

## İŞLEM KAPANMANIN NEDENLERİ VE SONUÇLARI: BORSA İSTANBUL İŞLEM KAPANMALARI ÜZERİNE BİR ARAŞTIRMA

### REASONS AND CONSEQUENCES OF THE DELISTING: A STUDY OF BORSA ISTANBUL DELISTINGS

Yasin Erdem ÇEVİK

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi

İşletme Bölümü

[c.erdem@hbv.edu.tr](mailto:c.erdem@hbv.edu.tr)

ORCID: 0000-0003-3684-6668

#### ÖZ

İşleme kapanma, hisse senedinin borsa pazarlarından çıkması ya da çıkarılması olarak tanımlanabilir. Çalışmanın amacı, işleme kapanma nedenlerini ve ekonomik sonuçlarını Borsa İstanbul kapsamında ortaya koymaktır. Bu amaca yönelik olarak, öncelikle işlem sırası kapanan şirketlerin finansal durumlarındaki, performanslarındaki 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 farklı olmadığı görülmüştür. Zorunlu olarak işlem sırası kapanan şirketlerden oluşan portföyün getirisinin, şirketlerin işlem sırası kapanmadan 45 gün önce, istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde BIST-100'den farklılaşmaya başladığı görülmektedir. "Gönüllü" ve "Birleşme" portföylerine yapılan istatistiksel testlerde herhangi bir olay penceresinde anlamlı bir bulguya rastlanmamıştır. Portföylere ait getirilerin BIST-100'den farklılaşmadığı görülmektedir. Ayrıca özele geçiş işlemi (GPT) kapsamında değerlendirilen şirketlerden oluşan portföylerin, satın alma duyurusu öncesinde artmaya başlayan getiri performansının, satın alma duyurusundan sonra da bir süre daha devam ettiği söylenebilir. Ancak benzer olay pencereleri için diğer borsalarda görülen ve istatistiksel olarak anlamlı bulunan aşırı getiri farklılığı, Borsa İstanbul'da gözlenmemiştir.

#### 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 on the scale of 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. In addition, it can be said that the return performance of the portfolios consisting of companies evaluated within the scope of the going private transaction (GPT) transaction, which started to increase before the acquisition announcement, continued for a while after the announcement. However, the statistically significant abnormal return difference seen in other exchanges for similar event windows was not observed in Borsa Istanbul.

**Geliş Tarihi:**  
30.09.2022

**Kabul Tarihi:**  
06.12.2022

**Yayın Tarihi:**  
30.12.2022

**Anahtar Kelimeler:**  
İşlem Sırası  
Kapanma,  
Zorunlu İşleme  
Kapanma,  
Gönüllü İşleme  
Kapanma,  
Borsa İstanbul

**Keywords:**  
Delisted,  
Involuntary  
Delisting,  
Voluntary Delisting,  
Istanbul Stock  
Exchange

DOI: <https://doi.org/10.30783/neysosbilin.1182337>

**Atıf/Cite as:** Çevik, Y. E. (2022). İşlem kapanmanın nedenleri ve sonuçları: Borsa İstanbul işlem kapanmaları üzerine bir araştırma. *Neşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi SBE Dergisi*, 12(4), 2332-2349.

## Giriş

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. Hisse senedinin borsa pazarlarından çıkmasını ya da çıkarılmasını ifade eden “işlem sırasının kapanması” (delisted) kavramı yerine bu çalışmada “işleme kapanma” ifadesi kullanılmıştır. Çalışmanın amacı, pay piyasalarında işleme kapanmanın nedenlerini ve ekonomik sonuçlarını Borsa İstanbul kapsamında ortaya koymaktır.

İşleme kapanma, 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. 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. Aynı dönem içerisinde 112 şirket Borsa İstanbul pazarlarından ayrılmıştır (Aksoy ve Çevik, 2017).

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 kısılması (French ve Fama, 2004) gibi durumlar sebebiyle işleme kapanmanın ayrıntılı şekilde ele alınması gerekliliğini belirtmişlerdir. Son yıllarda, Borsa İstanbul pay piyasasının gelişiminde durağan bir döneme geçildiği görülmektedir. Bu olumsuz durumun bir boyutunu, gerçekleşen halka arz sayısının sınırlı kalması oluştururken, diğer önemli boyutunu da işleme kapanmalar oluşturmaktadır. İşleme kapanmanın Borsa İstanbul kapsamında 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.

İşleme kapanma, hukuki ve ekonomik bir olay olarak tasvir edilebilir. 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. 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 yönde etkilemektedir (Warner, 1977; Sanger ve Peterson, 1990, Panchapagesan vd. 2004; Macey vd., 2008; Çevik ve Aksoy, 2017). Gönüllü işleme kapanma ise firmanın değerini ve ortakların refahını artırmaya yönelik bir işlemdir (DeAngelo vd., 1984; Lehn ve Poulsen, 1989; Kaplan, 1989a,1989b; Weir vd., 2005, Renneboog vd., 2007).

Bu çalışmada, Borsa İstanbul pazarlarında gerçekleşen işleme kapanmalar incelenmiştir. Borsa İstanbul pazarlarında, 2000-2018 döneminde 133 şirketin işlem sırası kapanmıştır. Literatürdeki sınıflandırmaya benzer bir şekilde (Thomsen ve Vinten, 2005; Doidge vd., 2017; Dahiya ve Klapper, 2007), 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 dönemlerine” ilişkin tespitlerde bulunulmuştur.

İşleme kapanmanın ekonomik boyutunu ortaya koymak amacıyla, Borsa İstanbul'da işlem sırası kapanan şirketlerin finansal durumlarındaki, performanslarındaki 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 işleme kapanma 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 getiri analizi uygulanmış ve elde edilen bulgular, literatürdeki sonuçlar dikkate alınarak yorumlanmıştır.

Çalışma beş bölümden oluşmaktadır. İkinci bölümde Borsa Yönetim Kurulu'nun işleme kapanmaya yönelik olarak aldığı yaptırım kararları analiz edilmiştir. Üçüncü bölümde Borsa İstanbul'daki işleme kapanmaların genel görünümü (işleme kapama nedenleri, pay piyasasına etkisi, sektörel dağılımı, işlem görme süreleri ve halka arz dönemi) ortaya koyulmuştur. Dördüncü bölümde, Borsa İstanbul kapsamında işlem sırası kapanan şirketlerin finansal durumlarındaki, performanslarındaki ve firma değerindeki değişimleri incelenmiştir. Son bölümde ise çalışmadan elde edilen sonuçlara yer verilmiş, literatürle karşılaştırılmıştır.

### **Borsa İstanbul'da Gerçekleşen İşleme Kapanma Yaptırımları**

Borsa İstanbul'da işlem sırası kapanan şirketlerin tespiti için Borsa İstanbul internet sitesinde yayımlanan “İşlem Sırası Kapanan Şirketler” adlı dosya kullanılmıştır (Borsa İstanbul, 2022). 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 Borsa İstanbul'da 133 şirketin hisse senetlerinin işlem sıralarının kapandığı görülmektedir. Borsa İstanbul pazarlarından çıkılması, birleşme, gönüllü işleme kapanma ve zorunlu işleme kapanma olarak üç grupta sınıflandırılmıştır. İşleme kapanma sebeplerine, Kamuyu Aydınlatma Platformu ve Borsa İstanbul tarafından yayımlanan haber arşivleri incelenerek karar verilmiştir. Bu şirketlerden 34'ü 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 Yönergesinin 23. maddesinin 1. fıkrasının (ç) bendi uyarınca gerçekleşmiştir. Gönüllü işleme kapanmaların ise Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği kapsamında gerçekleştirildiği söylenebilir.

Borsa Yönetim Kurulu, aldığı yaptırım kararlarını, “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 düzenlemedeki benzer kottan çıkarma şartları ve bendler dikkate alınarak yeni bir sınıflandırılma yapılmış ve Tablo 1'de paylaşılmıştır.

İşleme kapanmanın hukuki dayanağının oluşması için Tablo 1'de görülen koşullardan birinin ortaya çıkması yeterlidir. Ancak genellikle zorunlu işleme kapanmalarda, şirketlerin birden fazla koşulu sağlayamadığı görülmüştür. 2000-2018 dönemindeki 78 şirketin işleme kapanma kararı duyurusu, toplamda 206 gerekçeye dayandırılmıştır. Şirket bazlı düşünüldüğünde, Borsa Yönetim Kurulu, işlem sıralarını kapatma kararı alırken ortalama üç gerekçe belirtmiştir. Yedi şartı sağlamaması sebebiyle 1 şirketin işlem sırası kapatılırken, 33 şirket ise

sadece bir gerekçe gösterilerek borsa pazarları dışına itilmiştir. Bir gerekçe gösterilerek işlem sırası kapanan 33 şirketten 28'nin, sona erdiği ya da ana faaliyetini yürütemediği görülmektedir. Diğer 5 şirketten, ikisi özsermayesini yitirdiği için, biri ise borçlarını ödeyemediği ve finansman sıkıntısı çektiği için işlem sırası kapatılmıştır. Kalan ikisi, kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini sağlayamamıştır.

Tablo 1 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 kapanmıştır. Şirketler, "Borsa yönetimince yapılacak düzenlemelere ve ilgili mevzuata uyulmaması, istenecek bilgilerin verilmemesi" gerekçe gösterilerek de sıklıkla borsa pazarlarından atılmışlardır.

**Tablo 1.** Borsa İstanbul'da Gerçekleşen İşleme Kapanma Yaptırımları

Grup / Düzenlemenin Yayımlandığı Yıl	Düzenleme ve Bendi			Gerekçe Sayısı	Gerekçe Yüzdesi
	1995	2004	2015		
Kamuyu aydınlatma yükümlülüklerini yerine getirmemesi	c, d	b, c	a	58	%28
İşletmenin uzun bir süre ya da büyük ölçüde faaliyetlerini durdurmuş olması	f*, j	e, i	c	41	%20
Borsa yönetimince yapılacak düzenlemelere ve ilgili mevzuata uyulmaması, istenecek bilgilerin verilmemesi.	e, r	d, p	b	28	%14
Borsa ücretini ödememesi	I	h	e	21	%10
İflas, tasfiye**	f*, g,	f,	ç,	18	%9
Borçlarını ödemede zorlanması, finansman sıkıntı çekmesi	h	g	d	17	%8
Özsermayesinin büyük kısmını ya da tamamını yitirmesi	b, l	a, j	f	16	%8
Bağımsız denetçinin olumsuz görüşü	m	k	g	6	%3
İlişkili taraflardan olan ticari olmayan alacaklarının toplam aktiflere oranının %50'yi aşması	-	-	ğ	1	%0
GİP'de piyasa danışmanı ile çalışılmaması	-	-	h	0	%0
<b>TOPLAM</b>				<b>206</b>	<b>%100</b>

Not. (\*)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.

Yapılan analiz sonucunda 58 şirketin, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne uymadığı görülmüştür. Ancak "yalnızca" kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne uymadığı için işlem sırası kapanan şirket sayısı ikidir. Dolayısıyla, kamuyu aydınlatma yükümlülüğüne uyulmamasının, işleme kapanmalar için ana bir gerekçe olmadığı açıktır. İşlem sırası kapanan 78 şirketten 59'u ya faaliyetlerine uzun bir süre ara vermiş ya da sona ermiştir (Tablo 1). Bu tablo, Borsa İstanbul Yönetim Kurulu'nun işleme kapanma kararı için son ana kadar beklediğini, 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.

Borsa İstanbul kapsamında gerçekleşen işleme kapanmalar hakkında daha fazla bilgi sağlama amacıyla, elde edilen bulgular, Harris ve diğerlerinin (2008), 1999-2002 arasında Nasdaq'da gerçekleşen 1098 zorunlu işleme kapanmayı incelediği çalışma ile karşılaştırılmıştır. Nasdaq'da gerçekleşen işleme kapanmaların %70'inin halka arzda aranan kriterlerle ilişkili olduğu görülmektedir. Borsa İstanbul'daki mevcut düzenlemelere bakıldığında (Kotasyon Yönergesi 8.madde) ise, işlem görmek için aranan 5 değişken (piyasa değeri, halka açık piyasa değeri,

net kar, halka açıklık oranı, özsermaye/sermaye oranı) içerisinde sadece şirketin özsermayeye ilişkin durumu, borsa kotundan çıkarmayı gerektiren durumlardan biri olarak ele alınmaktadır.

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 kurumuyula ilgili 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.

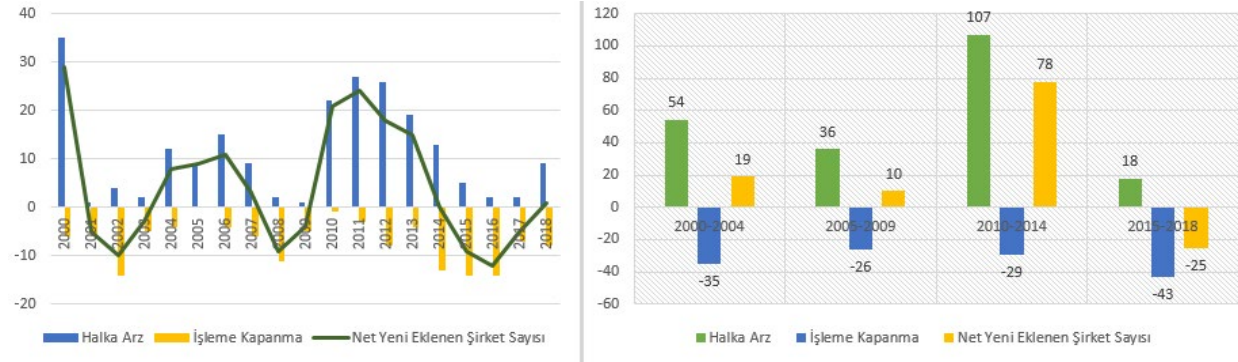
İşleme kapanma politikalarındaki belirsizlik, yatırım ortamına zarar verebilir. Geciken işleme kapanma kararının yarattığı külfetlerin kime, ne kadar yansıtacağı da ayrı bir problem olarak ele alınmalıdır. Gerekli durumlarda, işleme kapanmaya yönelik gereken yaptırımın geciktirilmeden tutarlı ve şeffaf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

### Borsa İstanbul'daki İşleme Kapanmaların Genel Görünümü

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

### 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 1'in sol tarafındaki grafikte yıllar itibariyle halka arz sayıları, işleme kapanma sayıları ve aralarındaki fark alınarak hesaplanan net yeni eklenen şirket sayıları görülmektedir.



Şekil 1. Halka Arz ile İşleme Kapanma Sayılarının Karşılaştırılması

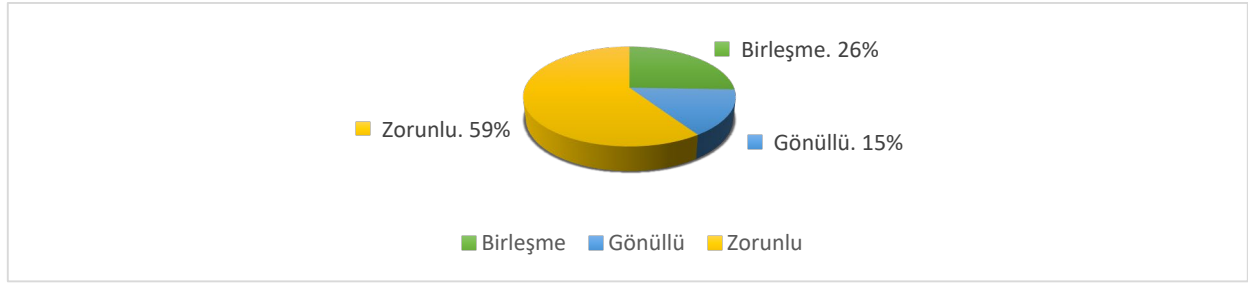
Veriler incelendiğinde, Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda yıllar itibariyle istikrarlı bir gelişimin olmadığı görülmektedir. Net eklenen şirket sayılarının en yüksek değerlere ulaştığı 2000 ve 2011 yılları en fazla büyümenin yaşandığı yıllar olurken; krizin etkisinin hissedildiği yıllarda ise (2002 ve 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 1 sağ grafik). 2015-2018 döneminde ise, 43 işleme kapanmanın yaşanması borsayı olumsuz etkilemiştir.

### 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

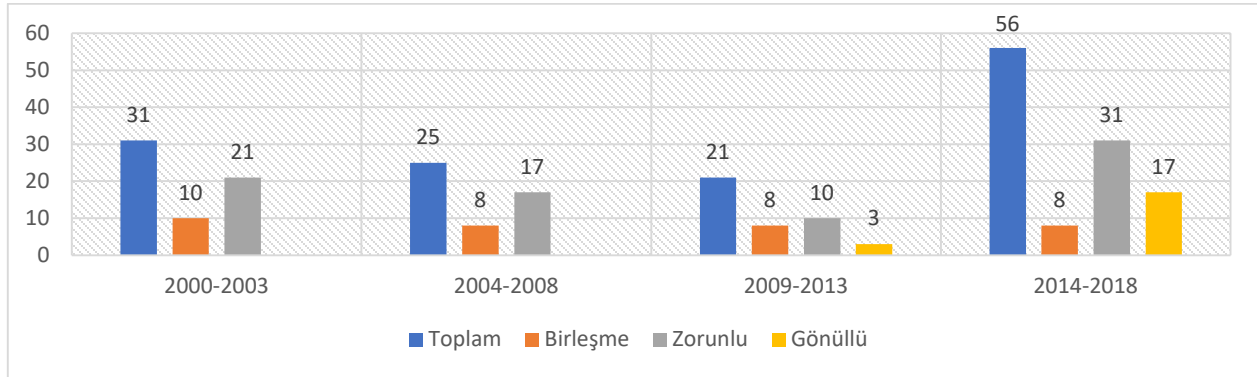


görülmektedir (Şekil 2). Borsa İstanbul bu görünümüyle, birleşme ve gönüllü işleme kapanmaların sıklıkla görüldüğü, zorunlu işleme kapanmaların ise daha az yaşandığı Kıta Avrupası (Thomsen ve Vinten, 2014) ve ABD (Macey vd., 2008) borsalarından olumsuz olarak ayrılmaktadır.



Şekil 2. Borsa İstanbul'da İşleme Kapanma Nedenleri

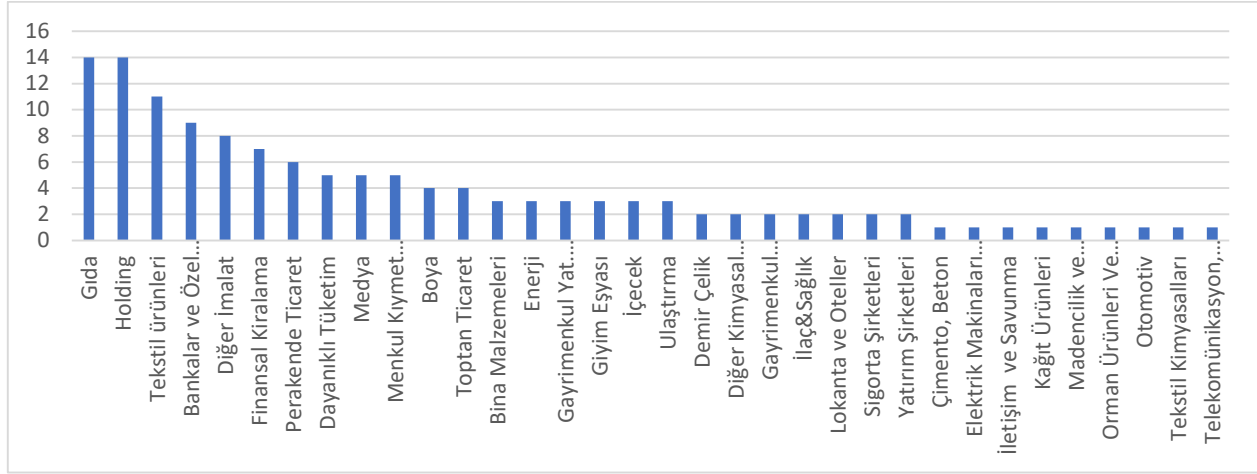
Yıllar itibariyle bakıldığında (Şekil 3), zorunlu işleme kapanmanın her dönemde Borsa İstanbul'daki işleme kapanmanın ana nedeni olduğu göze çarpmaktadır. Önceki dönemlerde gönüllü olarak borsadan ayrılmak isteyen çok şirkete rastlanmazken, son dönemlerde gönüllü işleme kapanma sayılarında büyük bir artış olduğu görülmektedir. Borsa İstanbul'un son yıllardaki (Şekil 1'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. Yıllar İtibariyle Borsa İstanbul'da İşleme Kapanma Nedenleri

### 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 4'ten 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 4. Borsa İstanbul'da İşleme Kapanan Şirketlerin Sektörleri

### Borsa Pazarlarında İşlem Görme Süreleri

İşleme kapanan şirketlerin borsa pazarlarında işlem gördükleri süreler analiz edilerek, Tablo 2 oluşturulmuştur. İşleme kapanan şirketin halka arz tarihi ile son işlem gördüğü tarih kullanılarak, kaç yıl borsada işlem gördüğünü ifade eden “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.

Tablo 2. İşleme Kapanan Şirketlerin Borsada İşlem Görme Süreleri

Yaş / Neden	Birleşme		Zorunlu		Gönüllü		Genel	
	N	%	N	%	N	%	N	%
0+	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%
<b>Toplam</b>	34	100%	79	100%	20	100%	133	100%
<b>Ortalama</b>	15 yıl		9 yıl		17 yıl		12 yıl	
<b>En Düşük</b>	2 yıl		0		6 yıl		0	
<b>En Yüksek</b>	31 yıl		26 yıl		29 yıl		31 yıl	

### İşleme Kapanan Şirketlerin Halka Arz Dönemlerinin İncelenmesi

İşleme kapanma, işleme kapanma politikasına bağlı olarak borsadan borsaya geçişebileceği 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).

**Tablo 3.** Dönemler İtibariyle Halka Arzlar ve İşleme Kapanan Şirketler

	Halka Arz Sayısı	İşleme Kapanma Sayısı	İşleme Kapanma Oranı	Başarı Oranı
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

Not. (\*) 2000 yılı öncesinde borsada işlem görmeye başlayıp, işlem sırası kapanan hisse senetleri, Borsa İstanbul'un yayınladığı işlem sırası kapananlar listesinde yer almamaktadır. Bu sebepten tabloda işleme kapanma sayısı daha fazla olması muhtemel 1990-1994 ile 1995-2000 dönemlerine (\*) işareti koyulmuştur.

Halka arzlardaki işleme kapanma oranlarının tespiti için, 1990-2018 yıllarındaki halka arz sayıları da kullanılarak, Tablo 3 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.

### İşleme Kapanmanın Ekonomik Boyutu

İşleme kapanmanın ekonomik boyutu, başta işletmeler olmak üzere birçok kesimi ilgilendirmektedir. Borsa İstanbul kapsamında işlem sırası kapanan şirketlerin finansal durumlarındaki, performanslarındaki ve firma değerindeki değişimleri incelenmiştir.

### İşleme Kapanan Şirketlerin Halka Arz Dönemlerinin İncelenmesi

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 oranlar tercih edilmiştir. İşlem sırası kapanan şirketlerin likiditesi, karlılığı, çalışma etkinliği, mali yapısı, yükümlülükleri karşılama gücü, büyüme trendi, piyasa çarpanları ve büyüklüğü, oranlar yoluyla analiz edilmiştir. Şirketlerin verileri, FİNNET Elektronik Yayıncılık'tan temin edilmiştir. İşlem sırası kapanan şirketin son işlem tarihinden önce yayınlandığı son yıllık mali tablolarındaki veriler kullanılmıştır. Kontrol grubundaki şirketlerde ise, eşleştirildiği işleme kapanan şirket referans alınmış ve ilgili yıla ait mali tablolar dikkate 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 (2013) ve Michelsen ve Klein'e (2011) benzer şekilde, kontrol grubu oluşturulmuştur. Bu çalışmada da eşleştirilmiş örnek tasarım benimsenmiş (Lehn ve Poulsen, 1989; Martinez ve Serve, 2011; Tutino vd., 2014) ve kontrol grubu oluşturulmuştur. Buna göre aynı sektörde faaliyet gösteren şirketler içerisinde, halka arz tarihi ve satış tutarı en yakın olan iki firma kontrol grubuna seçilmeye gayret edilmiştir. 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 kapanmanın ekonomik sonuçlarını konu alan ampirik çalışmalarda, işleme kapanmanın firma değeri ve ortakların servetine olan etkisi de araştırılmaktadır. Araştırmacılar, işleme kapanmanın ekonomik sonuçlarını, primli getiri ya da kümülatif aşırı getiri hesaplayarak incelemektedir (Renneboog vd., 2007). Bu çalışmada da Borsa İstanbul kapsamında gerçekleşen işleme kapanmaların ortak refahı ve firma değerine olan etkisi, kümülatif aşırı getiri (CAR) analizi yardımıyla incelenmiştir.

Vaka çalışmalarında en fazla kullanılan yöntemlerden biri kümülatif aşırı getiri (CAR) analizidir (MacKinlay, 1997). Aşırı getiri, BIST-100 getirisinden sapma olarak ele alınmıştır. Endeks performansının altındaki (üstündeki) getiri, bir yatırımcının hak ettiği altındaki (üstündeki) getiri olarak düşünülmüştür.  $R_{it}$  i hisse senedinin getirisini,  $R_{mt}$  ise pazar getirisini ifade etmektedir. (1) nolu eşitliğe göre hesaplanan aşırı getiriler ( $AR_{it}$ ) kullanılarak, i hisse senedinin (2) nolu eşitlikteki ( $t_1, t_2$ ) dönemindeki kümülatif aşırı getirisi ( $CAR_i(t_1, t_2)$ ) bulunabilir.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AR_{it} \quad (2)$$

İşlem sırası kapanan her bir hisse senedinin kümülatif aşırı getirileri (2) kullanılarak, ilgili hisse senetlerinden oluşan portföyün ( $t_1, t_2$ ) dönemindeki ortalama kümülatif aşırı getirisini (3) hesaplamak mümkündür.

$$ACAR_i(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (3)$$

Kümülatif aşırı getiri (CAR) analizi, kapanma nedenlerine göre oluşturulan “Zorunlu”, “Gönüllü” ve “Birleşme” portföylerine uygulanmıştır. Her bir portföyün kapsamına işleme kapanan şirketler dahil edilmiş olup, işleme kapanma sayısı portföyün büyüklüğünü (N) göstermektedir. Her bir portföy için, çeşitli olay pencereleri için hesaplanan ortalama kümülatif getirilerin, t testi ile sıfıra eşitliği sınanmıştır. Böylece ilgili portföyün getirisinin, BIST-100’den istatistiksel olarak anlamlı şekilde farklılığı test edilmiştir.

### İşleme Kapanan Şirketlerin Finansal Durumu ve Performansı

İşleme kapanan şirketlerin finansal durumlarındaki ve performanslarındaki değişimi ortaya koymak amacıyla, mali tabloları analiz edilmiştir. İşleme kapanan şirketlerden oluşan üç grup ile kontrol grubuna ait rasyolar Tablo 4’te verilmiştir. Rasyolar hesaplanırken, şirketin son işlem tarihinden önce yayımladığı yıllık mali tabloları kullanılmıştır. Uç değerlere sahip şirketler, analiz sonuçlarını olumsuz olarak etkilememesi için örneklemeden çıkarılmıştır. Tablo 4 oluşturulurken öncelikle ortalama değeri, parantez içerisinde t değerleri ile anlamlılık düzeyleri ve hesaplamalarda kullanılan şirket sayıları (n) yazılmıştır.

Zorunlu işleme kapanmalar genellikle başarısızlık sebebiyle ortaya çıktığı için, işlem sırası kapatılan şirketlerin finansal durumlarının olumsuz, performanslarının ise düşük olması beklenir. Tablo 4’teki 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, çalışma etkinlikleri ise düşüktür. Finansmanlarında ağırlıklı olarak borç kullanılması sebebiyle özsermayeleri düşük kalan şirketlerin mali yapı oranları (9, 10) da farklılaşmıştır. Şirketlerin borç ödeme gücü (12) ise, borçlarını ödeyemez durumda olduğunu göstermektedir. Piyasa çarpanlarının istatistiksel olarak anlamlı olacak şekilde düşük çıkması, Borsa İstanbul yatırımcısının başarısızlığı fiyatladığını ifade eder. Ayrıca zorunlu işleme kapanmaların daha çok küçük ölçekteki (22, 23, 24) şirketlerde görüldüğü söylenebilir.

Gönüllü işleme kapanma ile birleşme işlemleri, firmaların değerini ve ortakların refahını artırmaya yönelik olarak yapılmaktadır. Zorunlu işleme kapanan şirketler için geçerli olan finansal durum ve performanslarına ilişkin olumsuz beklenti, bu gruplar için geçerli değildir. Tablo 4'teki Gönüllü ve Birleşme grubu oranları, kontrol grubu oranlarından farklılaşmış olmasına rağmen, bu farklılıkların istatistiksel olarak bir anlamlılığı yoktur. Birleşme grubu için 2 oran (15 ile 18) istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde farklılaşırken, gönüllü grubunda benzer durumda olan 3 oran (12, 23, 24) mevcuttur. Bu sonuçlar birleşmeye ve gönüllü işleme kapanmaya konu olan şirketlerin finansal durum ve performanslarının, işlem gören firmalardan farklı olmadığını göstermektedir. Gönüllü işleme kapanma, istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde yüksek borç ödeme gücüne (12) sahip, büyük ölçekli (23, 24) şirketlerde görülmektedir. Bu bulgulara bakılarak, gönüllü işleme kapanan firmaların daha nitelikli olduğu söylenebilir. Son yıllarda gönüllü işleme kapanma sayılarında artış yaşandığı düşünüldüğünde, nitelikli şirketlerin kendi istekleriyle borsadan ayrılma kararının araştırılması Borsa İstanbul açısından önem arz etmektedir.

### İşleme Kapanmanın Ortakların Refahı ve Firma Değeri Üzerine Etkisi

Bu başlıkta Borsa İstanbul kapsamında gerçekleşen işleme kapanmaların ortak refahı ve firma değerine olan etkisi, kümülatif aşırı getiri (CAR) analizi yardımıyla incelenmiştir. Analizlerde tanımlanan olaylar ve elde edilen bulgular alt başlıklarda paylaşılmıştır.

### Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlerden Oluşan Portföyün Performansı

Şirketlerde yaşanan başarısızlık, firmanın değerini ve yatırımcıların servetini olumsuz etkileyecektir. Zorunlu işlem sırası kapanan şirketlerden oluşan portföyün BIST-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 5'te 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 Tablo 5'te verilmiştir.

Tablo 4. İşleme Kapanan Şirketlerin Finansal Durum ve Performansı

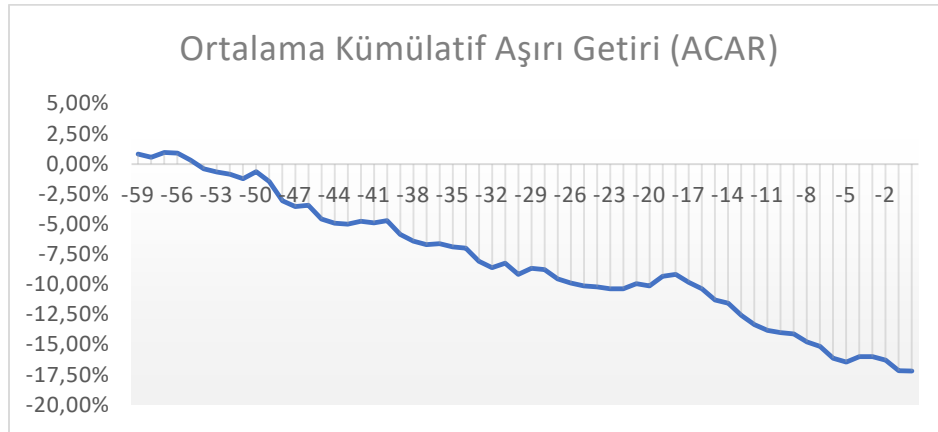
DEĞİŞKENLER		KONTROL	ZORUNLU	BİRLEŞME	GÖNÜLLÜ
Likidite Durumu	Cari Oran (1)	1,86 n=79	1,21 (2,46)** n=65	1,60 (0,65) n=25	1,99 (-0,23) n=12
	Asit-Test Oran (2)	1,31 n=79	0,87 (2,08)** n=65	1,22 (0,27) n=26	1,08 (0,56) n=12
	Nakit Oran (3)	0,39 n=79	0,07 (3,37)*** n=65	0,41 (-0,13) n=26	0,20 (0,79) n=12
Karlılık	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
	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
Mali Yapısı ve Yükümlülük Karşılama Durumu	Net Kar Marj (7)	%1,86 n=79	-%17,89 (2,44)** n=57	-%3,01 (0,13) n=27	% 3,00 (-0,35) n=12
	FAVOK Marj (8)	% 10,40 n=80	-%14,19 (1,77)* n=59	% 9,71 (0,18) n=27	% 12,69 (-0,49) n=12
	Kaldıraç Oran (9)	% 52,59 n=82	% 87,41 (-4,78)*** n=61	% 52,04 (0,08) n=27	% 63,75 (-1,35) n=12
Yükümlülük Karşılama Durumu	Öz kaynak / 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	-0,33	1,30	4,05

		n=77	(3,15)** n=61	(0,41) n=25	(-1,92)* n=12
	<i>Fin. Gid. / Satışlar (13)</i>	% 81,43	% 34,06	% 16,93	% 22,25
		n=82	(0,56) n=62	(0,51) n=27	(0,31) n=12
	<i>Aktif Devir Hızı (14)</i>	0,94	0,84	1,28	1,22
		n=81	(0,81) n=65	(-1,31) n=27	(-1,45) n=12
	<i>Stok Devir Hızı (15)</i>	5,74	4,89	8,62	4,01
		n=74	(0,908) n=58	(-2,31)** n=24	(1,07) n=10
	<i>Alacak Devir Hızı (16)</i>	6,06	3,44	6,99	4,98
		n=79	(3,59)*** n=63	(-0,70) n=21	(0,61) n=10
	<i>Borç Devir Hızı (17)</i>	7,19	3,64	7,32	8,27
		n=79	(5,04)*** n=62	(-1,21) n=27	(-0,75) n=12
	<i>Dönen Varlık D.H. (18)</i>	1,82	1,38	2,79	2,30
		n=81	(2,29)** n=65	(-1,91)* n=27	(-1,41) n=12
	<i>Duran Varlık D.H. (19)</i>	4,01	5,52	4,27	4,75
		n=76	(-1,43) n=58	(-0,26) n=26	(-0,54) n=12
	<i>PD / Aktif (20)</i>	0,93	0,52	1,33	1,20
		n=82	(2,73)*** n=65	(-1,29) n=27	(-0,79) n=12
	<i>PD / Borç (21)</i>	1,80	0,87	3,62	2,68
		n=76	(3,11)*** n=65	(-1,58) n=26	(-1,27) n=12
	<i>Aktif (ln) (22)</i>	19,31	17,34	18,92	20,08
		n=82	(6,24)*** n=65	(0,79) n=27	(-1,14) n=12
	<i>PD (ln) (23)</i>	18,73	16,10	18,54	20,13
		n=82	(7,97)*** n=65	(0,37) n=27	(-3,19)*** n=12
	<i>Satışlar (ln) (24)</i>	18,84	15,04	17,99	19,97
		n=82	(5,55)*** n=65	(1,31) n=27	(-2,70)*** n=12

Not. \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

Tablo 5'te verilen sonuçlar incelendiğinde, zorunlu olarak işlem sırası kapanan şirketlerden oluşan portföyün getirisinin, şirketlerin işlem sırası kapanmadan 45 gün önce BIST-100'den farklılaşmaya başladığı görülmektedir. Söz konusu portföyün alım-satımını yapan bir yatırımcının üç aylık periyotta (CAR[-59,0]), BIST-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.

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 olarak hisse senetlerini fiyatladığı görülmektedir. Zorunlu işleme kapanmanın hisse senedi performansına ve yatırımcıların servetine olan etkisini konu alan 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.



Şekil 5. Zorunlu İşleme Kapanan Şirketlerden Oluşan Portföyün ACAR'ları

**Tablo 5. İşleme Kapanan Şirketlerin Finansal Durum ve Performansı**

<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	***

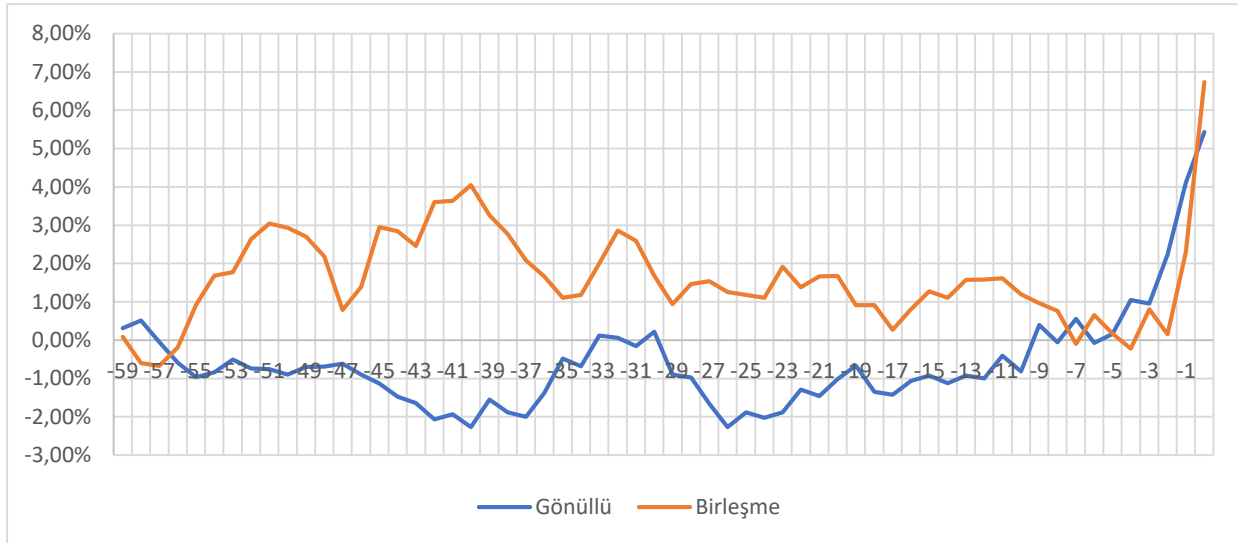
CAR[-59,-5]	-5	-%16,44	0,0405	-4,05	0,00	***
CAR[-59,-4]	-4	-%15,98	0,0416	-3,84	0,00	***
CAR[-59,-3]	-3	-%15,99	0,0439	-3,64	0,00	***
CAR[-59,-2]	-2	-%16,29	0,0434	-3,75	0,00	***
CAR[-59,-1]	-1	-%17,16	0,0444	-3,86	0,00	***
CAR[-59,0]	0	-%17,19	0,0461	-3,73	0,00	***

Not. \*\*\*, \*\*, \* sırasıyla %10, %5 ve %1 anlamlılık düzeylerini göstermektedir.

### **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 6’da görülebilir.

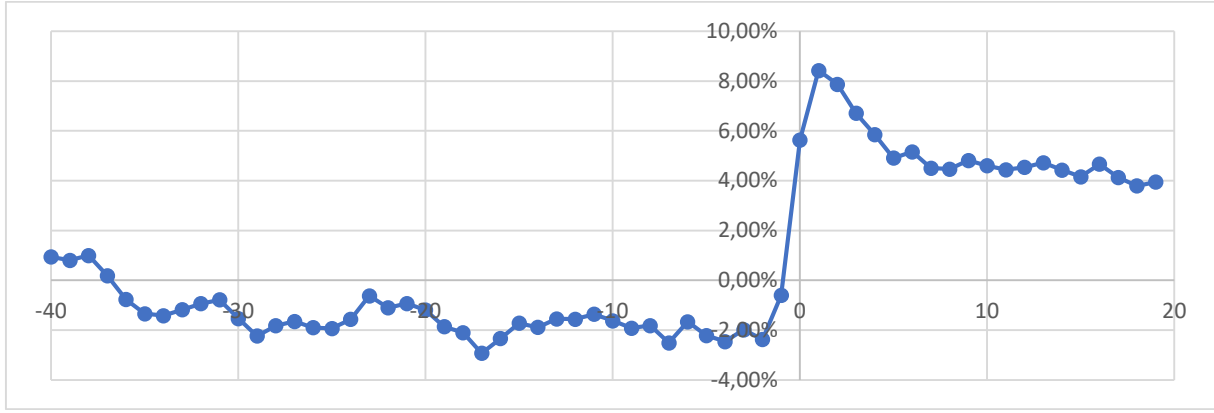
Yapılan istatistiksel testlerde herhangi bir olay penceresinde anlamlı bir bulguya rastlanmamıştır. Portföylere ait getirilerin BIST-100’den farklılaşmadığı görülmektedir. Şekil 6’daki genel görünümde birleşmeye konu olan şirket getirilerinin, gönüllü olarak işleme kapanan şirketlere göre daha iyi performansa 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.



Şekil 6. Birleşme ve Gönüllü Portföylerinin ACAR'ları

### **Birleşmeye ve Gönüllü İşleme Kapanmaya Konu Olan Şirketlerden Oluşan Portföylerin Performansı**

Birleşmeye konu olan şirketlerle özele geçiş işlemi (GPI) 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 7’de görülebilir.



Şekil 7. Satın Alma Öncesi ve Sonrası ACAR'lar

Şekil 7'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. Benzer olay pencereleri için diğer borsalarda görülen (Kaplan, 1989a, 1989b; Rennboog vd.,2007) aşırı getiri farklılığı Borsa İstanbul'da gözlenmemiştir.

### Sonuç

İşleme kapanma, hukuki ve ekonomik bir olaydır. Pay piyasalarında işleme kapanmanın nedenlerini ve ekonomik sonuçlarını Borsa İstanbul kapsamında ortaya koymayı amaçlayan bu çalışmada, işleme kapanmanın hukuki ve ekonomik boyutları ele alınmıştır.

İşleme kapanmanın hukuki boyutuna yönelik olarak Borsa Yönetim Kurulu'nun işleme kapanmaya yönelik olarak aldığı yaptırım kararları analiz edilmiştir. Borsa İstanbul Yönetim Kurulu'nun işleme kapanma kararı için son ana kadar beklediği ve sadece başarısızlığı "kesinleşmiş" olanları borsa pazarları dışına attığı sonucuna ulaşılmıştır. Diğer bir ifadeyle, uygulanan işleme kapanma politikası sebebiyle, Borsa İstanbul pazarları bünyesinde, ödeme aczi içinde olan, temerrüte düşen, hakkında iflas davası açılan, özsermayesini kaybetmiş ve/veya üst üste zarar eden birçok başarısız firmanın bulunmasına izin verilmektedir. İşleme kapanmaya yönelik gereken yaptırımın, geciktirilmeden tutarlı ve şeffaf bir şekilde uygulanması, borsa imajını ve kalitesini artırarak, uzun vadede borsanın gelişmesini sağlar (Serrano, 2013).

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.



Çalışmada işleme kapanmanın ekonomik boyutu da ayrıntılı şekilde ele alınmıştır. Oran analizi sonucunda elde edilen bulgular, istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde, zorunlu işleme kapanmaya konu olan şirketlerin, likiditelerinin zayıf, karlılıklarının az, çalışma etkinliklerinin ise düşük olduğunu göstermektedir. 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. Zorunlu olarak işlem sırası kapanan şirketlerden oluşan portföyün getirisinin, şirketlerin işlem sırası kapanmadan 45 gün önce istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde BIST-100'den farklılaşmaya başladığı görülmektedir. Söz konusu portföyün alım-satımını yapan bir yatırımcının, üç aylık periyotta BIST-100 endeksine göre kaybı %17'dir. Elde edilen bulgular, literatürle uyumludur (Macey vd., 2008; Angel vd., 2008; Çevik ve Aksoy, 2017).

“Gönüllü” ve “Birleşme” portföylere ait getirilerin ise BIST-100'den farklılaşmadığı görülmektedir. Ayrıca ek bir analiz olarak, şirketlerin satın alma duyurusunun yapıldığı tarih, olay günü olarak tanımlanmış ve birleşmeye konu olan şirketlerle, özele geçiş işlemi (GPI) 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 pencereleri için diğer borsalarda görülen ve istatistiksel olarak anlamlı bulunan aşırı getiri farklılığı (Kaplan 1989a, 1989b; Rennboog vd., 2007), Borsa İstanbul'da gözlenmemiştir.

### Kaynakça

- 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.
- Çelik, Ş. (2013). Micro credit risk metrics: a comprehensive review, *Intelligent Systems in Accounting, Finance and Management*, 20(4), 233-272.
- Çevik, Y.E. ve Aksoy, A. (2017). Mali Başarısızlık Nedeniyle Borsa İstanbul'da İşlem Sırası Kapanan Şirketlerin Hisse Senedi Performanslarının İncelenmesi, 21. Finans Sempozyumu, Balıkesir Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 18-21 Ekim 2017, 497-514
- Dahiya, S. and Klapper, L. (2007). Who survives? A cross-country comparison, *Journal of Financial Stability*, 3(3), 261-278.
- 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.
- Doidge, C., Karolyi, G. A., Stulz, R. M. (2017). “The US listing gap”. *Journal of Financial Economics*, 123(3), 464-487.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2004). New lists: Fundamentals and survival rates. *Journal of financial Economics*, 73(2), 229-269.
- Harris, J.H., Panchapagesan, V. and 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.
- 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.
- Lehn, K. and Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions, *The Journal of Finance*, 44(3), 771-787.
- Macey, J., 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.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event studies in economics and finance. *Journal of economic literature*, 35(1), 13-39.
- Martinez, I., & Serve, S. (2017). Reasons for delisting and consequences: A literature review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 31(3), 733-770.
- Mehran, H., & Peristiani, S. (2009). Financial visibility and the decision to go private. *The Review of Financial Studies*, 23(2), 519-547.
- Michelsen, M. and Klein, C. (2011). "Privacy please!" The public to private decision in Germany, *Review of Managerial Science*, 5(1), 49-85.
- Panchapagesan, V., & Werner, I. M. (2004). From pink slips to pink sheets: Market quality around delisting from Nasdaq. Ingrid M., From Pink Slips to Pink Sheets: Market Quality Around Delisting from NASDAQ (March 15, 2004).
- Pour, E. K., & Lasfer, M. (2013). Why do companies delist voluntarily from the stock market?. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 4850-4860.
- 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.
- 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.
- Serrano, A. (2013). Two essays on regulation and transparency (Doctoral dissertation, Rutgers University-Graduate School-Newark).
- 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.
- Tutino, M., Panetta, I. C. and Laghi, E. (2014). Key Factors in Delisting Process in Italy: Empirical Evidence, *GSTF Journal on Business Review (GBR)*, 2(4), 218-223.
- 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.

## EXTENDED SUMMARY

The firm, which has to meet its obligations to be traded together with the IPO, must comply with the relevant rules as long as it is traded. Firms that fail to meet the required obligations can be delisted from the stock market. On the other hand, the company may voluntarily want to leave the stock market, anticipating that it will increase the value of the firm. The concept of delisting refers to the exit or removal of a share from the stock market. The aim of the study is to reveal the reasons and economic consequences of delisting in the share markets on the scale of Borsa Istanbul.

In this study, firstly, delisted firms in Borsa Istanbul markets were examined. In the Borsa Istanbul markets, 133 firms were delisted in the 2000-2018 period. In a similar way to the classification in the literature (Thomsen and Vinten, 2005; Doidge et al., 2007; Dahiya and Klapper, 2007) delisting Borsa İstanbul markets has been classified into three groups as merger, voluntary delisting and involuntary delisting. While 34 of these firms were subject to merger and acquisition, 20 of them left the stock market voluntarily. 79 firms were delisted from Borsa Istanbul with the decision of the Board of Directors of Borsa Istanbul, taking into account the delisting requirements. The resolutions taken by Borsa İstanbul Board of Directors were analyzed by examining which of the firms' listing requirements could not meet. It was concluded that Borsa İstanbul Board of Directors waited until the last moment for the decision to delisting and only the firms whose failures were "confirmed" were delisted. In other words, due to the closure policy applied, the situation that would require delisting is ignored; failed firms are allowed to be included in the stock market even though the delisting conditions are met. Consistent and transparent implementation of the necessary sanction for delisting, without delay, increases the image and quality of the stock market and ensures the development of the stock market in the long run (Serrano, 2013).

In order to present the general view of the delisting in Borsa Istanbul, determinations have been made regarding the "impact on the stock market", "sectoral distribution", "duration of trading" and "IPO years" of the delisted firms. When the number of public offerings and the number of delisting realized at Borsa Istanbul are compared on an annual basis, it can be said that a new period has started with the year 2014. After 2014, the number of annual delisting at Borsa Istanbul exceeded the number of annual IPOs. When the reasons for the delistings were examined, Continental Europe (Thomsen and Vinten, 2005) and the USA (Macey et al., 2008), mergers and voluntary delisting are frequently observed in stock exchanges, while involuntary delistings are observed to be less frequent. On the contrary, in Borsa Istanbul markets, the main reason for delisting (60% of delisted firms) in the 2000-2018 period was involuntary delisting. While there were no firms that wanted to leave the stock market voluntarily in the previous periods, voluntary delisting started to be seen after 2012.

It is observed that the delisted firms mainly concentrated in the "Food", "Holding", "Textile Products", "Banks and Private Finance Institutions" and "Other Manufacturing" sectors. It is observed that firms classified in the merger and acquisition (average 15 years) and voluntary (average 17 years) delisting groups traded longer in the stock market. The trading of approximately 38% of the involuntary delisted firms (9 years on average) were stopped within the first five years after the IPO. While at least 1 out of every 3 IPOs realized in the period of 1990-2000 was delisted; it can be said that approximately 1 out of every 5 IPOs was delisted in the period of 2001-2016.

In the study, the economic dimension of delisting is also discussed in detail. For this purpose, firstly, the changes in delisted firms' financial statements, performances and value were examined. Ratio analysis was used while revealing the financial status and performance of the delisted firms. While performing the ratio analysis, "Involuntary", "Voluntary" and "Merger" groups were formed according to the reasons for delisting. In order to compare and interpret the calculated ratios of the groups, a control group was formed, as Pour and Lafer (2013) did. 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. Voluntary delisting are statistically significant in large-scale firms with high solvency. Based on these findings, it can be said that voluntary delisted firms are more qualified. Considering that there has been an increase in the number of voluntary delisting in recent years, it is important for the development of the stock market to determine the reason behind the request of qualified companies to leave Borsa Istanbul.

The effect of delisting in Borsa Istanbul on the welfare of the owners and the value of the firm was examined with the use of cumulative average abnormal returns (CAR) analysis. The difference between the return of the BIST-100 and the cumulative average abnormal returns calculated for the "Involuntary", "Voluntary" and "Merger" portfolios formed according to the reasons for delisting was tested. The loss of an investor who trades the portfolio is 17% according to the BIST-100 index. The findings obtained are consistent with the literature (Macey et al., 2008; Angel et al., 2008; Çevik & Aksoy, 2017). 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.