maddenin birinci fıkrasının (b) bendinde yer alan “Bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolarında dönem kârı olması” ve/veya “Bağımsız denetimden geçmiş en son finansal tablolardaki öz sermaye/sermaye oranı” şartlarının sağlanamaması durumunda, Yönetim Kurulu, Yıldız Pazar için (b) bendinde aranan diğer şartların da sağlanması şartıyla, - Ortaklığın bağımsız denetimden geçmiş son yıl ve ilgili ara dönem finansal tablolarında faaliyet karı olması, - Bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablolarında öz sermayesinin pozitif olması, ancak öz sermayesinin negatif olması halinde ise başvurunun sadece Grup 1 için yapılması, - Bağımsız denetimden geçmiş son finansal tablodaki öz sermaye altında sınıflandırılan tutarlara halka arzdan elde edilecek paylara ilişkin primler ile artırılan sermayenin nominal tutarı eklenerek hesaplanacak öz sermaye/sermaye oranının bu maddenin birinci fıkrasının (b) bendinde belirtilen şartı sağlaması,

EK-3. (devam) Kotasyon Yönergesinde Yapılan Değişiklikler (Revizyonların Karşılaştırılması)

Dördüncü Revizyon	08.01.2018			- Halka arzın sadece ortak satışı yoluyla yapılmaması, kaydıyla, ortaklığın faaliyetlerine, finansal yapısına ve halka arz gelirinin kullanımına ilişkin olarak Borsaya sunacağı bilgileri dikkate alarak, gerekçelerini belirtmek suretiyle payların Yıldız Pazar’da kota alınmasına karar verebilir. Borsa, kendisine sunulan bilgileri dikkate alarak, nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman ve itfa payları tutarlarını faaliyet karının hesaplanmasında dikkate alabilir. Bu fıkra kapsamında öz sermayesi negatif olan bir şirket tarafından Yıldız Pazar Grup 1 için yapılan başvuruda halka arz sonrasında “halka arz edilen payların piyasa değeri” şartının sağlanamaması halinde, Yıldız Pazar Grup 2 için yapılacak başvuru kabul edilmez.
--------------------------	------------	--	--	---

Kaynak:Borsa Kotasyon Yönergesi

EK-4. İşlem Sırası Kapanan Şirketler

PAY KODU	PAY ADI	KAPANMA TARİHİ	AÇIKLAMA
ISY30.F	İŞ PORTFÖY BIST 30 HİSSE SENEDİ YOĞUN BORSA YATIRIM FONU	9.7.2019	
ATPET.E	ATLANTİK PETROL ÜRÜNLERİ TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	21.3.2019	
BMEKS.E	BİMEKS BİLGİ İŞLEM VE DIŞ TİCARET A.Ş.	12.3.2019	
DGZTE.E	DEMİROREN GAZETECİLİK	20.2.2019	
FBIST.F	FİNANS PORTFÖY FTSE İSTANBUL BONO BYF	17.1.2019	
IST30.F	FİNANS PORTFÖY BIST-30 ENDEKSİ HİSSE SENEDİ YOĞUN BYF	17.1.2019	
BNKTR.F	FİNANS PORTFÖY TÜRKİYE YÜKSEK PİYASA DEĞERLİ BANKALAR HİSSE SENEDİ YOĞUN BYF	17.1.2019	
ANELT.E	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	3.12.2018	
KIPA.E	KİPA TİCARET A.Ş.	31.8.2018	Kipa Ticaret A.Ş. Migros Ticaret A.Ş. tarafından devralınmıştır. Kipa Ticaret A.Ş. was acquired by Migros Ticaret A.Ş.
DMISH.E	MISH DEKORASYON	2.5.2018	
AKPAZ.E	AKYUREK PAZARLAMA	2.5.2018	
TRNSK.E	TRANSTURK HOLDING	17.4.2018	
ESEMS.E	ESEM SPOR GIYIM SANAYİ	17.4.2018	
AKSEL.E	AKSEL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	26.2.2018	
ASCEL.E	ASİL ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	19.2.2018	
PIMAS.E	PIMAS	29.12.2017	Pimaş Plastik İnşaat Malzemeleri A.Ş. Ege Profil Ticaret ve Sanayi A.Ş. tarafından devralınmıştır. Pimaş Plastik İnşaat Malzemeleri A.Ş. was acquired by Ege Profil Ticaret ve Sanayi A.Ş.
NTTUR.E	NET TURİZM TİCARET VE SANAYİ A.Ş.	19.10.2017	Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş. Net Holding A.Ş. tarafından devralınmıştır. Net Turizm Ticaret ve Sanayi A.Ş. was acquired by Net Holding A.Ş.
USAS.E	USAS YATIRIMLAR HOLDİNG A.S.	4.10.2017	Usaş Yatırımlar Holding A.Ş. Işıklar Enerji tarafından devralınmıştır. Usaş Yatırımlar Holding A.Ş. was acquired by Işıklar Enerji
MENBA.E	MENBA HOLDİNG A.S.	4.10.2017	
GENYH.E	GEN YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	27.4.2017	
BAKAN.E	BAKANLAR MEDYA A.Ş.	7.3.2017	
KRATL.E	KARAKAS ATLANTIS KUYUM.	7.2.2017	
SAFGY.E	SAF GAYRİMENKUL	19.1.2017	Saf GYO Akiş Gayrimenkul tarafından devralınmıştır. Saf GYO, was acquired by Akiş Gayrimenkul.

EK-4. (devam) İşlem Sırası Kapanan Şirketler

PAY KODU	PAY ADI	KAPANMA TARİHİ	AÇIKLAMA
FENIS.E	FENIS ALUMINYUM	1.12.2016	
GEDIZ.E	GEDİZ IPLİK	1.12.2016	
GNPWR.E	GENPOWER HOLDING	1.12.2016	
HZNDR.E	HAZNEDAR REFRAKTER	7.11.2016	
UYUM.E	UYUM GIDA	3.11.2016	
TARAF.E	TARAF GAZETECİLİK	28.7.2016	
VIAGO.E	VIA GMYO	27.7.2016	
ASYAB.E	ASYA KATILIM BANKASI	25.7.2016	
MRTGG.E	MERT GIDA	18.5.2016	
AKFEN.E	AKFEN HOLDING	12.5.2016	
PLASP.E	PLASPAK KİMYA	14.4.2016	
SLVRP.F	KUVEYT TURK KTLM B TIPI SLVRPLS	1.4.2016	
DJMT.F	BMK DJİM TÜRKİYE A TIPI BYF	1.4.2016	
ARBUL.E	ARBUL TEKSTİL	24.3.2016	
BOYNR.E	BOYNER MAGAZACILIK	7.3.2016	
GT30.F	FINANSBANK AS GT30 BYF	14.1.2016	
KTLME.F	KATILIM ENDEKSİ ATİPİ BYF	4.1.2016	
KILER.E	KILER GIDA	4.1.2016	Kiler Gıda, Carrefoursa tarafından devir alınmıştır. <i>Kiler Gıda, was acquired by Carrefoursa.</i>
UNICO.E	UNICO SİGORTA	7.12.2015	
MANGO.E	MANGO GIDA	30.11.2015	
LATEK.E	LATEK LOJİSTİK	30.11.2015	
HİTİT.E	HİTİT HOLDİNG	30.11.2015	
FVORİ.E	FAVORİ DİNLENME YER.	30.11.2015	
ERİCO.E	ERİCOM TELEKOMÜNİKASYON	30.11.2015	
CLKHO.E	CLK HOLDİNG	30.11.2015	
ARTOG.E	AR TARIM ORGANİK GIDA	30.11.2015	
TURSP	SP TR MID CAP A TP HY BYF	11.9.2015	
TUDDF	T.DEMİR DÖKÜM	10.9.2015	
CARFA CARFB	CARREFOURSA (A) CARREFOURSA (B)	7.8.2015	Payların imtiyazlarının kaldırılarak, imtiyazsız tek grupta birleştirilmesi nedeniyle 1 adet CARREFOURSA (A) ve 1 adet CARREFOURSA (B) payı, 1 adet CARREFOURSA payı ile değiştirilmiştir. <i>As a result of consolidation of the shares by removing their preferential rights, a share of CARREFOURSA (A) and a share of CARREFOURSA (B) are exchanged by a share of CARREFOURSA</i>
ALNTF	ALTERNATİFBANK	27.7.2015	
TEBNK	T.EKONOMİ BANK.	25.6.2015	
PTOFS	OMV PETROL OFİSİ	6.5.2015	
ECYAP	ECZACIBAŞI YAPI	28.4.2015	
MUTLU	MUTLU AKÜ	23.3.2015	

EK-4. (devam) İşlem Sırası Kapanan Şirketler

PAY KODU	PAY ADI	KAPANMA TARİHİ	AÇIKLAMA
SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	12.2.2015	
ATAC	ATAÇ İNŞAAT	13.11.2014	
FNSYO	FİNANS YAT. ORT.	10.11.2014	
ARFYO	ALTERNATİF YAT.ORT.	23.10.2014	
ISYHO	IŞIKLAR YAT. HOLDİNG	1.10.2014	Işıklar Yat. Holding, Işıklar Enerji Yapı Hol. tarafından devir alınmıştır. <i>Işıklar Yat. Holding, was acquired by Işıklar Enerji Yapı Hol.</i>
GARON	GARANTİ EKO10 A TP HY BYF	4.9.2014	
DYHOL	DOĞAN YAYIN HOL.	2.9.2014	Doğan Yayın Hol., Doğan Holding tarafından devir alınmıştır. <i>Doğan Yayın Hol. was acquired by Doğan Holding.</i>
ISUVT	İŞ YAT. UZUN VT B TP BYF	25.8.2014	
EGYO	EGS GMYO	25.7.2014	
RANLO	RAN LOJİSTİK	25.7.2014	
AFMAS	AFM FİLM	4.4.2014	
YKSGR	YAPI KREDİ SİGORTA	4.4.2014	
DENTA	DENTAŞ AMBALAJ	1.4.2014	
BSHEV	BSH EV ALETLERİ	26.2.2014	
CBSBO	ÇBS BOYA	2.1.2014	
PRTAS	ÇBS PRİNTAŞ	2.1.2014	
YKBYO	YAPI KREDİ B TİPİ YAT.ORT	30.12.2013	
BERDN	BERDAN TEKSTİL	1.7.2013	
GOLDS	GOLDAS KUYUMCULUK	5.4.2013	
AKALT	AKAL G. MENKUL VE TEKSTİL	8.1.2013	Akal G. Menkul ve Tekstil, Akış GMYO tarafından devir alınmıştır. <i>Akal G. Menkul ve Tekstil was acquired by Akış GMYO.</i>
NERGS	NERGİS HOLDİNG	13.12.2012	
POLYL	POLYLEN	13.12.2012	
SIFAS	SİFAŞ	13.12.2012	
ACIBD	ACIBADEM SAĞLIK	5.10.2012	
TSKYO	TSKB YAT. ORT.	13.8.2012	Tskb Yat. Ort., İş Yat Ort. tarafından devir alınmıştır. <i>Tskb Yat. Ort., was acquired by İş Yat Ort.</i>
YKFIN	YAPI KREDİ FİN.KİR.	23.7.2012	
UZEL	UZEL MAKİNA	20.7.2012	
UKIM	UKİ KONFEKSİYON	30.3.2012	
BYSAN	BOYASAN TEKSTİL	10.10.2011	
TUMTK	TÜMTEKS	10.10.2011	
FORTS	FORTIS BANK	16.2.2011	Fortis Bank, T.Ekonomi Bank. tarafından devir alınmıştır. <i>Fortis Bank was acquired by T.Ekonomi Bank.</i>
EGFIN	EGS FİN.KİR.	12.11.2010	
SPTUR	SP-IFCI AKBANK BYF	22.2.2010	

EK-4. (devam) İşlem Sırası Kapanan Şirketler

PAY KODU	PAY ADI	KAPANMA TARİHİ	AÇIKLAMA
AKIPD	AKSU İPLİK	25.12.2009	Aksu İplik, Akal Tekstil tarafından devir alınmıştır. <i>Aksu İplik was acquired by Akal Tekstil.</i>
GRUND	GRUNDIG ELEKTRONİK	10.7.2009	Grundig Elektronik, Arçelik tarafından devir alınmıştır. <i>Grundig Elektronik was acquired by Arçelik.</i>
YTFYO	YATIRIM FİN. YAT.ORT.	10.7.2009	Yatırım Fin.Yat.Ort. TSKB Yat. Ort. tarafından devir alınmıştır. <i>Yatırım Fin.Yat.Ort. was acquired by TSKB Yat. Ort.</i>
MIGRS	MİGROS	2.6.2009	Migros, Migros Ticaret tarafından devir alınmıştır. <i>Migros was acquired by Migros Ticaret.</i>
CYTAS	CEYTAŞ MADENCİLİK	22.5.2009	Ceytaş Madencilik, Park Elek.Madencilik tarafından devir alınmıştır. <i>Ceytaş Madencilik, was acquired by Park Elek.Madencilik.</i>
MEGES	MEGES BOYA	24.12.2008	
ARAT	ARAT TEKSTİL	17.11.2008	
ALFA	ALFA MENKUL DEĞ.	17.11.2008	
EGİYM	EGESER GİYİM	17.11.2008	
EGHOL	EGS HOLDİNG	17.11.2008	
MEDYA	MEDYA HOLDİNG	17.11.2008	
SABAH	SABAH YAYINCILIK	17.11.2008	
SAPAZ	SABAH PAZARLAMA	17.11.2008	
LIOYS	LİO YAĞ	19.9.2008	
KAVPA	KAV DAN.PAZ.TİC.	28.7.2008	Kav Dan.Paz.Tic., Koç Holding tarafından devir alınmıştır. <i>Kav Dan.Paz.Tic. was acquired by Koç Holding.</i>
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK	1.5.2008	
OYSAC	OYSA ÇİMENTO	9.11.2007	Oysa Çimento, Çimsa tarafından devir alınmıştır. <i>Oysa Çimento was acquired by Çimsa.</i>
CMLOJ	CAMIŞ LOJİSTİK	3.9.2007	Camiş Lojistik, Trakya Cam tarafından devir alınmıştır. <i>Camiş Lojistik was acquired by Trakya Cam.</i>
RAKSE	RAKS ELEKTRONİK	15.6.2007	
RKSEV	RAKS EV ALETLERİ	15.6.2007	
UNTAR	ÜNAL TARIM	7.2.2007	
KOTKS	KONİTEKS	7.2.2007	
EFES	EFES HOLDİNG	27.12.2006	Efes Holding, Coca Cola tarafından devir alınmıştır. <i>Efes Holding was acquired by Coca Cola.</i>
TOPFN	TOPRAK FİN. KİR.	9.11.2006	Toprak Fin. Kir. Fon Fin. Kir. tarafından devir alınmıştır. <i>Toprak Fin. Kir. was acquired by Fon Fin. Kir.</i>

EK-4. (devam) İşlem Sırası Kapanan Şirketler

PAY KODU	PAY ADI	KAPANMA TARİHİ	AÇIKLAMA
GIMA	GİMA	22.8.2006	Gima, Carrefoursa tarafından devir alınmıştır. <i>Gima was acquired by Carrefoursa.</i>
TNSAS	TANSAŞ	3.8.2006	Tansaş, Migros tarafından devir alınmıştır. <i>Tansaş was acquired by Migros.</i>
GORBN	GORBON IŞIL	22.12.2004	
IKTFN	İKTİSAT FİNANSAL KİRALAMA	13.5.2004	
FACF	FACTOFİNANS	13.5.2004	
AGIDA	ANADOLU GIDA	23.2.2004	Anadolu Gıda, Ülker Gıda tarafından devir alınmıştır. <i>Anadolu Gıda was acquired by Ülker Gıda.</i>
METAS	METAŞ	8.10.2003	
MARET	MARET	11.8.2003	Maret ve Pastavilla, Tat Konserve tarafından devir alınmıştır. <i>Maret and Pastavilla were acquired by Tat Konserve.</i>
PASTA	PASTAVİLLA		
CUKEL	ÇUKUROVA ELEKTRİK	18.6.2003	
KEPEZ	KEPEZ ELEKTRİK	18.6.2003	
SEZGD	SEZGİNLER GIDA	18.11.2002	
AKTAS	AKTAŞ ELEKTRİK	16.8.2002	
EGDIS	EGS DIŞ TİCARET	16.8.2002	
GUMUS	GÜMÜŞSUYU HALI	16.8.2002	
KOYTS	KÖYTAŞ TEKSTİL	16.8.2002	
SOKSA	SÖKSA	16.8.2002	
ENKA	ENKA HOLDİNG	22.7.2002	Enka Holding, Enka İnşaat tarafından devir alınmıştır. <i>Enka Holding was acquired by Enka İnşaat.</i>
BYRBY	BAYRAKLI BOYA	10.6.2002	Bayraklı Boya, Dyo Boya (Yasaş) tarafından devir alınmıştır. <i>Bayraklı Boya was acquired by Dyo Boya (Yasaş).</i>
MDRNU	MUDURNU TAVUKÇULUK	7.5.2002	
SYBNK	SİNAİ YATIRIM BANKASI	26.4.2002	Sinai Yatırım Bankası, TSKB tarafından devir alınmıştır. <i>Sinai Yatırım Bankası was acquired by TSKB.</i>
TPBNK	TOPRAKBANK	31.1.2002	
EMEK	EMEK SİGORTA	30.1.2002	
APEKS	APEKS DIŞ TİCARET	15.1.2002	
INMDY	INTERMEDYA	15.1.2002	
IHFİN	İHLAS FİNANS	7.11.2001	
DEMİR	DEMİRBANK	20.9.2001	
SVGSH	SEVGİ SAĞLIK HİZM.	9.7.2001	
TOFAS	TOFAŞ OTO TİCARET	11.6.2001	Tofaş Oto. Ticaret, Tofaş Oto. Fabrika tarafından devir alınmıştır. <i>Tofaş Oto. Ticaret was acquired by Tofaş Oto. Fabrika.</i>

EK-4. (devam) İşlem Sırası Kapanan Şirketler

PAY KODU	PAY ADI	KAPANMA TARİHİ	AÇIKLAMA
ESBNK	ESBANK	3.4.2001	
YABNK	YAŞARBANK	3.4.2001	
EMSAN	EMSAN BEŞYILDIZ	18.10.2000	
EMPAS	EMSAN PAS.ÇELİK	18.10.2000	
PNET	PINAR ENTEGRE ET	11.8.2000	Pınar Un, Pınar Entegre Et tarafından devir alınmış ve birleşme sonrası yeni şirketin ünvanı "Pınar Et ve Un" olarak değiştirilmiştir. <i>Pınar Un was acquired by Pınar Entegre Et and the shares of resulting company started to be traded with the new title "Pınar Et ve Un".</i>
PNUN	PINAR UN		
ANBRA	ANADOLU BİRACILIK	24.7.2000	Anadolu Biracılık, Ege Biracılık ve Güney Biracılık şirketleri Erciyes Biracılık tarafından devir alınmış ve birleşme sonrası yeni şirketin ünvanı "Anadolu Efes" olarak değiştirilmiştir. <i>Anadolu Biracılık, Ege Biracılık and Güney Biracılık were acquired by Erciyes Biracılık and the shares of resulting company started to be traded with the new title "Anadolu Efes".</i>
EGBRA	EGE BİRACILIK		
ERCYS	ERCİYAS BİRACILIK		
GUNEY	GÜNEY BİRACILIK		

Kaynak:Borsa İstanbul, <https://www.borsaistanbul.com/veriler/verileralt/hisse-senetleri-piyasasi-verileri/sirketler-verileri>

EK-5. İşlem Sırası Kapanan Şirketlerin Halka Arz Tarihlerine Göre Dağılımı

	Birleşme		Zorunlu		Gönüllü		Genel		Borsa İstanbul Halka Arz Sayısı
YIL/ ŞİRKET SAYISI	Halka Arz Olan Şirket Sayısı	Kapanan Şirket Sayısı	Halka Arz Olan Şirket Sayısı	Kapanan Şirket Sayısı	Halka Arz Olan Şirket Sayısı	Kapanan Şirket Sayısı	Halka Arz Olan Şirket Sayısı	Kapanan Şirket Sayısı	
1986	6		5		1		12		-
1987	3		2		0		5		-
1988	0		0		0		0		-
1989	0		1		0		1		-
1990	2		6		1		9		35
1991	4		1		0		5		25
1992	1		3		0		4		14
1993	2		5		0		7		16
1994	2		3		3		8		25
1995	0		4		5		9		29
1996	2		7		3		12		27
1997	4		10		0		14		29
1998	3		4		0		7		20
1999	1		1		0		2		10
2000	1	4	6	2	3		10	6	35
2001	1	1	0	5	0		1	6	1
2002	0	3	0	11	0		0	14	4
2003	0	2	0	3	0		0	5	2
2004	0	1	0	3	1		1	4	12
2005	0	0	3	0	0		3	0	9
2006	0	4	1	0	0		1	4	15
2007	1	2	0	4	0		1	6	9
2008	0	1	0	10	0		0	11	2
2009	0	5	1	0	0		1	5	1
2010	0	0	2	1	2		4	1	22
2011	1	1	4	2	0		5	3	27
2012		1	4	5	1	2	5	8	26
2013		1	3	2		1	3	4	19
2014		2	2	5		6	2	13	13
2015		0	0	8		6	0	14	5
2016		1	1	9		4	1	14	2
2017		4		3		0		7	2
2018		1		6		1		8	9
Genel Toplam	34	34	79	79	20	20	133	133	445

EK-6. Birleşmeye ve Gönüllü İşleme Kapanmaya Konu Olan Şirketlerden Oluşan
Portföylerin Performansı

Olay Penceresi	Olay Günü	ACAR	SH	t	p
CAR[-59,-59]	-59	0,09%	0,299375	0,0030	0,501193
CAR[-59,-58]	-58	-0,60%	0,683166	-0,0087	0,496553
CAR[-59,-57]	-57	-0,67%	0,937587	-0,0072	0,497158
CAR[-59,-56]	-56	-0,19%	1,109935	-0,0017	0,499338
CAR[-59,-55]	-55	0,92%	1,274162	0,0072	0,502855
CAR[-59,-54]	-54	1,68%	1,539632	0,0109	0,504318
CAR[-59,-53]	-53	1,77%	1,444555	0,0123	0,504854
CAR[-59,-52]	-52	2,63%	1,764807	0,0149	0,505899
CAR[-59,-51]	-51	3,04%	2,14291	0,0142	0,505614
CAR[-59,-50]	-50	2,93%	2,309571	0,0127	0,505026
CAR[-59,-49]	-49	2,70%	2,072919	0,0130	0,505159
CAR[-59,-48]	-48	2,18%	2,097189	0,0104	0,504117
CAR[-59,-47]	-47	0,79%	2,156242	0,0037	0,501448
CAR[-59,-46]	-46	1,39%	2,091932	0,0067	0,502635
CAR[-59,-45]	-45	2,95%	2,622338	0,0113	0,504455
CAR[-59,-44]	-44	2,84%	2,739613	0,0104	0,5041
CAR[-59,-43]	-43	2,46%	2,870392	0,0086	0,503392
CAR[-59,-42]	-42	3,60%	3,280046	0,0110	0,504346
CAR[-59,-41]	-41	3,63%	3,345467	0,0109	0,504298
CAR[-59,-40]	-40	4,04%	3,492017	0,0116	0,50458
CAR[-59,-39]	-39	3,26%	3,249004	0,0100	0,503968
CAR[-59,-38]	-38	2,76%	3,314785	0,0083	0,503299
CAR[-59,-37]	-37	2,08%	3,122377	0,0067	0,502634
CAR[-59,-36]	-36	1,67%	3,110083	0,0054	0,502122
CAR[-59,-35]	-35	1,11%	3,117927	0,0035	0,501404
CAR[-59,-34]	-34	1,18%	3,095128	0,0038	0,501505
CAR[-59,-33]	-33	2,00%	3,163498	0,0063	0,502505
CAR[-59,-32]	-32	2,86%	3,130073	0,0091	0,503613
CAR[-59,-31]	-31	2,59%	3,12239	0,0083	0,503283
CAR[-59,-30]	-30	1,68%	3,05897	0,0055	0,502178
CAR[-59,-29]	-29	0,94%	3,051835	0,0031	0,501218
CAR[-59,-28]	-28	1,47%	3,18674	0,0046	0,501819
CAR[-59,-27]	-27	1,54%	2,930605	0,0053	0,502081
CAR[-59,-26]	-26	1,26%	2,838547	0,0044	0,501749
CAR[-59,-25]	-25	1,18%	2,868858	0,0041	0,501629
CAR[-59,-24]	-24	1,10%	2,780847	0,0040	0,501568
CAR[-59,-23]	-23	1,92%	2,763267	0,0069	0,502745
CAR[-59,-22]	-22	1,38%	2,74753	0,0050	0,501994
CAR[-59,-21]	-21	1,67%	2,735207	0,0061	0,502412
CAR[-59,-20]	-20	1,67%	2,86881	0,0058	0,502303
CAR[-59,-19]	-19	0,92%	2,896406	0,0032	0,501251
CAR[-59,-18]	-18	0,91%	3,05432	0,0030	0,501181
CAR[-59,-17]	-17	0,27%	3,120615	0,0009	0,500344
CAR[-59,-16]	-16	0,80%	3,379259	0,0024	0,500942
CAR[-59,-15]	-15	1,28%	3,358948	0,0038	0,501502
CAR[-59,-14]	-14	1,10%	3,222504	0,0034	0,501356
CAR[-59,-13]	-13	1,57%	3,40195	0,0046	0,501828
CAR[-59,-12]	-12	1,58%	3,45736	0,0046	0,501814
CAR[-59,-11]	-11	1,61%	3,553721	0,0045	0,501794
CAR[-59,-10]	-10	1,20%	3,629694	0,0033	0,501304
CAR[-59,-9]	-9	0,96%	3,621711	0,0027	0,501052
CAR[-59,-8]	-8	0,76%	3,569615	0,0021	0,500842
CAR[-59,-7]	-7	-0,10%	3,542994	-0,0003	0,499892
CAR[-59,-6]	-6	0,66%	3,631586	0,0018	0,500714
CAR[-59,-5]	-5	0,17%	3,718729	0,0005	0,500183
CAR[-59,-4]	-4	-0,22%	3,676362	-0,0006	0,499763
CAR[-59,-3]	-3	0,81%	3,68036	0,0022	0,500869
CAR[-59,-2]	-2	0,15%	3,555835	0,0004	0,500172
CAR[-59,-1]	-1	2,29%	3,749627	0,0061	0,502415
CAR[-59,0]	0	6,74%	4,124202	0,0163	0,506463

EK-6. (devam) Birleşmeye ve Gönüllü İşleme Kapanmaya Konu Olan Şirketlerden
Oluşan Portföylerin Performansı

Olay Penceresi	Olay Günü	CAR	SE	t	p
CAR[-59,-59]	-59	0,309%	0,0055	0,56	0,71
CAR[-59,-58]	-58	0,513%	0,0062	0,82	0,79
CAR[-59,-57]	-57	-0,048%	0,0073	-0,07	0,47
CAR[-59,-56]	-56	-0,587%	0,0086	-0,68	0,25
CAR[-59,-55]	-55	-0,964%	0,0101	-0,95	0,18
CAR[-59,-54]	-54	-0,843%	0,0089	-0,95	0,18
CAR[-59,-53]	-53	-0,504%	0,0068	-0,74	0,24
CAR[-59,-52]	-52	-0,738%	0,0083	-0,88	0,19
CAR[-59,-51]	-51	-0,755%	0,0091	-0,83	0,21
CAR[-59,-50]	-50	-0,895%	0,0109	-0,82	0,21
CAR[-59,-49]	-49	-0,699%	0,0130	-0,54	0,30
CAR[-59,-48]	-48	-0,688%	0,0140	-0,49	0,31
CAR[-59,-47]	-47	-0,616%	0,0149	-0,41	0,34
CAR[-59,-46]	-46	-0,899%	0,0139	-0,65	0,26
CAR[-59,-45]	-45	-1,131%	0,0139	-0,81	0,21
CAR[-59,-44]	-44	-1,471%	0,0148	-0,99	0,17
CAR[-59,-43]	-43	-1,642%	0,0162	-1,01	0,16
CAR[-59,-42]	-42	-2,069%	0,0166	-1,25	0,11
CAR[-59,-41]	-41	-1,931%	0,0154	-1,26	0,11
CAR[-59,-40]	-40	-2,272%	0,0186	-1,22	0,12
CAR[-59,-39]	-39	-1,551%	0,0183	-0,85	0,20
CAR[-59,-38]	-38	-1,886%	0,0196	-0,96	0,17
CAR[-59,-37]	-37	-2,004%	0,0253	-0,79	0,22
CAR[-59,-36]	-36	-1,380%	0,0295	-0,47	0,32
CAR[-59,-35]	-35	-0,478%	0,0357	-0,13	0,45
CAR[-59,-34]	-34	-0,681%	0,0305	-0,22	0,41
CAR[-59,-33]	-33	0,122%	0,0287	0,04	0,52
CAR[-59,-32]	-32	0,065%	0,0259	0,02	0,51
CAR[-59,-31]	-31	-0,155%	0,0256	-0,06	0,48
CAR[-59,-30]	-30	0,225%	0,0286	0,08	0,53
CAR[-59,-29]	-29	-0,898%	0,0269	-0,33	0,37
CAR[-59,-28]	-28	-0,974%	0,0258	-0,38	0,36
CAR[-59,-27]	-27	-1,655%	0,0249	-0,67	0,26
CAR[-59,-26]	-26	-2,265%	0,0242	-0,93	0,18
CAR[-59,-25]	-25	-1,883%	0,0228	-0,82	0,21
CAR[-59,-24]	-24	-2,024%	0,0232	-0,87	0,20
CAR[-59,-23]	-23	-1,882%	0,0220	-0,85	0,20
CAR[-59,-22]	-22	-1,288%	0,0227	-0,57	0,29
CAR[-59,-21]	-21	-1,461%	0,0225	-0,65	0,26
CAR[-59,-20]	-20	-1,016%	0,0231	-0,44	0,33
CAR[-59,-19]	-19	-0,664%	0,0247	-0,27	0,40
CAR[-59,-18]	-18	-1,353%	0,0245	-0,55	0,29
CAR[-59,-17]	-17	-1,422%	0,0250	-0,57	0,29
CAR[-59,-16]	-16	-1,068%	0,0268	-0,40	0,35
CAR[-59,-15]	-15	-0,920%	0,0270	-0,34	0,37
CAR[-59,-14]	-14	-1,124%	0,0270	-0,42	0,34
CAR[-59,-13]	-13	-0,923%	0,0275	-0,34	0,37
CAR[-59,-12]	-12	-0,997%	0,0271	-0,37	0,36
CAR[-59,-11]	-11	-0,406%	0,0275	-0,15	0,44
CAR[-59,-10]	-10	-0,812%	0,0285	-0,28	0,39
CAR[-59,-9]	-9	0,400%	0,0300	0,13	0,55
CAR[-59,-8]	-8	-0,058%	0,0310	-0,02	0,49
CAR[-59,-7]	-7	0,553%	0,0305	0,18	0,57
CAR[-59,-6]	-6	-0,070%	0,0305	-0,02	0,49
CAR[-59,-5]	-5	0,159%	0,0286	0,06	0,52
CAR[-59,-4]	-4	1,044%	0,0292	0,36	0,64
CAR[-59,-3]	-3	0,954%	0,0297	0,32	0,62
CAR[-59,-2]	-2	2,229%	0,0339	0,66	0,74
CAR[-59,-1]	-1	4,100%	0,0422	0,97	0,83
CAR[-59,0]	0	5,434%	0,0457	1,19	0,88

EK-7. Satın Alma Öncesi ve Sonrası Performans

Olay Penceresi	Olay Günü	Ortalama	SH	t	p	Anlamlılık Düzeyi
CAR[-40,-40]	-40	%0,94	0,01	1,05	0,85	
CAR[-40,-39]	-39	%0,80	0,02	0,53	0,70	
CAR[-40,-38]	-38	%0,99	0,02	0,55	0,71	
CAR[-40,-37]	-37	%0,19	0,02	0,11	0,54	
CAR[-40,-36]	-36	-%0,77	0,02	-0,45	0,33	
CAR[-40,-35]	-35	-%1,34	0,02	-0,75	0,23	
CAR[-40,-34]	-34	-%1,42	0,02	-0,90	0,19	
CAR[-40,-33]	-33	-%1,18	0,01	-0,82	0,21	
CAR[-40,-32]	-32	-%0,94	0,01	-0,64	0,26	
CAR[-40,-31]	-31	-%0,78	0,02	-0,50	0,31	
CAR[-40,-30]	-30	-%1,53	0,02	-0,93	0,18	
CAR[-40,-29]	-29	-%2,24	0,02	-1,35	0,09	*
CAR[-40,-28]	-28	-%1,82	0,02	-1,09	0,14	
CAR[-40,-27]	-27	-%1,65	0,02	-0,98	0,17	
CAR[-40,-26]	-26	-%1,90	0,02	-1,15	0,13	
CAR[-40,-25]	-25	-%1,94	0,02	-1,18	0,12	
CAR[-40,-24]	-24	-%1,57	0,02	-0,95	0,17	
CAR[-40,-23]	-23	-%0,62	0,02	-0,37	0,36	
CAR[-40,-22]	-22	-%1,10	0,02	-0,65	0,26	
CAR[-40,-21]	-21	-%0,93	0,02	-0,55	0,29	
CAR[-40,-20]	-20	-%1,19	0,02	-0,70	0,24	
CAR[-40,-19]	-19	-%1,86	0,02	-1,05	0,15	
CAR[-40,-18]	-18	-%2,10	0,02	-1,15	0,13	
CAR[-40,-17]	-17	-%2,93	0,02	-1,56	0,06	*
CAR[-40,-16]	-16	-%2,34	0,02	-1,06	0,15	
CAR[-40,-15]	-15	-%1,72	0,02	-0,75	0,23	
CAR[-40,-14]	-14	-%1,89	0,02	-0,85	0,20	
CAR[-40,-13]	-13	-%1,55	0,02	-0,67	0,25	
CAR[-40,-12]	-12	-%1,56	0,02	-0,63	0,27	
CAR[-40,-11]	-11	-%1,36	0,03	-0,54	0,30	
CAR[-40,-10]	-10	-%1,62	0,03	-0,60	0,28	
CAR[-40,-9]	-9	-%1,92	0,03	-0,73	0,24	
CAR[-40,-8]	-8	-%1,82	0,03	-0,71	0,24	
CAR[-40,-7]	-7	-%2,51	0,03	-0,95	0,17	
CAR[-40,-6]	-6	-%1,67	0,03	-0,58	0,28	
CAR[-40,-5]	-5	-%2,22	0,03	-0,73	0,24	
CAR[-40,-4]	-4	-%2,46	0,03	-0,78	0,22	
CAR[-40,-3]	-3	-%1,98	0,03	-0,64	0,26	
CAR[-40,-2]	-2	-%2,38	0,03	-0,77	0,22	
CAR[-40,-1]	-1	-%0,60	0,03	-0,21	0,42	
CAR[-40,0]	0	%5,64	0,02	3,10	1,00	
CAR[-40,1]	1	%8,42	0,02	3,87	1,00	
CAR[-40,2]	2	%7,87	0,02	3,61	1,00	
CAR[-40,3]	3	%6,71	0,02	3,06	1,00	
CAR[-40,4]	4	%5,85	0,02	2,65	0,99	
CAR[-40,5]	5	%4,91	0,02	2,20	0,98	
CAR[-40,6]	6	%5,16	0,02	2,24	0,98	
CAR[-40,7]	7	%4,50	0,02	1,94	0,97	
CAR[-40,8]	8	%4,47	0,02	1,85	0,96	
CAR[-40,9]	9	%4,81	0,03	1,90	0,97	
CAR[-40,10]	10	%4,60	0,03	1,77	0,96	
CAR[-40,11]	11	%4,44	0,03	1,67	0,95	
CAR[-40,12]	12	%4,54	0,03	1,61	0,94	
CAR[-40,13]	13	%4,73	0,03	1,67	0,95	
CAR[-40,14]	14	%4,43	0,03	1,56	0,94	
CAR[-40,15]	15	%4,16	0,03	1,43	0,92	
CAR[-40,16]	16	%4,67	0,03	1,62	0,94	
CAR[-40,17]	17	%4,13	0,03	1,41	0,92	
CAR[-40,18]	18	%3,79	0,03	1,34	0,90	
CAR[-40,19]	19	%3,95	0,03	1,34	0,91	

EK-8. Araştırma Örneklemine Alınan İşlem Sırası Kapanan Şirketler

Kodu	Şirket Adı	İlk İşlem Tarihi	Son İşlem Tarihi	Kapanma Tarihi
GORBN	GORBON İŞİL SERAMİK A.Ş.	07.01.1988	27.11.2002	22.12.2004
CBSBO	CBS BOYA KİMYA SANAYİİ VE TİCARETİ A.Ş.	15.05.1995	31.12.2013	2.1.2014
MEGES	MEGES BOYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	09.05.1997	14.11.2008	24.12.2008
PRTAS	CBS PRİNTAŞ OTO BOYA VE GEREÇLERİ SANAYİİ A.Ş.	15.04.1996	31.12.2013	2.1.2014
EMPAS	EMSAN PASLANMAZ ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	24.01.1994	18.02.2000	18.10.2000
EMSAN	EMSAN BEŞYILDIZ ÇELİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	08.11.1993	18.02.2000	18.10.2000
FENİS	FENİŞ ALÜMİNYUM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	26.09.1990	30.11.2016	1.12.2016
GOLDS	GOLDAŞ KUYUMCULUK SANAYİ İTHALAT İHRACAT A.Ş.	28.12.1999	02.04.2013	5.4.2013
KRATL	KARAKAŞ ATLANTİS KIYMETLİ MADENLER KUYUMCULUK TELEKOMÜNİKASYON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	03.08.2012	06.02.2017	7.2.2017
METAS	METAŞ İZMİR METALURJİ FABRİKASI T.A.Ş.	04.01.1988	03.07.2003	8.10.2003
RAKSE	RAKS ELEKTRONİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	09.08.1993	30.05.2005	15.6.2007
RKSEV	RAKS ELEKTRİKLİ EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	20.12.1994	30.05.2005	15.6.2007
UZEL	UZEL MAKİNA SANAYİİ A.Ş.	05.08.1997	23.05.2008	20.7.2012
GEDİZ	GİMSAN GEDİZ İPLİK VE MENSUCAT SANAYİİ A.Ş.	18.03.1996	30.11.2016	1.12.2016
PLASP	PLASPAK KİMYA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	21.01.2014	13.04.2016	14.4.2016
ABANA	ABANA ELEKTROMEKANİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	04.03.1992	30.04.2008	1.5.2008
AKTAS	AKTAŞ ELEKTRİK TİCARET A.Ş.	10.06.1993	16.06.2000	16.8.2002
CUKEL	ÇUKUROVA ELEKTRİK A.Ş.	04.01.1988	11.06.2003	18.6.2003
KEPEZ	KEPEZ ELEKTRİK T.A.Ş.	05.01.1988	11.06.2003	18.6.2003
ATAC	ATAÇ İNŞAAT	08.06.2011	30.05.2014	13.11.2014
APEKS	APEKS DIŞ TİCARET A.Ş.	03.07.1997	11.08.2000	15.1.2002
ARTOG	AR TARIM ORGANİK GIDA A.Ş.	31.05.2012	24.08.2015	30.11.2015
LIOYS	LİO YAĞ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.	02.03.2000	26.07.2006	19.9.2008
MANGO	MANGO GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	24.05.2010	31.07.2015	30.11.2015
MDRNU	MUDURNU TAVUKÇULUK A.Ş.	13.05.1996	14.03.2001	7.5.2002
MRTGG	MERT GIDA GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	16.12.2005	18.05.2016	18.5.2016
SEZGD	SEZGİNLER GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	11.05.2000	12.11.2002	18.11.2002
SKPLC	ŞEKER PİLİÇ	24.02.2000	06.02.2015	12.2.2015
UNTAR	ÜNAL TARIM ÜRÜNLERİ İHRACAT VE SANAYİ A.Ş.	29.08.1997	01.02.2007	7.2.2007
ESEMS	ESEM SPOR GİYİM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	05.06.1995	17.04.2018	17.4.2018
SIFAS	SİFAŞ SENTETİK İPLİK FABRİKALARI A.Ş.	08.01.1988	09.02.1999	13.12.2012
SOKSA	SÖKSA SİNOP ÖRME VE KONFEKSİYON SAN. VE TİC. A.Ş.	12.03.1990	24.06.1999	16.8.2002
AKSEL	AKSEL YATIRIM HOLDİNG A.Ş.	01.08.2011	21.08.2017	26.2.2018
CLKHO	CLK HOLDİNG A.Ş.	02.06.2011	20.08.2014	30.11.2015
EGHOL	EGS HOLDİNG A.Ş.	30.03.2000	09.07.2001	17.11.2008
GNPWR	GENPOWER HOLDİNG A.Ş.	11.07.2005	30.11.2016	1.12.2016
HİTİT	HİTİT HOLDİNG A.Ş.	09.03.2012	11.03.2015	30.11.2015
MEDYA	MEDYA HOLDİNG A.Ş.	01.07.1993	27.10.2000	17.11.2008
NERGS	NERGİS HOLDİNG A.Ş.	26.06.1995	09.02.1999	13.12.2012
TRNSK	TRANSTÜRK HOLDİNG A.Ş.	08.09.1992	17.04.2018	17.4.2018
SVGSH	SEVGİ ÖZEL SAĞLIK HİZMETLERİ A.Ş.	17.04.1997	10.03.2000	9.7.2001
ANELT	ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELKT. SİST. SAN. VE TİC. A.Ş.	13.09.2005	30.11.2018	3.12.2018
FVORI	FAVORİ DİNLENME YERLERİ A.Ş.	31.08.2000	30.04.2015	30.11.2015
BAKAN	BAKANLAR MEDYA A.Ş.	03.06.2013	06.03.2017	7.3.2017
INMDY	İTERMEDYA YAYINCILIK A.Ş.	24.09.1996	10.11.1998	15.1.2002
SABAH	SABAH YAYINCILIK A.Ş.	10.05.1990	27.10.2000	17.11.2008
TARAF	TARAF GAZETECİLİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	02.03.2012	27.07.2016	28.7.2016
DMİSH	MİŞH DEKORASYON SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	25.06.1998	02.05.2018	2.5.2018
BYSAN	BOYASAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	29.05.1997	13.11.2008	10.10.2011

EK-8. (devam) Araştırma Örneklemine Alınan İşlem Sırası Kapanan Şirketler

Kodu	Şirket Adı	İlk İşlem Tarihi	Son İşlem Tarihi	Kapanma Tarihi
ARAT	ARAT TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	06.11.1997	01.06.2007	17.11.2008
ARBUL	ARBUL ENTEGRE TEKSTİL İŞLETMELERİ A.Ş.	28.04.2014	29.02.2016	24.3.2016
BERDN	BERDAN TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	27.03.1997	28.06.2013	1.7.2013
EGIYM	EGS EGESER GİYİM SANAYİ İÇ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	03.07.1997	09.07.2001	17.11.2008
GUMUS	GÜMÜŞSUYU HALI VE YER KAPLAMALARI A.Ş.	04.02.1997	02.04.2001	16.8.2002
KOTKS	KONİTEKS KONFEKSİYON ENDÜSTRİ VE TİCARET A.Ş.	03.08.1993	11.12.2006	07.02.2007
KOYTS	KÖYTAŞ TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	11.01.1988	31.05.1999	16.8.2002
POLYL	POLYLEN SENTETİK İPLİK SANAYİİ A.Ş.	03.03.1992	09.02.1999	13.12.2012
TUMTK	TÜMTEKS TEKSTİL SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	26.06.1995	05.10.2011	10.10.2011
UKIM	UKİ ULUSLARARASI KONFEKSİYON İMALAT VE TİCARET A.Ş.	18.03.1996	03.07.2007	30.3.2012
ERICO	ERİCOM TELEKOMÜNİKASYON VE ENERJİ TEK. A.Ş.	09.06.2011	19.08.2014	30.11.2015
AKPAZ	AKYÜREK TÜKETİM ÜRÜNLERİ PAZ. DAĞ. VE TİC. A.Ş.	06.06.2013	02.05.2018	2.5.2018
EGDIS	EGS EGE GİYİM SANAYİ VE DIŞ TİCARET A.Ş.	29.07.1996	09.07.2001	16.8.2002
SAPAZ	SABAH PAZARLAMA A.Ş.	23.03.1994	27.10.2000	17.11.2008
LATEK	LATEK LOJİSTİK TİCARET A.Ş.	27.04.2010	11.05.2015	30.11.2015
RANLO	RAN LOJİSTİK	06.11.2009	26.08.2013	25.7.2014

EK-9. Araştırma Örneklemine Alınan Kontrol Grubu Şirketleri

Kodu	Kontrol Grubundaki Şirketin Adı	İlk İşlem Tarihi	Eşleştirilen İşleme Kapan Şirketin Kodu
IZOCM	İzocam	04.01.1988	GORBN
DOGUB	Doğusan	31.10.1989	GORBN
MRSHL	Marshall	07.11.1990	CBSBO
DYOBY	Dyo Boya	04.01.1988	PRTAS
VESTL	Vestel	27.06.1990	EMPAS
ALCAR	Alarko Carrier	27.01.1992	EMSAN
ARCLK	Arçelik	04.01.1988	EMSAN
IZMDC	İzmir Demir Çelik	04.01.1988	FENIS
EREGL	Ereğli Demir Çelik	04.01.1988	FENIS
KUTPO	Kütahya Porselen	24.09.1990	GOLDS
SANFM	Sanifoam Sünger	18.04.2012	KRATL
ALKIM	Alkim Kimya	02.03.2000	PLASP
SODA	Soda Sanayii	20.04.2000	PLASP
PRKAB	Türk Prysmian Kablo	04.01.1988	ABANA
IHLGM	İhlas Gayrimenkul	01.12.1989	ATAC
SONME	Sönmez Filament	23.09.1991	ATAC
FRIGO	Frigo Pak Gıda	24.04.1995	APEKS
KRSAN	Karsusan Su Ürünleri San.	24.07.2012	ARTOG
AVOD	A.V.O.D Gıda Ve Tarım	06.12.2011	ARTOG
PETUN	Pınar Et Ve Un	11.08.2000	LIOYS
PENGd	Penguen Gıda	22.04.1998	MANGO
EKIZ	Ekiz Kimya	20.07.2010	MANGO
MERKO	Merko Gıda	20.10.1994	MDRNU
BANVT	Banvit	27.11.1992	MDRNU
KNFRT	Konfrut Gıda	10.06.1996	MRTGG
SELGD	Selçuk Gıda	02.07.1998	Başarısız
ULKER	Ülker Bisküvi	30.10.1996	SKPLC
KENT	Kent Gıda	05.11.1990	SKPLC
TUKAS	Tukaş	05.12.1994	UNTAR
TATGD	Tat Gıda	09.08.1993	UNTAR
VAKKO	Vakko Tekstil	03.04.1998	ESEMS
TKFEN	Tekfen Holding	23.11.2007	AKSEL
ARTI	Artı Yatırım Holding	02.06.2006	AKSEL
GYHOL	Gedik Yatırım Holding	16.04.1999	CLKHO
ITTFH	İttifak Holding	31.12.2009	CLKHO
IEYHO	İşıklar Enerji Yapı Hol.	13.08.1998	EGHOL
DAGHL	Dagi Yatırım Holding	10.04.1997	EGHOL
MZHLD	Mazhar Zorlu Holding	23.09.1997	GNPWR
SAHOL	Sabancı Holding	08.07.1997	GNPWR
AGHOL	Anadolu Grubu Holding	17.02.2000	HITIT
POLHO	Polisan Holding	24.05.2012	HITIT
NTHOL	Net Holding	05.10.1989	MEDYA
DOHOL	Doğan Holding	21.06.1993	MEDYA
IHLAS	İhlas Holding	17.03.1994	NERGS
ATSYH	Atlantis Yatırım Holding	18.05.1995	NERGS
KCHOL	Koç Holding	04.01.1988	TRNSK
ALARK	Alarko Holding	24.05.1989	TRNSK
DEVA	Deva Holding	18.07.1988	SVGSH
ECILC	Eczacıbaşı İlaç	25.06.1990	SVGSH
ALCTL	Alcatel Lucent Teletaş	22.03.1988	ANELT
NETAS	Netaş Telekom.	01.07.1993	ANELT
MARTI	Martı Otel	09.02.1990	FVORI
PKENT	Petrokent Turizm	15.04.1992	FVORI
DOBUR	Doğan Burda	28.03.2000	BAKAN
DURDO	Duran Doğan Basım	22.07.1991	SABAH
HURGZ	Hürriyet Gzt.	25.02.1992	SABAH
IHGZT	İhlas Gazetecilik	14.06.2010	TARAF
GENTS	Gentaş	02.02.1990	DMISH
YATAS	Yataş	19.08.1996	DMISH
AKSA	Aksa	22.01.1990	BYSAN
SASA	Sasa Polyester	01.11.1996	BYSAN
BRMEN	Birlik Mensucat	22.07.1996	ARAT
ARSAN	Arsan Tekstil	02.07.1998	ARAT
HATEK	Hatay Tekstil	17.01.2011	ARBUL

EK-9. (devam) Araştırma Örneklemine Alınan Kontrol Grubu Şirketleri

Kodu	Kontrol Grubundaki Şirketin Adı	İlk İşlem Tarihi	Eşleştirilen İşleme Kapan Şirketin Kodu
BLCYT	Bilici Yatırım	17.05.2011	ARBUL
SKTAS	Söktaş	03.04.1995	BERDN
BOSSA	Bossa	21.08.1995	BERDN
MEMSA	Mensa	30.10.1997	GUMUS
YUNSA	Yünsa	06.04.1990	KOTKS
LUKSK	Lüks Kadife	14.05.1991	KOTKS
KRTEK	Karsu Tekstil	17.11.1994	TUMTK
SNPAM	Sönmez Pamuklu	26.12.1994	TUMTK
ATEKS	Akın Tekstil	02.05.1996	UKIM
TCELL	Turkcell	11.07.2000	ERICO
TTKOM	Türk Telekom	15.05.2008	ERICO
TGSAS	TGS Dış Ticaret	07.06.2012	AKPAZ
SANKO	Sanko Pazarlama	05.10.2000	AKPAZ
MIPAZ	Milpa	15.02.1994	SAPAZ
THYAO	Türk Hava Yolları	20.12.1990	LATEK
CLEBI	Çelebi	18.11.1996	LATEK
RYsas	Reysaş Lojistik	10.02.2006	RANLO
TAVHL	TAV Havalimanları	23.02.2007	RANLO

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : ÇEVİK, Yasin Erdem
Uyruğu : T.C.
Doğum tarihi ve yeri : 01/01/1987 Çorum
Medeni hali : Evli
Telefon : 0 (312) 216 12 24
e-mail : c.erdem@hbv.edu.tr



Eğitim

Derecesi	Okul/Program	Mezuniyet yılı
Yüksek lisans	Gazi Üniversitesi / Finansman Bilim Dalı	2014
Lisans	Yıldız Teknik Üniversitesi/ Matematik Mühendisliği Bölümü	2009
Lise	Çorum Anadolu Lisesi	2005

İş Deneyimi,

Yıl	Çalıştığı Yer	Görev
2011- devam ediyor	Ankara Hacı Bayram Veli Ünveritesi	Araştırma Görevlisi

Yabancı Dil

İngilizce



