

BORSALARDA GELİŞİMİN GÖSTERGESİ OLARAK İŞLEME KAPANMA: SCHUMPETERYAN BİR BAKIŐ AÇISI*

Delisting as an Indicator of Development in Stock Exchanges: A Schumpeterian Perspective

Yasin Erdem ÇEVİK** & Furkan EMİRMAHMUTOĞLU***

Öz

Bu çalışmanın temelini, Schumpeteryan görüş oluşturmaktadır. Bu çalışmada işleme kapanma kavramı Schumpeteryan görüş kapsamında ‘gelişmişliğin bir göstergesi’ olarak ele alınmıştır. Yenilikçi ekonomilerin temelinde şirketlerin yaratıcı yıkımının bulunduğunu savunan çalışmada, ülkeler arasındaki hukuki farklılığın ve finansal gelişmişliğin borsalarda yaşanan işleme kapanmalar üzerine olan etkisi araştırılmıştır. Bu ilişkinin test edilerek ortaya konulması, işlem sırası kapanan şirketler ile bu şirketlerden diğer işletmelere aktarılan kaynakların iyi kavranması açasından önemlidir. Araştırma dönemi 2006-2016 yıllarıdır. 45 borsanın dahil edildiği analiz sonuçları, ülkeler arasındaki hukuki farklılığın işleme kapanmaya olan etkisini belirgin bir şekilde ortaya koyarken; büyük ve likit borsalarda daha fazla işleme kapanma yaşandığı görölmektedir. Konu, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayrımında incelendiğinde, gelişmekte olan ülkelerdeki hukuki düzenleme ve uygulamaların genel kalitesi ve finansal gelişmişlik, işleme kapanma açasından önem arz ederken; gelişmiş ülkeler için küçük yatırımcının korunması, ülkenin daha yenilikçi bir ekonomiye sahip olması gibi detaylar önem kazanmaktadır. Çalışmadan elde edilen bulgular, yaratıcı yıkımın, borsaların gelişimi açasından da önemli olduğunu destekler nitelik taşımaktadır.

Abstract

The basis of this study is the Schumpeterian perspective. In this study, the concept of delisting is considered as an 'indicator of development' within the scope of the Schumpeterian view. In the study, which argues that the creative destruction of companies is the basis of innovative economies, the effect of legal differences between countries and financial development on the delisting in stock markets has been investigated. Testing this relationship is important in terms of better understanding the companies that are delisted and the resources transferred from these companies to other businesses. The research period of the study is 2006-2016. While the results of the analysis, which included 45 exchanges, clearly reveal the effect of legal differences between countries on the delisting; it is seen that there are more delisting in large and liquid exchanges. When the subject is analyzed in terms of developed and developing countries, the general quality of legal regulations and practices in developing countries and financial development are important in delisting. For developed countries, details such as the protection of small investors and the country's having a more innovative economy gain importance. Findings support that creative destruction is also important for the development of stock markets.

Anahtar

Kelimeler:

İşlem Sırası
Kapanma,
Gönüllü İşleme
Kapanma,
Zorunlu İşleme
Kapanma,
Yaratıcı Yıkım.

JEL Kodları:

G10, O16, K40.

Keywords:

Delisting,
Involuntary
Delisting,
Voluntary
Delisting,
Creative
Destruction.

JEL Codes:

G10, O16, K40.

* Bu çalışma, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Muhasebe-Finansman Doktora Programı kapsamında gerçekleştirilen “Borsadan Çıkış Nedenlerinin Analizi ve Çıkış Tahmin Modeli” başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

** Dr., Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi, İşletme Bölümü, Türkiye, c.erdem@hbv.edu.tr, ORCID: 0000-0003-3684-6668

*** Prof. Dr., Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakóltesi, Ekonometri Bölümü, Türkiye, f.emirmahmutoglu@hbv.edu.tr, ORCID: 0000-0001-7358-3567

Makale Geliş Tarihi (Received Date): 08.04.2022 Makale Kabul Tarihi (Accepted Date): 21.01.2023

Bu eser Creative Commons Atıf 4.0 Uluslararası Lisansı ile lisanslanmıştır.



1. Giriş

Kapitalizmin ve finansal gelişimin merkezinde finansal piyasalar bulunmaktadır. Borsalar, ekonomik büyümeyi desteklemekte; işletmelerin gelişiminde önemli roller üstlenmektedir. 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 gibi birçok araştırmacı (Robinson, 1952; Hick, 1969; McKinnon, 1973) finansal gelişme ile büyümeyi ilişkilendirmiştir. Zaman içerisinde sayıları artan geniş ölçekli ampirik çalışmalarından edilen 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 anlaşılabilir, daha etkin ekonomik politikaların oluşturulması için finansal gelişmenin belirleyici unsurlarına odaklanmak önem taşır. Ülkeler arasında mevcut olan çeşitli yapısal farklılıklar ve koşullar, finansal gelişmeyi ve büyümeyi doğrudan etkileyebilir. Bir grup araştırmacı (La Porta vd., 1997, 1998, 2000) ülkeler arasındaki farklı hukuki düzenlemelerin ve uygulamaların, finansal gelişimdeki rolüne odaklanmıştır.

Ülke ekonomileri için stratejik öneme sahip olan borsalarda elverişli yatırım olanağı sağlanması, alım-satım sürecinin düzenlenmesine bağlıdır. Politika yapıcılar tarafından işlem görme kriterleri, kamu aydınlatma yükümlülükleri ve kurumsal yönetim ilkeleri gibi düzenlemeler belirlenerek; piyasanın ve yatırımcının korunması sağlanır. Belirlenen kurallar ve düzenlemelere bağlı olarak ortaya çıkan ülkenin hukuki çevresi, ekonomik büyümenin (King ve Levine, 1993) ve finansal gelişimin (La Porta vd., 1997, 1998, 2000) yanında borsa ve ilgili kesimler için de önem arz etmektedir. İşlem görme şartlarında aranan gereksinimler, sermaye piyasalarında yer alan şirketlerin niteliğini belirlemekte, aranan gereksinimlerin azaltılması borsada işlem gören şirketlerin niteliğini de düşürmektedir (Fama ve French, 2004). Ülkeler arasındaki hukuki çevre farklılığı, firmaya ve ülkeye özgü faktörler ile birlikte borsa pazarlarından şirketlerin çıkarılmasına etki etmektedir (Thomsen ve Vinten, 2014).

Ülke ekonomisi için önem arz eden diğer önemli dinamik ise ülkenin ekonomik döngüsüdür. Yeni kurulan işletmeler, mevcut ekonomik döngüye ilave olarak ekonominin büyümesini ve gelişimini sağlarken; bazı işletmeler ise kapitalist ekonomilerin doğal akışı gereği bu döngüden ayrılırlar. Giren ve çıkan işletmelerden oluşan bu devir, verimliliğin artışına ve ekonominin gelişimine 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). Schumpeteryan görüşe göre yeni hammadde ve yarı mamuller, yeni ürünler, yeni üretim metotları, yeni pazarlar ve yeni organizasyonlar yoluyla ekonomik aktiverler artmaktadır. Kapitalist sistemin temelinde yaratıcı yıkım vardır ve işletmeler, bu gelişime ayak uydurmak zorundadır. Büyüme, tasarrufların etkin bir şekilde finansal araçlar yoluyla yenilik yapan işletmelere aktarılması yoluyla gerçekleşmektedir.

Bu çalışmanın temelini, Schumpeteryan görüş oluşturmaktadır. Borsada işlem görmekteyken iflasa, tasfiyeye ya da birleşmeye konu olarak işleme sırası kapanan şirketler, Schumpeteryan görüş kapsamında incelenmiştir. İşleme kapanan şirketin varlıklarının, diğer işletmelere aktarılması, Schumpeter’in ünlü metaforu “yaratıcı yıkım” kapsamında ele alındığında, kapitalist ekonomiler için sıklıkla karşılaşılan doğal bir süreçtir. Baker ve Kennedy (2002), Schumpeteryan yaratıcı yıkım metaforunun yerinde bir yaklaşım olduğunu belirterek,

varlıkların bir grup yöneticiden başkalarına geçmesini, rutin ve tekerrür eden bir süreç olarak tarif etmişlerdir. Firmaların kapanması olağanüstü bir durum olamayıp, kapitalist ekonominin alışılmış bir ekonomik olaydır. Hukuki altyapısı güçlü, borç verenlerin ve küçük yatırımcının korunduğu gelişmiş ekonomilerdeki büyük ve likit borsalarda, işleme kapanmalarla sıklıkla karşılaşılmaktadır.

Bu çalışmada ülkeler arasındaki hukuki farklılığın, finansal gelişmişliğin ve ekonomik büyümenin borsalarda yaşanan işleme kapanmalar üzerine olan etkisini incelenmiştir. Bu ilişkinin test edilerek ortaya konulması, işlem sırası kapanan şirketler ile bu şirketlerden diğer işletmelere aktarılan kaynakların iyi kavranması açısından önemlidir. Bu kaynak aktarımının, ekonomi için öneminin iyi kavranmadığı ya da çalışılmadığı görülmektedir (Baker ve Kennedy, 2002). Diğer önemli bir husus ise işleme kapanma literatürün en büyük eksikliklerinden biri örneklem kısıtlılığı nedeniyle, elde edilen sonuçların uluslararası karşılaştırmaya olanak sağlamamasıdır (Martinez ve Serve, 2016). Araştırmanın gelişmiş ve yükselen piyasaları içerecek şekilde 45 borsayı kapsamaması, elde edilecek bulguları önemli kılmaktadır.

Çalışma yedi bölümden oluşmaktadır. İkinci kısımda araştırmanın kavramsal çerçevesi, üçüncü kısımda ise teorik çerçevesi ortaya koyulmuştur. Dördüncü kısımda analizde kullanılan veriler tanımlanmıştır. Beşinci kısımda çalışmanın yöntemi ele alınırken; altıncı kısımda, analiz sonucunda elde edilen bulgular paylaşılarak, yorumlanmıştır. Son kısımda ise çalışmanın genel değerlendirmesi yapılarak, gelecek çalışmalar için önerilerde bulunulmuştur.

2. İşleme Kapanma Kavramı

Borsaların kalitesinin tesis edilmesi, gerektiğinde çeşitli yaptırımların gerçekleşmesini gerektirir. İşleme kapanmaya ilişkin kurullarla, hangi hisse senetlerinin borsada işlem görülebileceği ve hangi durumlarda işlemlerinin durdurulacağı belirlenir.

Şirketler, halka arz sonrasında, borsada işlem gördüğü sürece, işlem görmeye ilişkin ortaya konan kurallara uymak zorundadır. Şirketin gereken yükümlülükleri sağlayamaması durumunda işleme kapanma gerçekleşir ve şirket borsa pazarlarında çıkarılır. Diğer taraftan şirket yönetimi, firma değerini artıracığını öngörerek kendi isteğiyle borsadan pazarlarından ayrılmak da isteyebilir. Dolayısıyla şirketin işlem gördüğü borsa pazarlarından çıkması ya da çıkarılması olarak tanımlanan işleme kapanma kavramı ikili bir sınıflamaya tabi tutularak (Macey vd., 2008), zorunlu işleme kapanma ve gönüllü işleme kapanma olarak incelenebilir. Zorunlu işleme kapanma kavramı, belirlenen kurallara uyulmaması ya da istenen gereksinimlerin karşılanmaması üzerine, yetkili otorite kararı ile gerçekleşen işleme kapanmaları ifade ederken; gönüllü işleme kapanma, şirketlerin kendi bünyesinde alınan karara bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

Borsada işlem görmenin maliyeti, elde edilen faydayı aşması durumunda, şirket gönüllü olarak borsadan ayrılma kararını gündeme alır. Başlangıçta halka arz kararın işletme açısından fayda sağlayacağını düşünen yöneticiler, borsada işlem görmenin avantajlarını ve dezavantajlarını gözlemleyerek, kararı sürekli olarak gözden geçirir. Şirket açısından halka açılmadaki temel amaç mülkiyet tabanının oluşturularak, daha rahat fon bulmaya olanak sağlanması, olası birleşmelere imkân tanınması, şirketin pazarlanabilme kabiliyetinin ve şirket bilinirliğinin artmasıdır (Aksoy ve Tanrıöven, 2014). Şirketin finansman olanaklarının artması (Pour ve Lasfer, 2013), hisse senetlerinin likidite derecesinin yükselmesi (Bancel ve Mittoo, 2009), şirkete olan güvenin ve borçlanma araçlarına olan ilginin artması (Pagano vd., 1998) borsada işlem görmenin şirkete sağladığı önemli yararlarıdır. İşlem gören her şirket işlem görmenin avantajlardan yeteri kadar

faйдalanamamakta, bazı şirketlerin sağladığı faydalar ise zaman içinde azalmaktadır. Bunun yanı sıra işlem görmeyen; kayıt ve işlem ücretleri gibi doğrudan maliyetler (DeAngelo vd., 1984), bilgi paylaşımı, yönetim ve kontrol kaybı, ters seçim problemi (Bharath ve Dittmar, 2010) gibi dezavantajları da mevcuttur.

Gönüllü işleme kapanma literatürünün temelini, işlem gören şirketin satın almaya ya da birleşmeye konu olmasının hemen ardından işleme kapanmasını ifade eden özele geçiş işlemleri (GPT) oluşturmaktadır. GPT kavramına göre borsada işlem gören şirket, öncelikle satın almaya ya da birleşmeye konu olur. Satın alınma sonrası şirket, halka açık sermayeli statüden, özel sermayeli şirket statüsüne geçer. GPT’lerin her borsa için önem taşıdığı ve literatürde sıklıkla çalışıldığı görülmektedir. GPT’ye karar verilmesinde en önemli nedenlerinden biri, şirketin finansal kaldıraçını dengelemek için borsadan ihtiyaç duyduğu finansman erişimini sağlayamamasıdır (Pour ve Lasfer, 2013). Ayrıca artan vekalet maliyetleri için bir çözüm olarak görülebilir (Lehn ve Poulsen, 1989). GPT’nin kaldıracağı satın alma yolu ile gerçekleşmesi vergi avantajından yararlanmaya olanak sağlayabilir (Kaplan, 1989). Asimetrik bilgiye dayanan düşük değerlendirme hipotezi (Lowenstein, 1985) çerçevesinde, asimetrik bilginin yarattığı maliyetlerin (Brealey ve Pyle, 1977), GPT kararı üzerine etkisi olduğu ileri sürülebilir. Finansal görünürlük (Mehran ve Peristiani, 2009) ile yatırımcının bilinirliği (Bancel ve Mittoo, 2009), hisse senedi fiyatı ve likiditesi ile yakından ilişkili olup, düşük olması durumunda GPT ihtimali artmaktadır. Ayrıca ülkede küçük yatırımcının güçlü bir şekilde korunması, şirketlerin GPT’ye olan eğilimini artırmaktadır (Thomsen ve Vinten, 2014).

Zorunlu işleme kapanma, şirketin başarısızlığı sonucunda ortaya çıkar. Borsada işlem görmek için gereken yükümlülükleri karşılanamaması durumunda, ilgili payın işlem görmesi durdurulur. İşleme kapanmaya yönelik borsalarda aranan kriterler, şirketin mevcut varlığı ve varlığının sürdürülmesi ile alakalıdır. Kriterler ve düzenlemeler, borsalara göre farklılaşsa da başarısızlık literatürü ile örtüşmektedir. Dolayısıyla iflas ve finansal sıkıntı üzerine yapılan çalışmalar, zorunlu işleme kapanma literatürünün temelini oluşturmaktadır.

Şirketin düşük performansı ve kötü yönetimi şirketin zorunlu işleme kapanmasına neden olur. Zorunlu işleme kapanma, şirketler ve yatırımcılar üzerinde olumsuz ekonomik sonuçlar doğurmaktadır. 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, özgeçmişlerinde yazmak istemeyecekleri bir tecrübe edinmiş olurlar. Borsanın işlem gören şirket sayısında, borsa kapitalizasyon değerinde ve gelirlerinde düşüş yaşanır. Şirketin borsa pazarların ihraç edilmesine ilişkin haberlerde artış yaşanması, borsanın güvenini zedeleyerek, potansiyel yatırımcıları ve halka arzları etkiler.

Kurumsal gelişimin merkezinde bulunan ve gelişmiş borsalarda sıklıkla görülen birleşme ve satın alma işlemleri, işleme kapanma çalışmalarında ayrıca ele alınmaktadır. Finansal piyasalarının derinliği ile yurtdışı yatırımları ilişkisini araştıran Di Giovanni (2005), borsanın büyüklüğündeki (toplam piyasa değerinin, GSYH’ a oranı) artışın, sınır dışı birleşme ve satın alma etkinliğini artırdığını ortaya koymuştur. Diğer taraftan Rossi ve Volpin (2004), 49 ülkeyi kapsayan çalışmada, 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. Sınır ötesi

birleşmelerde, hedef şirket genellikle, devralan şirketin ülkesindeki muhasebe standartlarını, kamu aydınlatma ve kurumsal yönetim ilkelerini benimsemektedir. Bris ve Cabolis (2008), firmanın kurumsal yönetiminin doğal değişimine olanak sağladığı için sınır ötesi birleşmelerini inceledikleri çalışmada; devralan şirketin ülkesinde daha güçlü yatırımcı korumasına ve muhasebe standartlara sahip olunması durumunda, daha yüksek devralma değeri ortaya çıktığını ortaya koymuştur. Dolayısıyla sınır ötesi birleşmeler, ülkeler arasındaki kurumsal yönetimin birbirine yakınsamasında ve gelişmesinde önemli bir mekanizmadır.

3. Teorik Çerçeve

Şirket üzerinde yönetim kontrolü olmayan küçük yatırımcının çıkarlarının korunması amacıyla yapılan düzenlemeler genel olarak “yatırımcı koruması (investor protection)” olarak ifade edilmektedir. La Porta vd. (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. Bu ilişkiden daha ileriye gidilerek, hukuki farklılıkların, finansal gelişme yoluyla ülkelerdeki uzun vadedeki büyümeyi etkilediği ortaya konulmuştur (Levine, 1999; Beck vd., 2001). Hukuk ve finans teorisine göre, ülkelerinin hukuksal geleneği, politik ve yasal-uyum kanalları yoluyla (Levine vd., 2001) farklılaşmakta ve ülkelerin finansal gelişimini belirlemektedir. Söz konusu teori çerçevesinde; firma yönetimi, finansal piyasaların gelişimi ve ekonomik büyüme konularında hukuki düzenlemelerin ve uygulamaların önemini vurgulayan çalışmaların sayısı artmıştır.

Kurumsal yönetimin en önemli boyutlarından biri, küçük yatırımcının korunmasına yönelik çıkarılan yasalar ve düzenlemeler yoluyla oluşur. Kurumsal yönetim, dışardaki yatırımcıları, istismar gücü bulunan içerdekilere karşı korunmasına odaklanan, kurumlar ve kurallar düzenidir (Claessens ve Yurtoglu, 2012). Son yıllarda önemi ortaya konan kurumsal yönetim kavramı, ortaklar, yöneticiler ve borç verenler başta olmak üzere şirketle ilgili olan tüm paydaşların birbiriyle olan ilişkilerini içerir. Temel amaç tüm paydaşları kapsayacak şekilde firmaların genel ekonomiye katkılarını en üst düzeye çıkarmaktır. Ülkelerin yasal orijinlerinde, kültürlerinde ve demografik yapılarında olduğu gibi kurumsal yönetim uygulamalarında da farklılıklar mevcuttur. Kurumsal yönetime ilişkin yapılan ampirik çalışmalar, ülke ya da şirket ölçeğinde ele alınmaktadır. 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; şirket düzeyindeki firma performansına olan etkilerini ortaya koyan kanıtlar da mevcuttur. Kurumsal yönetim uygulamalarında ödünleşme söz konusudur. Fayda sağladığı gibi bazı külfetleri de doğurur. Hem faydanın ve hem de maliyetin söz konusu olması, kurumsal yönetime ilişkin yapılacak düzenleme ve yaptırımların esnekliğinin belirlenmesini zorlaştırır.

Kurumsal yönetim, vekalet teorisi (Jensen, 1989) çerçevesinde ele alınabilir. Kurumsal yönetim uygulamaları, paydaşların birbirleriyle olan ilişkilerini düzeltir ve çıkar çatışmasından doğan vekalet maliyetlerini azaltır. Yönetimin gözlenmesi kolaylaşır ve yönetimin, şirket kaynaklarını istismar etmesi engellenir. Böylece borsada işlem görmek cazibesini korur, yatırımcıların ilgisi artar, büyük yatırımlar gerçekleştirilir ve şirketin büyümesinde ivme kazanılır. Kurumsal yönetim uygulamalarının firma performansına olan olumlu etkisi görüşü, birçok ülkenin örneklem kapsamına alındığı ampirik çalışmalarda ortaya koyulduğu gibi (Yafeh vd., 2010) tek ülkenin örneklemine oluşturduğu ampirik çalışmalarla da desteklenmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerine olumlu yansıdığı görüşü, yasal bağlanma teorisi kapsamında da temellendirilebilir. Yasal bağlanma teorisine (Stulz, 1999; Coffee, 1998, 2002) göre ortak ve diğer paydaşların haklarının ve çıkarlarının güvence altına alınması için şirketler, kurumsal yönetimin daha güçlü uygulandığı borsalarda işlem görmek istediklerini savunur. Tüm paydaşların çıkarını korumak için daha sıkı yasal düzenleme ve yaptırımların oluşturduğu yeni koşullar, firma değerine olumlu yansır. ABD’deki borsalara yapılan çapraz kayıtlar incelendiğinde, yapılan ihraçlarının çoğunun yatırımcı korumasının daha düşük olduğu ülkelerin borsalarında işlem gören şirketler tarafından gerçekleştirildiği görülmektedir (Reese ve Weisbach, 2002). Çapraz kayıt sonrası şirket, vekalet maliyetlerindeki düşüşünden büyük yarar sağlamaktadır (Doidge, 2004; Hail ve Leuz, 2006). Yasal bağlanma teorisine benzer şekilde sinyal teorisi de kurumsal yönetim uygulamalarının firma değerine olumlu yansıtacağını önerir. Şirketin, kurumsal yönetim uygulamalarının daha etkin olduğu bir borsada işlem görmeye başlaması, piyasa için sinyal niteliği taşır. Finansal bilginin raporlanması, kamuyu aydınlatma yükümlülükleri ve işlem görme gereksinimlerindeki artış, içerdekilerle, dışardakiler arasındaki bilgi asimetrisinin azalmasına olanak sağlar. Borsada şirket hakkında oluşan daha şeffaf bir iletişim sergileyeceği sinyali, firma değerine olumlu yansır (Roosenboom ve van Dijk, 2007).

Diğer taraftan kurumsal yönetim uygulamalarının ağırlaştırılması, vekilin izlemesinde katlanılan maliyetleri artırıp, yönetimdeki inisiyatifini sınırladığı için firma değerini olumsuz olarak etkiler (Burkart vd., 1997). Halihazırda etkin bir şekilde kurumsal yönetim uygulamaları olan şirkete getirilen katı bir düzenleme, firma değerini olumsuz olarak etkilemektedir. Gillian vd. (2003) güçlü kurumsal yönetim ile optimal kurumsal yönetim arasında fark olduğunu söylerken, Bruno ve Claessens’e (2010) göre de en uygun kurumsal yönetim, kurumsal yönetiminin en güçlü olduğu form değildir. Her zaman için daha katı düzenleme ve yaptırımlar, daha iyi sonuçları doğurmadığı için yasal düzenlemelere ilişkin karar alınırken, optimal kurumsal yönetimin varlığı göz ardı edilmemelidir. Dolayısıyla düşünülmeden gerçekleştirilen düzenleme ve yaptırımlar, şirket ve ülke ekonomileri için maliyet yaratacaktır. Ayrıca küçük yatırımcının korunmasında ülkesel farklılıklarını da dikkate alan Bruno ve Claessens (2010), şirket düzeyinde gerçekleştirilen kurumsal yönetim uygulamalarının daha önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Küçük yatırımcıyı korumaya yönelik düzenlemelerin, işleme kapanma üzerine olan etkisini ortaya koymak amacıyla 1996-2004 yıllarında Avrupa’da gerçekleşen işleme kapanmaları inceledikleri çalışmada Thomsen ve Vinten (2014), ülkelerdeki yasal düzenlemeleri, etkin ve aşırı olmak üzere ikiye ayırarak, farklı iki hipotez oluşturmuşlardır. 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 vd. (2003) ve Bruno ve Claessens’e (2010) benzer şekilde, aşırılık hipotezini desteklemektedir. Ülkenin genel hukuki altyapısına yönelik düzenlemeler, işlem maliyetlerinin düşük ve vekillerin daha iyi izlendiği bir ortam yaratarak; yatırımcıların borsaya duyduğu güveni artırmaktadır. Böyle borsalar, halk arzlar için daha cazip hale gelmektedir.

Her ne kadar kurumsal yönetim uygulamaları çeşitli maliyet beraberinde getirirse de borsalarda işlem yapacak üyelere, alım satım sürecine ve işlem görecektir şirketlere çeşitli kurallar ve düzenlemeler getirilmesi gerekir. Borsa, şirketlerin işlem görmesine ve işleme kapanmasına ilişkin ortaya koyduğu kriterler ve kurallar yoluyla sinyal işlevini sağlar (Macey ve O’Hara, 2002). Koyulan kurallar ve kriterler borsalara göre farklılaşsa da her borsada mevcuttur. Kriterler, firma ve borsanın kalitesi hakkında piyasa ve yatırımcılar için sinyal görevi görür. Pazarlarında

kalitesinin tesis edilmesi için kriterlerin koyulması, sürekli olarak yatırım ortamının gözlenmesi ve gerektiğinde yaptırım uygulanması borsaya değer kazandırır. Diğer taraftan işleme 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 yaklaşımı, daha fazla düzenlemenin sermaye piyasalarına engel teşkil edeceği düşüncesidir (Maume, 2015). Firmalar için işlem görme kriterleri daha düşük düzeyde olan borsalarda işlem görmek daha cazip olurken; işlem görme kriterleri ve yasal düzenlemeler borsalar arası rekabette önemli faktör haline dönüşmüştür. Ancak Fama ve French (2004) yaptıkları çalışmada işlem görme kriterlerinin düzeyinin düşürülmesinin kaliteye etki ettiğini, finansal performansı düşük şirketlerin borsalarda yer aldığını ve bu durumunun işlem görme sürelerini kısaltarak, işleme kapanma sayısında artışa sebep olduğunu ortaya koymuştur.

Son otuz yılda borsaların kurumsal yönetiminde önemli değişiklikler yaşandığı görülmektedir. İşleme kapanmaya ilişkin düzenlemelerin ve yaptırımların kimler tarafından gerçekleştirileceği konusu değişimlerle beraber önemini artırmıştır. Daha fazla finansman ihtiyacı, şeffaflık gereksinimi ve karar almada yaşanan zorluklar, üye sahipliğinde ve kooperatif yapısında olan borsaları, halka açık birer şirket haline dönüştürmüştür (Aggarwal ve Dahiya, 2006). Borsaların kurumsal yönetimindeki bu kapsamlı değişiklikler, elde edilecek rekabetçi kazanımların yanında tartışmaları da beraberinde getirmiştir. Borsaların, kâr amacı güden bir şirket olmaları sebebiyle, yapacağı düzenlemelerde ne kadar toplumsal faydayı düşüneceği sorgulanmaya başlanmıştır (O'Hara, 2004). Borsalar, pazarlarında işlem gören şirket sayısının ve gelirlerin artmasını arzularken, diğer taraftan pazarlarda hangi şirketlerin işlem göreceğine ve kapanacağına karar vermesi, bir çelişkiyi işaret etmektedir. Kâr 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. Örneğin Macey vd. (2008), New York Borsa'nın işlem kapanma kararına ilişkin ortaya koyduğu kuralları her şirket için aynı tutarlılıkta uygulanmadığını belirtmiştir. Serrano (2013) ise işleme kapanma kararını kendi alan New York Borsası ile bağımsız ulusal ve kâr amacı gütmeyen bir kurum olan RS'ye (Market Regulation Services) tabi olan Toronto Borsası'nı (TSX) karşılaştırdığı çalışmada, New York Borsası'nın işleme kapanmaya yönelik yaptırımlarının daha belirsiz olduğunu ve bu belirsizliğin, yatırım ortamını olumsuz olarak etkilediğini ileri sürmüştür.

4. Veri

Ülkeler arasındaki hukuki farklılık ile finansal ve ekonomik gelişmişliğin işleme kapanma üzerine olan etkisinin araştırıldığı çalışmanın araştırma dönemi 2006-2016 yılları seçilmiştir. WFE (World Federation of Exchange- Dünya Borsalar Birliği) tarafından yayınlanan yıllık raporlardan işleme kapanma sayılarına ulaşılabilen borsalar, çalışmanın örnekleme dahil edilmiştir. Verilerinde eksiklik bulunan borsalar, analiz sonuçlarına olumsuz olarak etkilememesi için örneklemeden çıkarılmıştır. Sonuç olarak 20'si gelişmiş ülkede olmak üzere toplam 45 borsa, Doidge vd. (2017) çalışmasına benzer bir şekilde MSCI'nin sınıflandırmasına göre sınıflandırılarak analize dâhil edilmiştir. Örnekleme oluşturan ülkelerin diğer verileri Dünya Bankası WDI (World Development Indicators) veri tabanından elde edilmiştir.

Finansal gelişmişliğin herkesçe kabul edilen ortak bir tanımı olmadığı için değişkenler seçilirken öncelikli olarak hukuk ve finans teorisi kapsamında yapılan bilimsel çalışmalar dikkate alınmıştır. Borsa büyüklüğü ile alakalı olarak; işlem gören şirket ve borsanın piyasa değerinin

GSYH'e oranı değişkenleri seçilmiştir (Djankov vd., 2008). Borsaların likiditesini temsilen işlem hacminin GSYH'e oranı seçilirken; ülkedeki finansal araçların gücünü göstermesi için bankalar yoluyla özel sektöre sağlanan kredilerin GSYH'e oranı (Beck, 2001) kullanılmıştır. Ülke ekonomisinin performans göstergesi olarak kişi başı GSYH'in logaritması (Djankov vd., 2003) kullanılmıştır. Yaratıcı yıkımın ölçülmesinde dikkate alınacak bir boyut ise ülke ekonomisinin yenilikçiliğidir. Ülke ihracatındaki yüksek teknoloji payı, yenilikçi ekonominin bir çıktısı olarak ele alınmış ve modele dahil edilmiştir. Küresel krizin işleme kapanmaya olan etkisini ortaya koyulması için 2008-2009 yılları için kukla değişken oluşturulmuştur. Borsa yapısındaki değişimin incelenmesi için ise borsa dönüşümünün en belirgin hali olan halka açıklık yapısına kavuşan borsalar ayrıca bir kukla değişken ile incelenmiştir.

Ülkeler arasındaki hukuki farklılığın ortaya koyulması amacıyla Yatırımcının Korunması Endeksi, Yasal Hakların Korunması Endeksi ve Dünya Yönetişim Endeksi (WGI) olmak üzere üç değişken seçilmiştir. Yatırımcı korunmasının sayısal olarak ölçülmesine yönelik geliştirilen en bilinen endeks, La Porta vd. (1997, 1998) tarafından geliştirilmiş, sonraki çalışmalarda (Pagano ve Volpin, 2006) belirgin eksiklik ve yanlışları olduğu için eleştirilmiştir. Eleştiriler dikkate alınarak Djankov vd. (2008) tarafından geliştirilen ADRI (Anti-Self-Dealing Index – Yöneticilere Karşı Haklar Endeksi), çalışmada yatırımcının korunmasında ülkeler arasındaki farklılığın belirlenmesi için kullanılmıştır. Endeks, çıkar çatışması ve paydaş yönetişimin ölçülmesi amacıyla kamuoyunu aydınlatılması, yöneticilerin sorumluluğu, kurumsal şeffaflık, hissedarların hakları, şirketin mülkiyet ve kontrol farkı gibi konulara ilişkin düzenlemeler ve uygulamalar hakkında bilgi sağlar.

İcra-iflas hukuku ve borçlar hukuku kapsamında borçlunun, borç verenin ve teminatlı alacakların korunması, ülkedeki kredi piyasasının elverişli çalışması için önem arz etmektedir. Ülkelerdeki borç alan ve veren haklarının ne kadar koruduğunu göstermesi amacıyla Yasal Hakların Korunması Endeksi modele dahil edilmiştir.

WGI ise ülkedeki hukukun üstünlüğün tesis edilmesi, mülkiyet haklarının güvence altına alınması, şeffaflık ve hesap verebilirliğin hâkim kılınması, seçme-seçilme ve medya katılımındaki özgürlüğün artması, özel sektörün gelişmesi ve teşvik edilmesine olanak sağlanması hakkında bilgi sağlamaktadır. Araştırmada kullanılan WGI hesaplanırken, Thomsen ve Vinten'e (2014) benzer şekilde Dünya Yönetişim Göstergeleri Projesi kapsamında yayınlanan altı göstergeden üçünün (Düzenleyicilik Kalitesi, Hesap Verilebilirlik, Hukukun Üstünlüğü) ortalaması alınarak bulunmuştur.

5. Metodoloji

Bu çalışmada Driscoll ve Kraay (1998) tarafından önerilen ve panel veri modellerinde karşılaşılan değişen varyans, otokorelasyon ve yatay kesit bağımlılığı problemleri durumunda dirençli standart hatalar üreten sabit etkiler tahmincisi kullanılmıştır.

Aşağıda statik panel veri modeli verilmiştir (Hoechle, 2007):

$$y_{it} = x'_{it}\theta + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2, \dots, N; t = 1,2, \dots, T \quad (1)$$

Burada y_{it} bağımlı değişkeni borsalarda işleme kapasan şirket sayısını, $(K + 1) \times 1$ boyutlu x_{it} ise finansal gelişmişlik, hukuki gelişmişlik, kontrol değişkenleri ve sabit terimden

oluşan bağımsız değişkenler vektörünü göstermektedir. (1) numaralı eşitlikte i borsaları ve t zamanı ifade etmektedir. (1) numaralı modeli kapalı formda aşağıdaki gibi yazabiliriz.

$$y = X\theta + \varepsilon \quad (2)$$

Burada $y = [y_{1t_1} \dots y_{1T_1} \dots y_{Nt_N} \dots y_{NT_N}]'$ ve $X = [x_{1t_1} \dots x_{1T_1} \dots x_{Nt_N} \dots x_{NT_N}]'$ göstermektedir. (2) numaralı modelde, çalışma kapsamında ele alınan veri seti dengesiz panel veri olduğundan hem bağımlı hem de bağımsız değişkenlerin yatay kesit birimleri için zaman boyutları farklılaşabilmektedir. Aynı zamanda, ε_{it} hata teriminin otokorelasyon, değişen varyans ve yatay kesit bağımlılığı varsayımlarına izin verilmektedir. Bu varsayımlar altında θ tutarlı bir şekilde Havuzlanmış En Küçük Kareler (HEKK) tahmincisi ile elde edilebilir.

$$\hat{\theta} = (X'X)^{-1}X'y \quad (3)$$

Parametre tahminlerinin Driscoll-Kraay dirençli standart hataları asimptotik (dirençli) kovaryans matrisinin köşegen elemanlarının kare kökleri olarak aşağıdaki gibi elde edilir:

$$V(\hat{\theta}) = (X'X)^{-1}\hat{S}_T(X'X)^{-1} \quad (4)$$

Burada \hat{S}_T Newey ve West'deki (1987) gibi tanımlanır:

$$\hat{S}_T = \hat{\Omega}_0 + \sum_{j=1}^{m(T)} w(j, m)[\hat{\Omega}_j + \hat{\Omega}_j'] \quad (5)$$

Burada $m(T)$ artıklardaki otokorelasyon için gerekli gecikme uzunluğunu ve $w(j, m)$ ise

$$w(j, m) = 1 - \frac{j}{m(T) + 1} \quad (6)$$

olmak üzere değiştirilmiş (modified) Bartlett ağırlıklarını göstermektedir. Bu ağırlıklar \hat{S}_T 'nin pozitif yarı tanımlı olmasını garanti altına almakta ve örnek otokovaryans fonksiyonunda daha yüksek sıradan gecikmelerin daha düşük ağırlıklar almasını sağlamaktadır. Aynı zamanda, $\hat{\Omega}_j$ matrisi ise şöyle tanımlanmaktadır:

$$\hat{\Omega}_j = \sum_{t=j+1}^T h_t(\hat{\theta})h_{t-j}(\hat{\theta})' \quad (7)$$

ve

$$h_t(\hat{\theta}) = \sum_{i=1}^{N(t)} h_{it}(\hat{\theta}) \quad (8)$$

Burada N 'in t ile birlikte değişmesine izin verilmektedir. HEKK tahmincisi için, (8)'deki birimlerin diklik (ortogonallik) koşulları $h_{it}(\hat{\theta})$ doğrusal regresyonun $(K + 1) \times 1$ boyutlu moment koşullarıdır.

$$h_{it}(\hat{\theta}) = x_{it}\hat{\varepsilon}_{it} = x_{it}(y_{it} - x_{it}'\hat{\theta}) \quad (9)$$

Diğer taraftan, sabit etkiler tahmincisinde Driscoll-Kraay dirençli standart hataları iki aşamalı grup içi tahmincisi kullanılarak elde edilmektedir. İlk aşamada modeldeki tüm değişkenlere $z_{it} = (y_{it}, x_{it})'$ grup içi dönüştürme aşağıdaki gibi uygulanır.

$$\tilde{z}_{it} = z_{it} - \bar{z}_i + \bar{z} \quad (10)$$

Burada $\bar{z}_i = T_i^{-1} \sum_{t=t_i}^{T_i} z_{it}$ ve $\bar{z} = \left(\sum_i T_i \right)^{-1} \sum_i \sum_t z_{it}$ şeklinde hesaplanır.

$$\tilde{y}_{it} = \tilde{x}'_{it} \theta + \tilde{\varepsilon}_{it} \quad (11)$$

İkinci adımda (11) numaralı dönüştürülmüş denklem Driscoll-Kraay dirençli standart hataları ile HEKK yöntemi ile tahmin edilir.

6. Bulgular

Çalışmanın modeli üç farklı örnekleme uygulanmış ve Driscoll-Kraay dirençli standart hatalı sabit etkiler tahmincisi sonuçları Tablo 1’de verilmiştir¹. Diğerlerine göre daha heterojen bir örnekleme sahip olan (1) numaralı model, 45 borsanın tamamını kapsamaktadır. Gelişmiş ülkelerdeki 20 borsa, (2) numaralı modelde incelenirken; gelişmekte olan ülkelerdeki 25 borsa ise (3) numaralı modelin örneklemini oluşturmaktadır.

Tüm ülkeleri kapsayan (1) numaralı model, ülkelerdeki hukuki farklılıkların, işleme kapanma üzerine olan etkisini belirgin bir şekilde ortaya koymaktadır. Ülkelerin hukuki farklılıklarını ortaya koyulması için seçilen, WGI ve Yatırımcının Korunması Endeksi %1 seviyesinde, Yasal Haklarının Korunması Endeksinin ise %5 seviyesinde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu sonuçlara göre küçük yatırımcının, borç verenin ve borçlunun korunmasının yanı sıra, ülkenin hukuki üstünlüğü ile ülkedeki hukuki altyapı ve düzenlemelerdeki kalitenin tesis edilmesi, borsalarda yaşanan işleme kapanma sayısını artırmaktadır. Bu bulgular çalışmanın beklentisini doğrular niteliktedir. Küçük yatırımcının korunmasına önem veren, kurumsal kontrol piyasasına ve iflas sürecine ilişkin mekanizmaların geliştiği ülkelerin borsalarında görülen işleme kapanma sayıları yüksek seyretmektedir.

(1) numaralı model, ülkelerdeki finansal ve ekonomik gelişimin işleme kapanma üzerine olan etkisine dair önemli bulguları da içermektedir. Model sonucuna göre işlem gören şirket sayısında ve borsa likiditesinde gerçekleşen artış, %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı şekilde işleme kapanma sayısını artırmaktadır. Daha fazla hisse senedinin işlem gördüğü büyük borsalarda daha fazla işlem kapanma görüldüğü gibi borsada daha fazla işlem yapılması da işleme kapanma sayısını artırmaktadır. Büyük ve likit borsalarda daha fazla işleme kapanma görülmesi, finansal gelişmişlik ile işleme kapanma arasındaki ilişkinin ortaya koyulması açısından önemlidir. Diğer taraftan borsanın piyasa değeri ve kişi başına GSYH değişkenleri ile işleme kapanma arasında ters yönlü bir ilişki söz konusu olduğu görülmektedir. İşleme kapanmanın ekonomik sonuçları düşünüldüğünde, elde edilen sonuçlar şaşırtıcı değildir. Borsanın piyasa değerinin GSYH’ye oranı düştüğünde borsalarda yaşanan işleme kapanmalar artmaktadır. Bu sonuç işleme kapanmanın hisse senedi fiyatları üzerindeki olumsuz etkileri ile açıklanabilir. Aynı şekilde kişi başına düşen gelirdeki azalma ekonomideki durgunluğun bir göstergesi olarak düşünüldüğünde, ekonominin durgun olduğu dönemlerde borsalardaki işleme kapanmaların artması doğal karşılanabilir.

¹ Tüm analizler STATA 17 paket programında gerçekleştirilmiştir. STATA paket programında Driscoll-Kraay dirençli standart hatalı sabit etkiler tahmincisi için xtscc komutu kullanılmıştır.

Tablo 1. Driscoll-Kraay Dirençli Standart Hatalı Sabit Etkiler Model Sonuçları

Grup	Tüm Ülkeler (1)	Gelişmiş Ülkeler (2)	Gelişmekte Olan Ülkeler (3)	
Finansal Gelişmişlik	İşlem Gören Şirket Sayısı	0.0381*** [0.009]	0.0526*** [0.001]	0.0388*** [0.000]
	Piyasa Değeri	-0.0304*** [0.000]	-0.0577*** [0.000]	0.1514*** [0.000]
	Likidite	0.0683*** [0.000]	0.0458*** [0.010]	-0.0215 [0.134]
	Aracı Kredileri	0.0559 [0.166]	-0.1153* [0.059]	0.4832*** [0.000]
	Kişi Başı GSYH	-48.711*** [0.001]	-32.217 [0.171]	-60.109*** [0.000]
	Hukuki Gelişmişlik	Yatırımcının Korunması	0.2940*** [0.000]	0.6539* [0.070]
Dünya Yönetişim Endeksi		18.875*** [0.000]	20.791 [0.184]	15.379*** [0.000]
Yasal Hakların Korunması		0.1011** [0.029]	0.2710 [0.136]	0.0759*** [0.000]
Kontrol		Yüksek Teknoloji İhracatı	0.5818* [0.060]	1.9092*** [0.004]
	Küresel Kriz	1.1062 [0.453]	5.7003*** [0.001]	1.0473 [0.318]
	Borsa Yapısı	-2.0780 [0.214]	- -	-5.7907*** [0.002]
	Sabit	393.59*** [0.003]	176.53 [0.410]	473.12*** [0.000]
Gözlem Sayısı	409	172	237	
Grup Sayısı	45	20	25	
R ²	0,1094	0.1725	0.2277	

Not: Köşeli parantez içindeki değerler t istatistiğine ilişkin olasılık değerleridir. *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Modelden elde edilen sonuçlara ilişkin diğer önemli bir bulgu ise ekonomilerin yenilikçiliği üzerinedir. Ülkenin ihracatındaki teknoloji payının yüksek olması yenilikçi bir ekonominin göstergesi olarak kabul edilebilir. (1) numaralı modelden elde edilen sonuca göre yüksek teknoloji ihracatındaki artışla beraber işleme kapanma sayılarında da bir artış olduğu görülmektedir. Yenilikçi ekonomilerin merkezinde işleme kapanan şirketler ve bu şirketler yoluyla gerçekleşen kaynak aktarımı vardır. Bu sonuç rekabetçi gücü yenilik ile açıklayan Schumpeteryan görüşü destekler niteliktedir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki borsalardaki işleme kapanmalar üzerine etkili olan faktörleri karşılaştırmak için (2) ve (3) numaralı modeller oluşturulmuştur. Gelişmiş ülkelerdeki 20 borsanın örneklemini oluşturduğu (2) numaralı modelin sonuçları incelendiğinde; WGI ile Yasal Hakların Korunması Endeksleri, işleme kapanma sayıları üzerinde önem arz etmezken; Yatırımcının Korunması Endeksi istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. WGI ile Yasal Hakların Korunması Endeksinin istatistiksel olarak anlamsız çıkması, gelişmiş ülkelerdeki hukuki altyapı, düzenleme ve uygulamalardaki kalitesinin belirli bir seviyenin üstünde olması ile açıklanabilir. Diğer taraftan beklenildiği gibi küçük yatırımcının daha güçlü korunması, işleme kapanma sayılarını artırmaktadır. Gelişmiş ülkelerde küçük yatırımcının korunmasının, politika yapımcıları tarafından işleme kapanma açısından aşırılık hipotezini kapsamında ele alınması gereken özellikli bir konu olduğu ifade edilebilir.

Finansal gelişmişliğe ilişkin Model (2)’deki değişkenler incelendiğinde genel modele (1) benzer şekilde; işlem gören şirket sayısı ve likidite ile işleme kapanma arasında aynı yönlü; borsanın piyasa değeri ile ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Yine benzer şekilde yüksek teknoloji ihracatındaki artışla beraber işleme kapanma sayılarında da bir artış olduğu görülmektedir. Model (1)’den farklı olarak ise kişi başına GSYH değişkeni modelde anlamsız çıkarken, aracılık faaliyetlerinin güçlenmesi, işleme kapanma sayılarını azaltmaktadır. (2) numaralı modelde diğer modellere göre farklı diğer önemli bir sonuç ise gelişmiş ülkelerde, %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı bir biçimde, küresel krizde diğer yıllara göre işleme kapanma sayısının daha fazla olmasıdır. Küresel kriz başlangıçta gelişmiş ülkelerde ortaya çıkmış ve derin bir şekilde hissedilmiş, daha sonra diğer ülkeleri etkilemiştir. Elde edilen bulgularda borsalarda yaşanan işleme kapanmaların benzer şekilde gelişmiş ülke borsalarında daha fazla görüldüğünü ortaya koymaktadır. Ayrıca bu sonuç gelişmiş ülkelerdeki borsaların uzun vadede borsanın imajını ve yararını düşünerek, işleme kapanma konusunda gelişmekte olan ülkelere daha katı davrandığını şeklinde de yorumlanabilir. Sonuç olarak gelişmiş ülkeler içerisindeki yenilikçi ekonomilerin büyük ve likit borsalarında daha fazla işleme kapanma yaşandığı görülmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki 25 borsanın örneklemini oluşturduğu (3) numaralı modelin sonuçları incelendiğinde ülkeler arasındaki hukuki farklılıkların işleme kapanma üzerinde etkisinin önemli olduğu görülmektedir. Ülkelerdeki politik özgürlüğün, yasal düzenlemelerin ve yaptırımların genel kalitesini gösteren Yasal Hakların Korunması Endeksi ve WGI arttığında, %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı şekilde, işleme kapanma sayısının da arttığı görülmektedir. Sonuçta gelişmekte olan ülkelerde yasal düzenlemelerin ve yaptırımların kalitesinin artması, işleme kapanma sayısını artırmaktadır. Diğer taraftan Yatırımcı Korunması Endeksi ise gelişmekte olan ülkeler için oluşturulan modelde anlamlı değildir. Hukuki düzenleme ve uygulamalardaki kalitenin yüksek olması, gelişmekte olan ülkeler için önem arz ederken; Yatırımcının Korunması Endeksi modelde anlamsız çıkmıştır.

Gelişmekte olan ülkeler kapsamında finansal gelişmişlik ile işleme kapanma arasındaki ilişki incelendiğinde; işlem gören şirket sayısı, borsanın piyasa değeri ve aracı kredileri artması, %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı şekilde, işleme kapanma sayısında artırmaktadır. Elde edilen bulgular finansal gelişmenin, işleme kapanma sayılarını güçlü bir şekilde etkilediğini göstermektedir. Diğer modellere benzer şekilde kişi başına GSYH ile işleme kapanma arasında %1 seviyesinde istatistiksel olarak anlamlı ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Borsanın likiditesi, yüksek teknoloji ihracatı, küresel kriz değişkenleri model sonuçlarına göre anlamsızdır.

Gelişmekte olan ülkeler için elde edilen farklı bulgularından biri ise borsa yapısı değişkenine ilişkindir. (3) numaralı modelde gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların kooperatif yapıdan halka açık birer şirket haline dönüşmesinin işleme kapanma üzerindeki etkisi %1 seviyesinde anlamlıdır. Şirketleşen borsalarda, kâr amacı gütmeyen borsalara göre daha fazla işleme kapanma yaşandığı görülmektedir. Literatürde kâr amacı güden ve özyönetimli bir borsanın kısa vadeli hedeflere odaklanarak, işleme kapanmaya yönelik kararlarda daha esnek olacağı tartışılmaktadır. Ancak bu sonuca göre kooperatif yapıdaki gelişmekte olan ülke borsalarındaki işleme kapanmaya yönelik yaptırımların ve yatırım ortamının daha belirsiz olduğu görülmektedir.

7. Sonuç

Dünyanın en büyük piyasalarına sahip ölkelerde olduğu gibi birçok gelişmekte olan öлке için de işleme kapanmanın önemi son yıllarda artmıştır. Yapılan çalışmaların büyük bir kısmı konu işletme düzeyinde ele alınmış; işlem kapanma, firmaların düşük performansı ile ilişkilendirilmiştir. İşleme kapanma, öлке ekonomileri ve borsalar açısından düşünöldüğünde ise gerekli ve sıklıkla karşılaşılan hukuki ve ekonomik bir olaydır. Hukukun üstünlüğün tesis edildiği, mülkiyet haklarının güvence altına alındığı, şeffaflığın ve hesap verebilirliğin hakim kılındığı, kurumsal kontrol piyasasına ve iflas sürecine ilişkin mekanizmaların geliştiği, küçük yatırımcının korunduğu yenilikçi ekonomilerin büyük ve likit borsalarında, işleme kapanmalarla daha sık karşılaşılmalıdır. Bu çalışmada ölkeler arasındaki hukuki farklılığın, finansal gelişmişliğin ve ekonomik büyümenin borsalarda yaşanan işleme kapanmalar üzerine olan etkisi ortaya koyulmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın araştırma dönemini 2006-2016 yılları oluşturmakta olup, 45 borsanın oluşturduğu modele göre ölkelerin hukuki farklılıklarını ortaya koyulması için seçilen tüm değişkenler anlamlı çıkmıştır. Ölkedeki hukuki gelişmişlikle beraber borsalardaki işleme kapanma sayıları arasında güçlü ve aynı yönlü bir ilişki söz konusudur. Gelişmiş ve gelişmekte olan öлке ayrıma göre elde edilen sonuçlar, aşırılık hipotezini kapsamında değerlendirilebilir. İşleme kapanma üzerine öncelikli olarak etki eden genel olarak hukuki sistemin kalitesiyken, ölkelerdeki hukuki düzenleme ve uygulamalardaki kalite sağlandıktan sonra daha katı hukuki düzenlemelerin (Yatırımcının Korunması Endeksi ölçtüğu düzenleme ve uygulamalar gibi) önemi artmaktadır. Başarısız firmalardan, faaliyetine devam eden işletmelere gerçekleşen kaynak aktarımında, iflas ve birleşmeye ilişkin mekanizmalar önemlidir. Özellikle külfetli iflas süreçleri, birleşme ve satın almaların sınırlandırılması gibi firmaların kapanmasına ilişkin sınırlandırıcı hukuki düzenlemeler, iyice düşünölerek ortaya koyulmalıdır. Küçük yatırımcının güçlü bir şekilde korunduğu gelişmiş ölkelerde daha fazla işleme kapanma yaşanıırken; kurumsal kontrol piyasasına ve iflas sürecine ilişkin mekanizmalarının daha az geliştiği ölkelerde, borsada işleme kapanmaların düşük bir düzeyde seyredeceği iddiasını destekleyen ampirik sonuçlar, Dahiya ve Klapper'e (2007) benzer bir şekilde elde edilmiştir.

Finansal ve ekonomik gelişimin işleme kapanma üzerine olan etkisi; örneklemin tamamı, gelişmiş ölkeler ve gelişmekte olan ölkeler olmak üzere üç ayrı model kapsamında incelenmiştir. Örneklemin tamamı ve gelişmiş ölkeler açısından bakıldığında daha fazla hisse senedinin işlem gördüğu likit borsalarda, işleme kapanmanın daha fazladır. Gelişmiş öлке borsalarında, gelişmekte olan öлке borsalarından farklı olarak, borsanın en önemli işlevi olan likidite anlamlı çıkmıştır. Diğer taraftan borsanın büyüklüğünü gösteren diğer bir değişken olan borsanın piyasa değerinin, işleme kapanma ile arasında ters yönlü bir ilişki söz konusudur. Borsa piyasa değerinin GSYH'ye oranının düşmesi, gönüllü işleme kapanmalar için fırsat penceresi yaratabileceği gibi özellikle zorunlu işleme kapanmanın hisse senedi fiyatları üzerindeki olumsuz etkileri, ters yönlü bu ilişkiyi açıklayan nedenler olabilir. Gelişmekte olan ölkelerde ise finansal gelişmenin, öлке borsalarındaki işleme kapanmaları artırdığı gözlemlenmiştir. İşlem gören şirket sayısı, borsanın piyasa değerini ve aracı kredi miktarı yüksek olan gelişmekte olan öлке borsalarında işleme kapanmanın daha fazla yaşandığı gözlemlenmiştir.

Çalışmanın küresel krize ilişkin elde ettiği sonuç işleme kapanma literatürü açısından önem arz etmektedir. Küresel kriz sonrası işleme kapanmaya ilişkin çalışmalar incelendiğinde uluslararası karşılaştırma yapan yeterli sayıda bir çalışma olmadığı görölmektedir (Martinez ve

Serve, 2016). Ayrıca küresel kriz bir taraftan hisse fiyatlarına düşmesi nedeniyle GPT’ler için bir fırsat olarak görülebilirken, diğer taraftan artan finansman ihtiyacı nedeniyle olası GPT’ler için engel teşkil edebilir. Croci ve Giudice’in (2014) çalışmasında ele aldığı bu tartışmaya ilintili olarak, çalışmamızda gelişmiş ülke borsalarında küresel krizde diğer yıllara göre işleme kapanma sayısının daha fazla olduğu sonucuna ulaşılmıştır. İlerleyen çalışmalarda borsalardaki işleme kapanmalar nedenlerine göre ayrılarak elde edilecek bir örneklem üzerinden bu tartışmaya ilişkin daha net cevaplar bulunabilir.

Dikkat çeken diğer bir sonuç ise gelişmekte olan ülkelerdeki şirketleşen borsalarda, kâr amacı gütmeyen borsalara göre daha fazla işleme kapanma yaşanmasıdır. Serrano (2013), halka açık özyönetime sahip bir borsanın işleme kapanmaya yönelik yaptırımlarının daha belirsiz olduğunu ve bu belirsizliğin, yatırım ortamını olumsuz olarak etkilediğini ileri sürmüştür. Çalışmamızda ise kooperatif yapıdan halka açık bir şirket haline dönüşüm incelenmiştir. Elde edilen bulguları, gelişmekte olan ülkelerdeki borsaların şirketleşmeyle daha kurumsal bir yapıya kavuştuğu, işleme kapanmaya ilişkin olarak ortaya koyulan yaptırımlarda daha şeffaf ve tutarlı davrandığı şeklinde yorumlamak mümkündür. Şirketleşen gelişmekte olan ülke borsalarının, işleme kapanma konusunda özyönetime sahip olma durumu başka çalışmalarda ayrıca ele alınabilir.

Son olarak çalışma kapsamında ülkenin ihracatındaki teknoloji payı ile işleme kapanma arasındaki ilişki incelenmiştir. Gelişmiş ülkelerde yüksek teknoloji ihracatındaki artışla beraber işleme kapanma sayılarında da bir artış olduğu görülmüştür. Elde edilen diğer bulgularla beraber düşünüldüğünde, Baker ve Kennedy’nin (2002) ifade ettiği Schumpeteryan yaratıcı yıkım metaforunun yerinde bir yaklaşım olduğu tekrarlanabilir. Aynı şekilde çalışmamız Dahiya ve Klapper’in (2007) yenilikçi ve büyüyen ekonomilerin merkezinde düşük performansa sahip şirketlerin yaratıcı yıkımı olduğu iddiasını desteklemektedir.

Araştırma ve Yayın Etiği Beyanı

Etik kurul izni ve/veya yasal/özel izin alınmasına gerek olmayan bu çalışmada araştırma ve yayın etiğine uyulmuştur.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı

Yazarlar makaleye eşit oranda katkı sağlamış olduklarını beyan eder.

Araştırmacıların Çıkar Çatışması Beyanı

Bu çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Aggarwal, R. and Dahiya, S. (2006). Demutualization and public offerings of financial exchanges. *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 96-106. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2006.00102.x>
- Aksoy, A. ve Tanrıöven, C. (2014). *Sermaye piyasası yatırım araçları ve analizi* (5. bs.). Ankara: Detay Yayıncılık.
- Baker, G.P. and Kennedy, R.E. (2002). Survivorship and the economic grim reaper. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 18(2), 324-361. <https://doi.org/10.1093/jleo/18.2.324>
- Bancel, F. and Mittoo, U.R. (2009). Why do European firms go public? *European Financial Management*, 15(4), 844-884. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00501.x>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. and Levine, R. (2001). Legal theories of financial development. *Oxford Review of Economic Policy*, 17(4), 483-501. <https://doi.org/10.1093/oxrep/17.4.483>
- Bharath, S.T. and Dittmar, A.K. (2010). Why do firms use private equity to opt out of public markets? *Review of Financial Studies*, 23(5), 1771-1818. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq016>
- Brealey, R., Leland, H.E. and Pyle, D.H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387. <https://doi.org/10.2307/2326770>
- Bris, A. and Cabolis, C. (2008). The value of investor protection: Firm evidence from cross-border mergers. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 605-648. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm089>
- Bruno, V.G. and Claessens, S. (2010). Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing? *Journal of Financial Intermediation*, 19(4), 461-482. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2009.10.001>
- Burkart, M., Gromb, D. and Panunzi, F. (1997). Large shareholders, monitoring, and the value of the firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(3), 693-728. <https://doi.org/10.1162/003355397555325>
- Claessens, S. and Yurtoglu, B. (2012). *Corporate governance and development: An update* (A Global Corporate Governance Forum Publication No. 67394). Retrieved from <https://documents1.worldbank.org/curated/en/613011468336854015/pdf/673940WP00PUBL0cus100CG0Development.pdf>
- Coffee Jr, J.C. (1998). The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review*, 93(3), 641-707. Retrieved from <http://www.heinonline.org/>
- 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*, 102, 1757-1831. Retrieved from <http://www.heinonline.org/>
- Croci, E. and Giudice, A.D. (2014). Delistings, controlling shareholders and firm performance in Europe. *European Financial Management*, 20(2), 374-405. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2011.00640.x>
- Çevik, Y.E. ve Aksoy, A. (2017). Mali başarısızlık nedeniyle Borsa İstanbul'da işlem sırası kapanan şirketlerin hisse senedi performanslarının incelenmesi. Ş. Sakarya (Ed.), 21. *Finans Sempozyumu Bildiriler Kitabı* içinde (s. 497-514). 21. Finans Sempozyumu'nda sunulan bildiri, Balıkesir. İstanbul: Nobel Akademik Yayıncılık.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Rice, E.M. (1984). Going private: Minority freezeouts and stockholder wealth. *The Journal of Law and Economics*, 27(2), 367-401. Retrieved from <https://www.journals.uchicago.edu/>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2003.11.007>
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.02.007>

- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00208-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00208-3)
- Doidge, C., Karolyi, G.A. and Stulz, R.M. (2017). The US listing gap. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 464-487. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.12.002>
- Driscoll, J. and Kraay, A.C. (1998). Consistent covariance matrix estimation withspatially dependent data. *Review of Economics and Statistics*, 80(4), 549-560. <https://doi.org/10.1162/003465398557825>
- Fama, E.F. and French, K.R. (2004). New lists: Fundamentals and survival rates. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 229-269. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.04.001>
- Gelb, A.H. (1989). *Financial policies, growth, and efficiency* (World Bank Working Papers No. 202). Retrieved from <https://econpapers.repec.org/paper/wbkwbrwps/202.htm>
- Gillian, S.L. and Starks, L.T. (2003). Institutional investors, corporate ownership and corporate governance: Global perspective. In L. Sun (Ed.), *Ownership and governance of enterprices* (pp. 36-68). New York: Pelgrave.
- Hail, L. and 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. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00209.x>
- Harris, J.H., Panchapagesan, V. and Werner, I.M. (2008). *Off but not gone: A study of Nasdaq delistings*, (Fisher College of Business Working Paper Series No. 2008-6). Retrieved from <https://files.fisher.osu.edu/department-finance/public/2008-06.pdf>
- Hicks, J. (1969). *A theory of economic history*. Oxford: Claredon Press.
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281-312. <https://doi.org/10.1177/1536867X0700700301>
- Jensen, M.C. (1989). Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), 61-74. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.146149>
- Kaplan, S. (1989). Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value. *The Journal of Finance*, 44(3), 611-632. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb04381.x>
- King, R.G. and Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90028-E](https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90028-E)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. Retrieved from <http://www.journals.uchicago.edu/>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lehn, K. and Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions, *The Journal of Finance*, 44(3), 771-787. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb04390.x>
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726. Retrieved from <http://www.jstor.org/>
- Levine, R. (1999). Law, finance, and economic growth. *Journal of Financial Intermediation*, 8(1-2), 8-35. <https://doi.org/10.1006/jfin.1998.0255>
- Levine, R., Demirgüç-Kunt, A. and Beck, T. (2001). *Law, politics, and finance* (Policy Research Working Paper No. 2585). Retrieved from <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/19682/multi0page.pdf;sequence=1>
- Lowenstein, L. (1985). Management buyouts. *Columbia Law Review*, 85(4), 730-784. <https://doi.org/10.2307/1122333>

- Macey, J.R. and O'Hara, M. (2002). The economics of stock exchange listing fees and listing requirements. *Journal of Financial Intermediation*, 11(3), 297-319. <https://doi.org/10.1006/jfin.2002.0343>
- Macey, J.R., O'Hara, M. and 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. <https://doi.org/10.1086/593386>
- Martinez, I. and 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. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2011.07.001>
- Maume, P. (2015). The parting of the ways: Delisting under German and UK law. *European Business Organization Law Review*, 16(2), 255-279. <https://doi.org/10.1007/s40804-015-0009-8>
- McKinnon, R.I. (1973). *Money and capital in economic development*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Mehran, H. and Peristiani, S. (2009). Financial visibility and the decision to go private. *The Review of Financial Studies*, 23(2), 519-547. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp044>
- Newey, W.K. and West, K.D. (1986). *A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix* (NBER Technical Working Paper No. 55). Retrieved from https://www.nber.org/system/files/working_papers/t0055/t0055.pdf
- O'Hara, M. (2004). Searching for a new center: US securities markets in transition. *Economic Review*, 89(Q4), 37-52. Retrieved from <http://citeseerx.ist.psu.edu/>
- Pagano, M., Panetta, F. and Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27-64. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.25448>
- Pagano, M. and Volpin, P. (2006). Shareholder protection, stock market development, and politics. *Journal of the European Economic Association*, 4(2-3), 315-341. <https://doi.org/10.1162/jeea.2006.4.2-3.315>
- Pour, E.K. and Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market? *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4850-4860. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.08.022>
- Reese Jr, W.A. and 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00151-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00151-4)
- Rioja, F. and Valev, N. (2004). Does one size fit all?: A reexamination of the finance and growth relationship. *Journal of Development Economics*, 74(2), 429-447. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2003.06.006>
- Robinson, J. (1952). *The rate of interest and other essays*. London: Macmillan.
- Roosenboom, P. and Van Dijk, M.A. (2009). The market reaction to cross-listings: Does the destination market matter? *Journal of Banking & Finance*, 33(10), 1898-1908. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.04.010>
- Rossi, S. and Volpin, P.F. (2004). Cross-country determinants of mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.001>
- 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. <https://doi.org/10.2307/2330828>
- Schumpeter, J. (1942). *Creative destruction-capitalism, socialism and democracy*. New York City: Harper and Brothers.
- Serrano, A. (2013). *Two essays on regulation and transparency* (Unpublished doctoral dissertation). Rutgers University Graduate School, Newark.
- Stulz, R.M. (1999). Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(3), 8-25. <https://doi.org/10.1111/jacf.12484>

- Thomsen, S. and 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. <https://doi.org/10.1007/s10997-013-9256-7>
- Yafeh, Y., Ueda, K. and Claessens, S. (2010). *Financial frictions, investment, and institutions* (IMF Working Papers No. 10/231). Retrieved from <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Financial-Frictions-Investment-and-Institutions-24279>

DELISTING AS AN INDICATOR OF DEVELOPMENT IN STOCK EXCHANGES: A SCHUMPETERIAN PERSPECTIVE

EXTENDED SUMMARY

The Aim of Study

The basis of this study is the Schumpeterian perspective. Within the study, which argues that the creative destruction of companies is at the root of innovative economies, the concept of delisting is considered as an 'indicator of development' within the scope of the Schumpeterian perspective. The effect of legal differences and financial development between countries on the delisting in the stock markets has been examined. Testing and revealing the relationship is important in terms of better understanding the companies whose are delisted and the resources transferred from these companies to other businesses.

Literature

The Schumpeterian perspective, claiming that underperforming companies are at the center of innovative and growing economies, emphasizes the importance of bankruptcy and merger mechanisms in the transfer of funds from unsuccessful companies to companies that continue to operate. In the academic literature, there is empirical evidence supporting the claim that there will be a low level of delisting in countries where the mechanisms related to the corporate control market and bankruptcy process are less developed (Dahiya and Klapper, 2007). The number of delisted companies in the USA, which is the most important financial center in the world, is much higher than in other developed countries. In addition, in countries where the liquidation process is costly, the view that merger emerges as a more effective solution has been put forward.

Data and Methodology

The research covers the period of 2006-2016. Exchanges whose numbers of delisted companies can be obtained from the annual reports published by the WFE (World Federation of Exchange) were included in the sample of the study. A total of 45 stock exchanges, 20 of which are in developed countries, are classified according to MSCI. Other data were obtained from the World Bank WDI database.

Since there is no universally accepted definition of financial development, leading studies in law and finance theory were taken into account in the selection of variables (Djankov et al., 2008; Beck, 2001; Djankov et al., 2003). The number of companies traded, the ratio of the market value of the stock market to GDP, the ratio of the transaction volume to the GDP, the ratio of the loans provided to the private sector to the GDP, and the logarithm of the GDP per capita were determined as independent variables. Three variables, namely the Strength of Legal Rights Index, Strength of Investor Protection Index, World Governance Index, were selected in order to reveal the legal differences between countries. The share of high technology in the country's exports, the global crisis and the change in the stock market structure are the control variables of the model.

In this paper, we use the fixed effect estimator with Driscoll-Kraay standart errors. The standard errors proposed by Driscoll and Kraay (1998) are robust in the presence of heteroskedastic, autocorrelation and cross-section dependency problems encountered in panel data models.

Findings

While the results clearly reveal the effect of legal differences between countries on delisting transactions; it is seen that the number of companies that are delisted in large and liquid exchanges is higher. In developing countries, the overall quality of legislation and practice and financial development, are important in delisting. In developed countries, details such as the protection of small investors and the country's having a more innovative economy gain importance. The difference in the findings according to the distinction between developed and developing countries can be considered within the scope of the overregulation hypothesis (Gillian et al. 2003; Bruno and Claessens 2007; Thomsen and Vinten 2014).

Conclusion

There is a strong and same-directional relationship between the legal development in the country and the number of delisted companies in the stock markets. Developed countries, where small investors are strongly protected, are experiencing a greater number of companies that are delisted. Empirical evidence has been obtained to support the claim that delisting transaction in the stock market will remain at a low level in countries with less developed mechanisms for the corporate control market and the bankruptcy process. The findings reveal that the Schumpeterian metaphor of creative destruction is appropriate. Similarly, our work supports the argument that creative destruction in underperforming companies is at the center of innovative and growing economies.

One of the biggest shortcomings of the delisting literature is that the results do not allow for international comparison. Covering 45 stock markets, including developed and emerging markets, by this paper attaches importance to the result of research and contributes to fill the gap in literature. The findings also give important messages for policy makers. Policies for transactions that transfer of resources from one business to another, such as bankruptcy processes, mergers and acquisitions, should be implemented by deeply assessment. It is seen that the importance of this resource transfer for developing economies is not studied broadly and well understood.