



Türkiye’de Firmaların Halka Arzdan Çekilme Nedenleri ve Sonuçları¹

The Reasons And Consequences of IPO Withdrawals in Turkey

İbrahim Emre KARAA

Celal Bayar Üniversitesi
Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu
Muradiye Kampüsü, Manisa, Türkiye
orcid.org/0000-0001-7893-5701
emrekaraa@cbu.edu.tr

Güler AKAKÇE

Celal Bayar Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü
Muradiye Kampüsü, Manisa, Türkiye
orcid.org/0000-0002-4601-8455
guler_akakce_89@hotmail.com

Özet

Firmalar birçok güdü ve nedenlerle halka açılmakta ancak yaşanan olumsuzluklar sebebiyle veya farklı gerekçelerle halka arzdan çekilmektedirler. Halka arzdan çekilme nedenleri, 1991-2013 yılları arasında Borsa İstanbul hisse piyasasından gönüllü olarak çekilen 40 firmada araştırılmıştır. Bulgularımıza göre; (a) firmaların kriz dönemlerinde çekilme sıklığı artmaktadır (b) tecrübeli firmaların çekilme sonrası yeniden başvurma olasılığı yüksektir (c) başarılı aracı kurumlar, çekilme sonrasında yeniden halka arzı cesaretlendirmektedir. Ayrıca (d) çekilme nedenleri ile firmaların yaşı arasında (e) çekilmeler ile satış yöntemi arasında (f) ihraç nedenleri ile halka arz yöntemi arasında ilişki olduğu belirlenmiştir.

Anahtar Kelimeler: Halka arz, Halka Arzdan Çekilme, Aracı kurumlar, Halka arz yöntemi, Hisse Satış Yöntemi

Abstract

Firms go to public with several incentives and objectives however they withdraw public offerings with different reasons. In 1991-2013, the reasons of delisting volunteer withdrawals are investigated in 40 firms in Borsa Istanbul stock exchange. Our findings are; (a) firms mostly withdraw in economic crisis periods (b) the probability of resubmission is highly probable for firms with experience (c) successful underwriters encourage resubmissions. Moreover, there is a relationship between (d) withdrawal reasons and firm's age, (e) withdrawals and selling procedure, (f) withdrawal reasons and public offerings methodology.

Keywords: *Public Offerings, Withdrawals, Underwriters, Public Offerings Methodology, Delisting*

¹ Bu makale İbrahim Emre Karaa danışmanlığında Güler Akakçe tarafından hazırlanan Yüksek Lisans tezinden üretilmiştir.

1. Giriş

Halka açılmak yoluyla hisselerin halka arzı kararı, bir firmanın hayatındaki en önemli kararlardan biridir. Halka açık hale gelen bir firmanın piyasa ile ilişkisi, ihtiyaç duyulan fon sağlandığında kesilmemekte, aksine birçok yükümlülükle birlikte devam etmektedir. Firmanın değerinin piyasada belirleniyor olması ve sürekli enformasyon yükümlülüğü firmanın hiçbir hissesi piyasada işlem görmeyinceye kadar devam eder. Firma yönetimlerinin halka açılma tercihi kararları; bilinirlik, kredibilite artışı, ağırlıklı ortalama sermaye maliyetinin düşürülmesi gibi farklı güdülerle alınabilmektedir. Firmaların halka açılması, genellikle hisselerinin halka arzı yoluyla gerçekleşir. Hisselerin halka arz edilmesinde farklı arz ve satış yöntemleri tercih edilebilmektedir.

Firmaların halka açılma güdülleri, hisselerinin halka arzı, halka arz süreci, yöntemleri ve özellikle halka arzdan sonrasında hisselerin ilk gün, kısa-orta ve uzun vadedeki performansları literatürde sıklıkla görülen çalışmalardır. Türkiye’de halka arz, diğer menkul kıymetlerin arzından çok hisselerin halka arzını çağrıştırmaktadır. Bilebildiğimiz kadarıyla Türkiye’de firmaların halka arzdan çekilmeleri konusu dikkat çekmemiştir ve taramalar esnasında da başka menkul kıymetlerin arzından çekilmelere rastlanmamıştır. Diğer menkul kıymetlerden özellikle tahvil gibi faiz oranlarına dayalı menkul kıymetlerin firmalar tarafında rağbet görmemesi, Türkiye’de faiz ve enflasyon oranlarının yüksekliği (Yörük ve Ban, 2003, s.105), firmaların sermaye yapılarının ve finansal olanaklarının yetersizliği (Akgemci, 2001; Yaşar ve Topçu, 2008) ile açıklanmaktadır.

Firmaların halka arzdan çekilerek halka kapalı (özel) hale gelme kararları başka bir deyişle çekilme kararları, en az açılma kararları kadar önemlidir. Dolayısıyla Türkiye’deki firmaların birincil ve ikincil halka arzlarında, özsermaye finansmanından vazgeçmesi, diğer bir ifadeyle halka arzdan çekilme nedenleri ve etkileyen faktörlerin firmalara doğrudan sorularak belirlenmesi değerli olacaktır. Halka arzdan çekilmeler, hisselerin tamamının piyasadaki geri alınarak yeniden firmanın kapalı hale gelmesiyle ya da borsa kotundan çıkartılması şeklinde gerçekleşen zorunlu çekilmelerle veya geçici olarak halka arzın ertelenmesiyle gerçekleşir. Zorunlu çekilmelerde firmaların karar üzerinde bir etkisi yoktur, hukukî olarak veya tek taraflı düzenleyici kurum kararlarıyla gerçekleşmektedir, dolayısıyla firmalarda çekilmeler gönüllü olarak firmanın kapalı hale gelmesi ve halka arzı erteleme ile değerlendirilmelidir.

Araştırmanın amacı, Türkiye’de halka arzdan çekilen firmalarda, çekilme nedenlerini, çekilmeyi etkileyen faktörler ve olgularla birlikte araştırmak, faktörler arası ilişkileri belirlemektir. Firmaların halka arzdan çekilme kararları; genel ekonomik şartlar ve piyasa şartlarının uygunluğu, aracı kurumun rolü gibi çevresel faktörlerden etkilenmektedir. Çevresel faktörlerin yanı sıra, firmanın tutumları örneğin; başarılı geri dönüş ihtimalinin değerlendirilmesi, çekilme sonrası örgütsel yeniden yapılandırma (restructurings) olguları da kararları etkilemektedir. Ayrıca, firmaların halka açılma güdülleri, ortaklık yapısı, kullandığı finansman kaynakları, kısa-orta-uzun vadeli planlamaları, tecrübesi de alacağı kararları etkileyeceği değerlendirildiği çekilme kararları üzerindeki etkileri araştırılmıştır.

2. İlgili Literatür

Firmaların halka arzdan çekilmeleri, ilk halka arzdan ve ikincil arzlardan çekilmeyi kapsar, bazen tamamen vazgeçme, bazen de geçici olarak erteleme şeklinde gerçekleşir. Firmaların halka arzdan çekilmesi; (a) olumsuz ekonomik koşullar ve (b)

piyasa şartları ve zamanlaması (c) istenilen talebin bulunamaması (d) hisse fiyatının düşük değerlendirilmesi, (e) erteleyerek daha başarılı olma ihtimali, (f) ihraç maliyetleri, (g) Birleşme ve Devralınma ihtimali gibi birçok farklı nedene dayandığı belirlenmiştir.

Halka arz literatürünü tarayan Ritter ve Welch (2002), firmaların halka arza gitme kararlarını etkileyen en önemli faktörün piyasa koşulları olduğunu belirlemişlerdir. Dünyanın ve ülke ekonomilerinin iyi seyrettiği, piyasaların canlı olduğu dönemlerde halka arz başvurularında artışlar görülmektedir. Benzer şekilde, halka arzdan çekilmeler için aynı mantıksal çıkarım yapılırsa; ekonominin durgunlaştığı, piyasalarda göstergelerin kötüleştiği zamanlarda da halka arzlar büyük ölçüde gerçekleştirilmemekte ve çekilmeler görülmektedir. Ekonomiler iyiye giderken yatırımcılar firma ve piyasalar hakkında iyimserdirler, dolayısıyla gelecekte daha yüksek nakit akımları ve kârlılıklar beklerler. Bu beklentilerin rasyonalite sınırlarını aşarak hisse fiyatlarının aşırı değerlendirildiği dahi görülebilmektedir (Karaa, 2016).

Piyasa şartları, sıcak ve soğuk piyasalar olarak değerlendirilmektedir (geniş bir değerlendirme için bkz. Ibbotson ve Jaffe, 1975 ve Ritter, 1984). Firmalar sıcak bir piyasa ortamında yani piyasada fiyatlar yüksekken ihraç etmeyi düşündükleri hisselerin daha iyi fiyatlanabileceğini değerlendirirler, buna karşın soğuk bir piyasa ortamında ise firmaların genellikle durumun geçici olduğunu düşünerek halka arzdan çekildikleri veya erteledikleri görülmektedir. Olumsuz piyasa koşullarına ek olarak düşük getiriler de çekilmelere etki etmektedir (Mikkelson ve Partch, 1988). Pastor ve Veronesi'ye (2005) göre, firma sahipleri uygun koşullar oluşana kadar bekleyeceklerdir.

Helwege ve Liang (2004), konuyu soğuk ve sıcak halka arz dönemleri olarak ele almakta ve sıcak halka arz dönemlerinde, çekilme olasılığını çok az olarak değerlendirmektedir. Davranışsal finans çalışmalarında yatırımcıların sıcak-soğuk piyasa şartları altında sadece firmaların sektörü, kalitesi ve firmanın amaçlarına göre davranmadıkları hatta, yatırımcıların irrasyonel davranışlarının suiistimal edildiği ileri sürülmektedir. Helwege ve Liang'ın çalışmasında irrasyonel davranışlar sınanmış ve piyasada belirli sektörlere yoğunlaştığı, sıcak piyasa şartlarında birçok sektörde halka arzların artış gösterdiği ve büyüme beklentilerinin de paralel olarak yükseldiği belirlenmiştir.

Firmalar, piyasada ya da büyük yatırımcılarla görüşmelerinde kendi biçtikleri değeri piyasada bulamadıklarında da halka arzdan çekilmektedirler. Busaba, vd. (2001), firmanın kendisine biçtiği hisse değerinin, yatırımcıların yaptığı değerlemenin çok altında kalması durumunda çekilmelerin görüldüğünü belirtmektedir. Firmaların müzakere ve pazarlıklar esnasında vazgeçtikleri tutara “masa üzerinde bırakılan para”(money left on the table) denmektedir (Madura, 2014, s. 235) ve firma bu tutarın olabildiğince az olmasını hedeflemesine rağmen ortaya çıkan tutarlar çok düşük kalabilmektedir. Düşük değerlendirme olgusu, ülkelerin gelişmişlik durumuna göre de farklılaşabilmekte, gelişkin ülkelerdeki firmaların, gelişmekte olanlara göre daha düşük fiyatlandığı görülebilmektedir (Loughran, vd., 1994). Düşük fiyatlama, aracı kurumlar açısından yasal yükleniciliğin prestiji riskine bir karşılık olarak da değerlendirilebilmektedir (Booth ve Smith, 1986; Tinic, 1988). Masson (2011), firmaların teklif ettikleri fiyatın çok yüksek bulunması halinde satışın zorlaştığını belirtmekte, teklif edilen tutarlar yükseldikçe halka arzdan çekilme olasılığının arttığını ileri sürmektedir. Busaba, vd. (2001), yatırımcıların firmaların halka arzdan çekilebileceklerine yüksek ihtimal verdiklerinde, düşük fiyatlamaların daha az olduğunu

bulgulamışlardır ancak bu ihtimali değerlendiren firmalara yatırımcıların ilgilerini yitirebilecekleri de ayrıca düşünülmelidir.

Düşük fiyatlamanın bir diğer sebebi asimetrik enformasyon problemidir. Firmanın sahipleri ile yatırımcılar arasında doğal bir bilgi farklılığı vardır, bu yüzden yatırımcılar firmanın geçmişte nasıl yönetildiği ve gelecekte nasıl yönetileceği, yürütülen ve yürütülecek faaliyetler ve projeler ile ilgili yeterince kanaat oluşturamayabilirler. Genç ve tecrübesiz firmalarda bilgi asimetrisi çok daha fazladır, dolayısıyla çekilme ihtimalleri de yüksek değerlendirilmektedir (Ritter, 1987). Halka arz sürecinde firma hakkında çıkan olumsuz bir haber kısıtlı bilgi sahibi yatırımcıların değerlendirmelerine olumsuz katkı yapacağından de firmanın çekilme ihtimalini arttırmaktadır (Welch, 1992). Benveniste ve Spindt (1989), asimetrik bilgi düzeyi arttıkça, hisse değerinin de belirsizleştiği sonucuna ulaşmışlardır. Firmalar asimetrik enformasyonu azaltmak gayesiyle şayet halka arzdan önceki yıllarda defter ve piyasa değerlerindeki artışları gösterebilirlerse, halka arzın tamamlanabilme olasılığı artacaktır (Dunbar ve Foerster, 2008).

Diğer yandan çekilme firma açısından mutlak bir başarısızlık anlamına gelmeyecektir. Daha uygun koşulların oluşması beklentisi, bir çekilme gerekçesi olabilmektedir. Böylelikle firma ileride daha başarılı bir halka arz gerçekleştirebileceğini ummaktadır. Ancak, Lian (2009), ilk halka arzdan çekilen firmaların ikinci defa halka arza teşebbüs ettiklerinde benzeri firmalara göre çok daha fazla fiyatta indirim yapmak zorunda olduklarını bulgulamıştır. Bu durum, ilk teşebbüsün ortaya çıkardığı negatif bilginin kompanse edildiğini gösterir. Bir diğer bulgu da uzun vadede ilk defada halka arzı başaranlarla ikincide başaranların fiyat performanslarında büyük farklar oluşmamakta olduğudur. Masson (2011), uzun dönemde düşük fiyatlama olgusunun daha önce halka arzdan çekilmiş olmakla ilişkili olmadığını, ilk halka arzda başarılı olmanın da ikincil arzlarda başarılı kılmadığını belirlemiştir. Hatta daha önce ilk halka arzdan çekilmiş olan firmaların ikincil arzı duyurularıyla negatif getirileri, diğerlerine göre daha düşük olabilmıştır.

Brau (2012), firmaların halka açılma güdülerini detaylı olarak değerlendirmekte; büyüme ve genişleme fırsatları, piyasa zamanlaması, borç kapasitesinin dolması, tanınırlığın artmasının halka arzın temel güdülerinde yer vermektedir. Firmaların halka arza gitme gerekçeleri içinde sayılan birleşme ve devralmaların önünün açılması, aynı zamanda çekilmenin nedeni de olabilmektedir. Bir yandan halka kapalı firmalar, halka arza gittiklerinde firma tanınacak ve potansiyel müşterilerin dikkatleri çekilebilecektir. Aynı zamanda halka arz, fiyatın belirlenmesi konusunda da bir nirengi noktası olacaktır. Buna karşın Boeh ve Dunbar (2013), birleşme ya da devralınma ihtimali yüksek olan firmaların çekilme ihtimalinin de yüksek olduğunu değerlendirmektedir. Birbirine zıt gibi görünen durum aslında tam bir karşıtlık durumu değildir. Firma halka arza başvurarak diğer firmaların ya da potansiyel yatırımcıların ilgisini çekmeyi başarabilir. Bu noktadan itibaren yatırımcıların tavrı, halka açılmadan hisseleri satın alarak firmanın halka kapalı kalmasını sağlamak şeklinde ortaya çıkabilir. Birleşen ya da devralan firmaların tercihlerini firmanın kapalı kalmasından yana kullanmalarının sebebi, ortaklık yapısının sulandırılmasının önüne geçmek, SPK hükümlerine tabi olmanın ve halka arzın getireceği maliyetlerden kaçınmak olabilecektir. Halka arzın firmalara yarattığı ve gelecekte yaratacağı maliyetler yine çekilmelerin açıklanmasında kullanılmaktadır. Firmanın yeterli olmayan bir aktif

büyüklüğü (Dunbar ve Foerster, 2008) ve ihraç edeceği menkul kıymetlerin tutarı çok düşük kaldığında halka arz maliyetleri bir çekilme nedeni olabilecektir

Halka arzdan çekilmeyi etkileyen firmanın yaşı, sektörü, fonların kullanım amacı, aracı kurumlara dair birçok faktör söz konusudur. Esasen firmanın yaşı faktörü öncelikle asimetrik enformasyon problemi ile ilgilidir ve Ritter (1987) genç firmaların çekilme olasılığını yüksek değerlendirmektedir. Yaş faktörünün halka arzdan çekilme ile ilişkili olduğu Freeman, vd. (1983), Brau ve Fawcett (2006) çalışmalarında da görülmektedir. İkincil piyasada da firmanın bilinirliğinin az oluşu, fiyatlar üzerinde belirsizlik yaratacağı için yatırımcıların, borsa yöneticilerinin ve analistlerin çekinceleri olacaktır. Yetersiz bilgi hisse volatilitesini artıracaktır.

Firmanın faaliyet gösterdiği sektörün de halka arzdan çekilme ile ilişkisi vardır. Sektöre ilişkin hükümetlerin alacakları ve/veya aldıkları kararlar satışları dolayısıyla nakit akımlarını etkileyebilecek türden olması, uluslararası rekabette avantajlı/dezavantajlı konuma gelmesi halka arz kararını etkileyecek türden olgulardır. Sektördeki istikrarsızlıklar, kısa ve uzun dönemdeki hedeflerin tutturulmasını güçleştireceği için düşük fiyatlanmaktansa, başarısız bir halka arz girişimindense halka arzdan çekilme değerlendirilecektir (bkz. Ünlü ve Ersoy, 2013).

Aracı kurumlar, halka arzda yüklenici olurlar ve başarıları halka arz edilen kısmın tamamen, zamanında satışının hızla sağlanması ile belirlenmektedir. Busaba, vd. (2001), halka arzdan çekilmiş firmaların ölçekleri ve kârlılıkları diğer firmalara göre fark etmeksizin, daha önce başarılı olmuş yüklenicilerle çalıştıklarını belirtmektedir. Bunun yanı sıra, halka arzdan çekilmede etkili faktörleri; borç kaldırıcı, elde edilen fonları kullanma amaçları, halka arzın büyüklüğü, gelirleri, girişim sermayesi ortaklığı durumu, Nasdaq getirileri ve halka arz faaliyetleri olarak bulgulamıştır. Benveniste, vd. (2002), geliştirdikleri modelde, aracı kurumların koordinasyon problemini çözebileceklerini ve halka açılma kararlarının değerlendirilmesinin en iyi yatırım bankalarınca yapılabileceğini belirtmektedirler. Böylelikle de halka arzın ilk getirilerindeki değişimleri ve belli zaman ve sektörlerdeki yığılmaları açıklayabileceklerini ileri sürmektedirler.

Busaba, vd. (2001), elde edilen fonların kullanımının halka arzdan çekilmelerle olan ilgisini, kurdukları modelde firmanın amacı borçları ödemek olduğunda çekilme ihtimalinin artması ile göstermektedirler. Autore, vd. (2009), fonları kullanım amacını sermaye yapısını değiştirmek veya genel şirket amaçlarına harcamak şeklinde belirleyen firmaların, takip eden 3 yılda çok kötü performans gösterdiğini buna karşın amacını yatırım olarak belirlemiş olan firmaların en küçük bile düşük performansı olmadığını bulgulamıştır.

3. Metodoloji

Araştırma, bir tarama çalışmasıdır. Halka arzdan çekilen firmaların çekilme nedenleri, çekilmeye ilişkin faktörlerin etkileri ve faktörler arası ilişkiler hazırlanan anket kullanılarak araştırılmıştır. Anket soruları, Robert M. Bishop'ın 1990'da yayınlanan "Consolidated Sri Lanka Securities Regulations" kitabındaki "Securities Council Delisting Questionnaire" bölümünde yer alan sorulardan yararlanılarak ve literatürde yapılmış çalışmalarda ulaşılan çekilme ihtimalini etkileyen faktörler göz önünde bulundurularak hazırlanmıştır. Anket, 27 sorudan ibarettir. Türkiye'de halka arzdan çekilen firmalara uygulanan bir ankete rastlanmamıştır.

1991-2013 yılları arasında hisse piyasasından çekilen 120 firmada belirlenmiştir. Bu firmalardan 20 tanesi TMSF el koyduğu için, zorunlu çekilme yaşamıştır, 10 firma ise el değiştirdiği için kapsam dışında kalmıştır. Kalan 90 firmayla irtibata geçilmiş ancak 40 tanesinden geri dönüş alınabilmiştir (Geri dönüş oranı: %44). Toplanan veriler IBM SPSS Statistics 21 paket programına işlenerek, çapraz tablolar, Ki-kare testleri ve Man-Whitney U testi ile analiz edilmiştir.

Çapraz tablolar, iki değişken arasındaki ilişkiyi analiz etmek için kullanılan, her değişkenin kategorilerinin kesişimlerini değerlendirme olanağı sağlar (Eymen, 2007). Ki-kare testleri gözlenen frekansların, kuramsal sonuçlarla uyumunu araştırmaya yarar ve ölçümlenen değişkenler arası ilişkinin anlamlılığını ortaya koyar. Gözlenen frekansların kuramsal sonuçlara yakınlığı gözlemlendiğinde, değişkenler arasındaki ilişkinin zayıf olduğuna ve değişkenlerin bağımsız olduğuna hükmedilir (Aziz, 2008). Mann-Whitney U testleri ise, iki bağımsız grup için elde edilen sonuçların anlamlı bir şekilde farklılık gösterip göstermediğini belirlemek için kullanılmaktadır (Kalaycı, 2008).

Tarama sonuçlarının yanı sıra, araştırmada 23 soruya cevap aranmaktadır. Araştırma soruları hipotezleştirilerek test edilmiştir ve EK:1’de yer almaktadır.

4. Bulgular

Anketlerden elde edilen firmalar hakkındaki genel bilgilerin halka arzdan çekilmeleri açıklamada kullanılabileceği düşünülerek Tablo 1 hazırlanmıştır. Firmaların kuruluş ve halka arzdan çekilme tarihlerini gösterir tablo EK:2’de yer almaktadır. Firmaların çekilme tarihleri incelendiğinde ekonomik kriz ortamlarında çekilmelerin arttığı görülebilecektir ki bu bulgu Helwege ve Liang’ın (2004) bulgularını desteklemektedir.

Tablo 1. Firmalara Ait Genel Bilgiler

<u>Genel</u>	<u>(n)</u>	<u>%</u>	<u>Geçerli %</u>	
Ortaklık Yapısı	Aile Şirketi	15	37.5	38.5
	Aile Şirketi değil	24	60	61.5
	Toplam	39	97.5	100
Finansal Planlama	Uzun Vadeli Planlama	16	40	42.1
	Orta Vadeli Planlama	11	27.5	28.9
	Kısa Vadeli Planlama	11	27.5	28.9
	Toplam	38	95	100
Finansman Kaynakları	Sermaye Piyasası	21	52.5	52.5
	Özsermaye	10	25	25
	Finansal Kurumlar	9	22.5	22.5
	Toplam	40	100	100
Borsa Kotasyonu	Kote	10	25	30.3
	Kote değil	23	57.5	69.7
	Toplam	33	82.5	100

Ortaklık yapıları değerlendirilirken ortak sayısı, pay oranları, hisse türlerine göre dağılımlar kullanılabildiği gibi, aile şirketi olma durumları da genellikle ortakların soyadlarından ya da doğrudan sorularak izlenebilir. Aile şirketi olmanın getirdiği özel durumlar olduğu için araştırmalarda aile şirketi oluş konusu değerlendirilmektedir. Nitekim; aile şirketlerinin yönetim hâkimiyetini kaybedecekleri endişesiyle halka arzdan çekindikleri bilinmektedir. Halka arza başvurduktan sonra çekilmenin firmaların aile şirketi olmasıyla ilgili olmadığı düşünülmektedir çünkü bu konu başvurudan önce değerlendirilmiş olmalıdır. Halka arza başvurunun orta ve uzun dönemli planlamanın

bir ürünü olduğunu söylemek mümkündür (%71). Firmaların %52.5'i hisse ihraç ederek finansman sağlamıştır ancak, borsaya kote kalan ancak %25'idir. Hisse ihracının ve satışının bilinmemesi, piyasalarda tecrübesizlik halka arzdan çekilmeyi açıklamamaktadır.

Halka Arz Kararı

Halka arzdan çekilen firmalara niçin halka arza gittikleri doğrudan sorulmuş, birden fazla seçim değil en önemli tek bir neden belirlemeleri istenmiştir. Halka arz için hangi yöntemi seçtikleri ve satış yöntemi de Tablo 2'de görülmektedir.

Tablo 2. Halka Arz Kararları

Halka Arz Motivasyonu/Halka Arz Yöntemi/ Satış Yöntemi	n	%	Geçerli %	
Halka Arz Motivasyonu	Finansman ve likidite sağlamak	13	32.5	34
	Yurt içi ve yurt dışında tanınmak (prestij)	7	17.5	29.2
	Kurumsallaşmayı ve kredibilitiyi artırmak	17	42.5	37.1
	Toplam	37	93	100
Halka Arz Yöntemi	Mevcut payların satışı yoluyla halka arz	11	27.5	30
	Sermaye artırımını yoluyla halka arz	14	35	37.8
	Karma yöntem	12	30	32.4
	Toplam	37	92.5	100
Satış Yöntemi	Sabit fiyatla talep toplama yöntemi	19	47.5	55.9
	Fiyat teklifi alma yöntemiyle talep toplama yöntemi	6	15	17.6
	Fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemi	3	7.5	8.8
	Doğrudan halka satış yöntemi	6	15	17.6
	Toplam	34	85	100
Fonların Kullanım Amacı	Borçlarını geri ödemek	5	12.5	19.2
	İşlerini genişletmek	21	52.5	80.8
	Toplam	26	65	100

Halka arz kararlarına kaynaklık eden güdüler değerlendirilmiştir. Buna göre halka arz kararının temel motivasyonu, kredibilitenin artmasıdır (%42.5). Bu bilgi fonların kullanım amacıyla birleştirildiğinde, işlerin genişletilmesi (%52.5) ile en yüksek düzeydedir. Firmaların elde edecekleri fonları işlerin genişletilmesi için kullanırken, bir yandan da borçlanmalara gideceğini düşünerek kredibilitelerini konu edindiği düşünülebilir. Bu bulgu, halka arzdan sonra dahi borçlanmaların istikrarlı olarak devam ettiğini ileri süren Lemmon, vd. (2008) çalışmasındaki bulguya paralel şekilde bir niyet

göstergesi kabul edilebilir. Borçlarını ödeme amacı güden firmaların çok az oluşu, firmaların borç düzeylerinin düşürülmesi amacı taşımadıklarını ve sermaye yapısını borçtan özsermayeye değiştirmek olmadığını gösterebilir. Kredibilitenin artırılması gayesi de bunu doğrular niteliktedir.

Halka arz yöntemlerinden karma yöntem ve sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemleri ağırlıklı olarak mevcut payların satışına tercih edilmiştir. Halka arz yöntemi de firmanın niyetlerini ortaya koyması bakımından önemlidir. Firmaların sermaye artırmaya çalışmaları, işleri genişletmek amacıyla örtüşmektedir. Yüklenicilerin gerektiğine firma yetkililerini de yanlarına alarak kurumsal yatırımcılara firmayı tanıtmaya ve büyük payları pazarlamaya çalışmalarına “road show” adı verilmektedir (Madura, 2014, s.255) Sabit fiyatla talep toplama ve halka doğrudan satış yöntemleri, firmaların büyük yatırımcıları çok hedeflememiş olduğunu, müzakereden uzak bir yaklaşım sergilediklerini, “road show” ve benzeri uygulamaların yapılmadığını düşündürmektedir.

Halka Arzdan Çekilme Nedenleri ve Faktörleri

Halka arzdan çekilme nedenleri ve ilgili faktörler ayrıca tablolaştırılmıştır.

Tablo 3. Halka Arzdan Çekilme Nedenleri

Halka Arzdan Çekilme Nedenleri	(n)	(%)	Geçerli %
Halka arzın maliyetli olması ve daha cazip finansman kaynağının bulunması	7	17.5	24.1
Borsadaki ve ekonomideki genel durum	12	30	39.3
Hisse senetlerinin düşük değerleneceği endişesi	10	25	36.6
Toplam	29	72.5	100
Başarılı geri dönüş ihtimalinin çekilme kararı üzerinde etkisi			
Etkili	11	27.5	57.9
Etkisiz	8	20	42.1
Toplam	19	47.5	100
Aracı Kurum (Yüklenici) başarısı			
Başarılı	11	27.5	42.5
Başarısız	15	37.5	57.7
Toplam	26	65	100
Teklif fiyatının çekilmeye etkisi			
Etkilidir	6	15	22
Etkili değildir	21	52.5	77.8
Toplam	27	67.5	100

Başarılı dönüş ihtimalinin varlığı, araştırmanın yürütüldüğü firmaların %57.9’u tarafından çekilme nedeni olarak değerlendirilmektedir. Halka arzdan çekilen firmaların büyük çoğunluğu çalıştıkları aracı kurumu başarısız bulmaktadır. Firmaların hisseler için teklif etmiş olduğu fiyat, bir çekilme nedeni olarak görülmemektedir.

Analizler

Tüm araştırma soruları için oluşturulan hipotezler test edilmiş sonuçları tablo halinde EK1’de sunulmuştur. Pearson Ki-kare ve Mann-Whitney U testleri ile sınanmaları sonucunda anlamlı sonuç veren dört hipotez detaylı olarak ikili tablolarla ve test sonuçlarıyla metin içinde değerlendirilmiştir.

Firmaların halka arz motivasyonları; finansman ve likidite sağlamak ve diğer nedenler ise kredibilitenin artırılması, tanınırlık ve prestijin artırılması vb. gibi güdülerdir.

Tablo 4. Halka arz motivasyonları ve halka arz yöntemleri arasındaki ilişki

		<i>Mevcut Payların Satışı</i>	<i>Sermaye Artırımı</i>	<i>Karma</i>	<i>Toplam</i>
<i>Finansman ve Likidite Sağlamak</i>	n	4	8	1	13
	9. Soru İçinde %	30.8	61.5	7.7	100
	4. Soru İçinde %	36.4	61.5	9	37.1
<i>Finansman dışı nedenler</i>	n	7	5	10	22
	9. Soru İçinde %	31.8	23	46	100
	4. Soru İçinde %	63.6	38.5	90.7	62.9
Toplam		11	13	11	35
		<i>Değer</i>	<i>Sd</i>	<i>p değeri</i>	
Pearson Ki-Kare		7.024	2	0.3	
Olasılık Oranı		7.734	2	0.21	
Doğrusal Birleşme		1.702	1	0.192	

3 Hücrenin (%50) beklenen değeri 5’in altında. Minimum beklenen değer ise 4,09.

Finansman ve likidite sağlamak amacıyla hisse senedi ihraç edenlerin %30,8’i mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini tercih ederken, %61,5’i sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanmakta ve bir firma da karma yöntemi kullanmaktadır. Firmaların finansman ve likidite sağlamak amacıyla hisse senedi ihraç edenlerin daha çok sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini tercih ettiğini söylemek mümkündür. Hisse senedi ihraç etme nedeni prestij, kurumsallaşma veya kredibilitayı arttırmak gibi finansman dışı amaçları olan firmaların %31,8’i mevcut payların satışı yoluyla halka arz yöntemini kullanırken, %22,7’si sermaye artırımı yoluyla halka arz yöntemini kullanmakta ve %45,5’i de karma yöntemi kullanmaktadır. Firmalardan finansman dışı nedenlerle hisse senedi ihraç eden firmaların çoğunun karma yöntemi tercih ettiği görülmektedir.

Ki-Kare analizi sonuçlarına gözlenen değer (7,024) beklenen değerden (4,09) büyük olduğu görülmektedir. Değişkenler arasındaki ilişkiyi gösteren p-değeri (0,03) olarak hesaplanmıştır ve (0,05)’den küçük olduğundan %95 güvenlilik düzeyinde firmanın hisse senedi ihraç etme nedeni ile kullandığı halka arz yöntemi arasında anlamlı bir ilişki olduğunu söylenebilir.

Tablo 5. Halka arzdan çekilme nedenleri ve satış yöntemleri ilişkisi

		<i>Yüksek Maliyet</i>	<i>Düşük Değerlenme</i>	<i>Toplam</i>
	n	2	14	16
<i>Sabit fiyat</i>	5. Soru İçinde %	12.5	87.5	100
	16. Soru İçinde %	28.6	70	27.6
	n	1	3	4
<i>Fiyat teklifi alma</i>	5. Soru İçinde %	25	75	100
	16. Soru İçinde %	14.3	15	14.8
	n	3	0	3
<i>Fiyat aralığı</i>	5. Soru İçinde %	100	0	100
	16. Soru İçinde %	42.9	0	11.1
	n	1	3	4
<i>Halka satış</i>	5. Soru İçinde %	25.9	75	100
	16. Soru İçinde %	100	15	14.8
	Toplam	7	20	27
		Değer	Sd	p değeri
	Pearson Ki-Kare	10.077	3	0.018
	Olasılık Oranı	9.849	3	0.02
	Doğrusal Birleşme	2.716	1	0.099

7 Hücresinin (%87.5) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değeri 0.78

Firmalardan sabit fiyatla talep toplama yöntemini tercih edenlerin %87,5'i; fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemini tercih edenlerin %75'i ve doğrudan halka satış yöntemini tercih edenlerin %75'i borsada belirlenecek hisse fiyatının gerçek değeri yansıtmayacağı endişesiyle halka arzdan çekilmiştir. Fiyat aralığı yoluyla talep toplama yöntemini kullanan 3 firmanın tamamı halka arzın maliyetli olması ve daha cazip finansman kaynağı bulmaları sebebiyle halka arzdan çekilmiştir.

Ki-kare analizi sonuçlarını incelediğimizde gözlenen değer (10.077) beklenen değerden (0.78) büyük olduğunu görmekteyiz. Firmanın halka arzda kullandığı satış yöntemi ile halka arzdan çekilme nedeni arasındaki ilişkiyi gösteren p-değeri (0.018) olarak bulunmuş ve bu değer (0.05)'den küçüktür, dolayısıyla %95 güvenilirlik düzeyinde firmaların halka arzda kullandıkları satış yöntemi ile çekilme nedenleri arasında anlamlı bir ilişki bulgulanmıştır.

Tablo 6. Aracı Kurum başarısı ile tekrar yapılan başvuru başarısı ilişkisi

	n	Aracı kurum	Aracı kurum	Toplam	
		başarılı	başarısız		
		3	4	7	
<i>Tekrar başvuruda başarı</i>	20. Soru İçinde %	42.9	66.7	77.8	
	25. Soru içinde %	100	66.7	77.8	
		0	2	2	
<i>Tekrar başvuruda başarısızlık</i>	20. Soru İçinde %	0	100	100	
	25. Soru içinde %	0	33.3	22.2	
	Toplam	3	6	9	
		Değer	Sd	p değeri	
		Pearson Ki-Kare	1.286	1	0.0257
		Olasılık Oranı	1.897	1	0.0168
		Doğrusal Birleşme	1.143	1	0.0285

4 Hücrenin (%100) beklenen değeri 5'in altında. Minimum beklenen değer ise 0.67

Çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olan 7 firmanın %42,9'u halka arz sürecinde yer alan aracı kurumun başarılı olduğunu ifade ederken, %57,1'i halka arz sürecinde yer alan aracı kurumun başarılı olamadığını belirtmiştir. Çekilme sonrası yaptığı halka arz başvurusunda başarılı olamayan 2 firmanın tamamı halka arz sürecinde yer alan aracı kurumun başarılı olamadığını ifade etmiştir.

Ki-kare analizi sonuçlarına göre; gözlenen değer (1,286) beklenen değerden büyük olarak bulunmuştur. p-değeri (0,0257) olarak bulunmuş ve (0,05)'ten küçük olduğundan bu iki değişken arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Halka arz sürecinde yer alan aracı kurumun başarısı ile firmaların çekilme sonrası yaptığı halka arzdeki başarısı arasında %95 güvenilirlik düzeyinde anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır

Firmaların yaşı ile çekildikten sonra tekrar halka arza başvurma durumları arasındaki ilişki Mann-Whitney U ile test edilmiştir.

Tablo 7. Firmaların yaşı ve tekrar halka arza başvuruları ilişkisi

Grup	n	Sıra Ortalaması	Sıra Toplamı	U	P
<i>Halka Arzdan Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arza Başvurmuştur</i>	13	19.46	223	46	0,0011
<i>Halka Arzdan Çekildikten Sonra Tekrar Halka Arza Başvurmamıştır</i>	16	11.38	182		

Sonuçlar değerlendirildiğinde p-değeri (0.011) olarak bulunmuştur ve (0,05)'in altında olduğu için değişkenler arasında anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Daha eski ve tecrübeli firmaların çekilmeden sonra tekrar halka arza başvurma ihtimalinin daha yüksek olduğunu söylemek mümkündür.

5. Sonuç ve Tartışma

Firmalar, birbirinden çok farklı güdülerle halka açılmak isterler ancak bir kısmı süreci tamamlamadan farklı gerekçelerle halka arzdan çekilmektedir. İçinde faaliyet gösterilen ekonominin genel durumundaki kötüleşme ve kriz dönemlerinde halka arzdan çekilmelerin sayısında artışlar olduğu belirlenmiştir, aynı dönemlerde hisse piyasalarında da düşüşler olduğu bilinmektedir.

Halka arzdan çekilen firmalar, ağırlıklı olarak aile şirketi değildirler. Aile şirketi olmanın yani ortaklık durumunun halka arzdan çekilme üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamıştır. Uzun vâdeli finansal planlama yapan firmaların ağırlıkta olduğu görülmektedir, sermaye yapısını değiştiren bu önemli karara ilişkin sermaye bütçelemelerinde yükselen maliyetler olgusunu değerlendirdikleri, özsermaye maliyetinin yükselmiş olmasını değerlendirmiş olma ihtimalleri yüksektir.

Firmaların halka arz kararlarında temel güdünün kredibilitenin artırılması olması, firmaların borçlanma davranışlarını sürdüreceklerinin bir göstergesi kabul edilebilir. Sermaye yapısını güçlendiren firmalar kreditorler özellikle de bankalar karşısında pazarlık gücü kazanacaklardır. Firmaların mevcut finansman kaynakları içinde sermaye piyasalarının ağırlıklı olarak bulunması, daha önce halka açılmış firmalar olduklarını, piyasalar konusunda tecrübeli olduklarını göstermektedir. Tecrübeli oluşları, halka arzı erteleyerek daha başarılı olma ihtimalini yüksek oranda değerlendirmiş olmalarından da görülebilir. Firmaların yaşları ile tekrar başvurma arasında da anlamlı bir ilişki bulgulanmıştır.

Halka arzdan çekilen firmalar ağırlıklı olarak aracı kurumları başarılı bulmamaktadırlar. Satış yöntemi olarak sabit fiyat yönteminin seçilmiş olması aracı kurumların işini zorlaştırmış olabilir ancak firmalar teklif fiyatının çekilme üzerinde bir ilgisinin bulunmadığını da beyan etmekte olmalarına rağmen, analiz sonuçları seçilen yöntemle çekilmelerin ilişkili olduğunu göstermektedir. Aracı kurumun önceki başarısıyla, tekrar halka arz başvurularından elde edilen başarı arasında da bir ilişki bulgulanmıştır. Sonraki çalışmalarda, ikincil halka arzdan çekilmelerin hisse performansları üzerindeki etkisi incelendiğinde, Türki hisse piyasasında halka arzdan çekilmelere daha derin bir görüş kazandırılabilir.

Kaynakça

- Akgemci, T. (2001). Kobi'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler. KOSGEB yayınları, Ankara
- Autore, D. M, Bray, D. E., ve Peterson, D. R. (2009). Intended use of proceeds and the long-run performance of seasoned equity issuers. *Journal of Corporate Finance*,15(3), 358-367.
- Aziz, A. (2008). Sosyal Bilimlerde Araştırma Yöntemleri ve Teknikleri, Nobel Yayın Dağıtım, 4. Baskı, Ankara
- Benveniste, L. M., ve Spindt, P. A. (1989). How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*,24(2), 343-361.
- Benveniste, L. M., Busaba, W. Y., & Wilhelm, W. J. (2002). Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets. *Journal of Financial Intermediation*, 11(1), 61-86.
- Bishop, R.M., (1990). Consolidated Sri Lanka Securities Regulations. International Science and Technology Institute. Inc., Washington
- Boeh, K. K. and Dunbar, C. G., Post IPO Withdrawal Outcomes (December 23, 2013). SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2135772> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2135772>
- Booth, J. R., ve Smith, R. L. (1986). Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15(1), 261-281.
- Brau, J. C., & Fawcett, S. E. (2006). Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *Journal of Finance*, 61(1), 399-436. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00840.x>
- Brau, J. C. (2012). Why do firms go public?. The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, 467-495.
- Busaba, W.Y., Benveniste, L. M., ve Guo, R.J., (2001). The Option To Withdraw IPOs During The Premarket: Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 60(1), 73-102.
- Dunbar, C. G., ve Foerster, S. R. (2008). Second time lucky? Withdrawn IPOs that return to the market. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 610-635. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.08.007>
- Eymen, U.,(2007). SPSS 15.0 Veri Analiz Yöntemleri, İstatistik Merkezi, Yayın No:1, www.istatistikmerkezi.com
- Freeman, J., Carroll, G. R., & Hannan, M. T. (1983). The liability of newness: Age dependence in organizational death rates. *American sociological review*, 692-710.
- Helwege, J., & Liang, N. (2004). Initial public offerings in hot and cold markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(03), 541-569.
- Ibbotson, R., ve Jaffe, J. (1975). Hot Issue Markets. *Journal of Finance*, 30, 1027-1042.
- Kalaycı, Ş., (2008). SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri, Asil Yayıncılık, İstanbul
- Karaa, İ. E., (2017). Yatırımcıların Hisse Getirisi Beklentileri Üzerinde Geçmişin Gölgesi: Geçmiş Ekstrapolasyonu. *Yönetim ve Ekonomi*, 24(1), 151-168.

- Lemmon, M. L., Roberts, M. R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 63(4), 1575-1608.
- Lian, Q., (2009). Does the Market Incorporate Previous IPO Withdrawals When Pricing Second-Time IPOs? Working Paper, SSRN.
- Loughran, T., Ritter, J. R., ve Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2(2), 165-199.
- Madura, J. (2014). *Financial markets and institutions*. South-Western Cengage Learning, Nelson Education, Canada
- Masson, M., (2011). Withdrawn and (Not) Reissued U.S.A. and Canadian IPO's and SEO's, Yayınlanmamış doktora tezi, The John Malson School of Business
- Mikkelsen, W.H., ve Partch, M. M. (1988). Withdrawn Security Offerings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23(2), 119-133.
- Ritter, J. R. (1984). The "hot issue" market of 1980. *Journal of Business*, 215-240.
- Ritter, J. R. (1987). The costs of going public. *Journal of Financial Economics*, 19(2), 269-281. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(87\)90005-5](http://doi.org/10.1016/0304-405X(87)90005-5)
- Ritter, J. R., ve Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. *The Journal of Finance*, 57(4), 1795-1828.
- Ünlü, U., ve Ersoy, E. (2013). İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlama ve Kısa Dönem Performansın Belirleyicileri: 1995-2008 İMKB Örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*,23(2).
- Pastor L. ve Veronesi, P., (2005). Rational IPO Waves. *Journal of Finance*, 60(4), 1713-1757.
- Welch, I., (1992). Sequential Sales, Learning and Cascades, *Journal of Finance* 47(2), 695-733
- Yasar, S., ve Topçu, A. (2008). Basel-II sürecinde KOBİ'ler [SMEs in Basel II process]. Capital Markets Board of Turkey, Ankara.
- Yörük, N., & Ban, Ü. (2003). KOBİ'lerin Finansman Sorunları ve Finansman Sorunlarının Kaynaklarının Belirlenmesine Yönelik Uygulama. Gazi Kitabevi, Ankara.

EK: 1 Araştırma hipotezleri ve hipotez testi sonuçları

Pearson Ki-Kare ile hipotez testi sonuçları		Gözlenen Değer	Olasılık Oranı	Sd	p-değeri	<0.05 Ha-Kabul Ho-Red	>0.05 Ha-Red Ho-Kabul
H1a	Ortaklık yapısı ve halka arz yöntemleri arasında ilişki vardır	0,252	0,253	2	0,882		Ha-Red
H2a	Finansal planlama ile halka arz yöntemleri arasında ilişki vardır	1,481	1,526	4	0,83		Ha-Red
H3a	Firmanın finansal kaynakları ile ortaklık yapısı arasında ilişki vardır	1,612	1,571	1	0,204		Ha-Red
H4a	İhraç nedenleri ile halka arz yöntemi arasında ilişki vardır	7,024	7,734	2	0,03	Ha-Kabul	
H5a	İhraç gelirlerinin kullanım amacı ile halka arz yöntemleri arasında ilişki vardır	0,359	0,379	2	0,836		Ha-Red
H6a	İhraç gelirlerinin kullanım amacı ile finansal planlama arasında ilişki vardır	1,111	1,095	2	0,547		Ha-Red
H7a	Halka arz avantajları ile ortaklık yapısı arasında ilişki vardır	0,345	0,347	1	0,557		Ha-Red
H8a	Halka arzdan çekilme nedenleri ile halka arz yöntemleri arasında ilişki vardır	1,327	1,224	2	0,515		Ha-Red
H9a	Halka arzdan çekilme nedenleri ile satış yöntemi tercihi arasında ilişki vardır	10,077	9,849	3	0,018	Ha-Kabul	
H10a	Halka arzın dezavantajları ile halka arz yöntemleri arasında ilişki vardır	1,197	1,203	2	0,55		Ha-Red
H11a	Tekrar başvuru ihtimalini değerlendirme ile satış yöntemi arasında ilişki vardır	0,215	0,206	3	0,975		Ha-Red
H12a	Tekrar başvurudaki başarı ile satış yöntemi arasında ilişki vardır	2,215	3,225	3	0,529		Ha-Red
H13a	Çekilme nedenleri ile ihraç gelirlerinin kullanım amacı arasında ilişki vardır	0,068	0,07	1	0,795		Ha-Red
H14a	Çekilme sonrası yapısal dönüşüm ile tekrar başvuru arasında ilişki vardır	2,718	2,836	1	0,99		Ha-Red
H15a	Aracı kurumun başarısı ile tekrar başvurma ihtimali arasında ilişki vardır	0,54	0,544	1	0,463		Ha-Red
H16a	Aracı kurumun başarısı ile tekrar başvurudaki başarı arasında ilişki vardır	1,286	1,897	1	0,0257	Ha-Kabul	
H17a	Aracı kurumun başarısı ile çekilme sonrası yapısal dönüşüm arasında ilişki vardır	0,234	0,234	1	0,629		Ha-Red
H18a	Halka arz yöntemi ile çekilme sonrası yapısal dönüşüm arasında ilişki vardır	2,291	2,349	2	0,318		Ha-Red
H19a	İhraç nedenleri ile ortaklık yapısı arasında ilişki vardır	0,02	0,02	1	0,886		Ha-Red
H20a	Halka arzın dezavantajları ile ortaklık yapısı arasında ilişki vardır	0,144	0,144	1	0,705		Ha-Red
Mann-Whitney U ile hipotez testi sonuçları				U	p-değeri		
H21a	Firmaların yaşı ile öncelikli finansman kaynakları arasında ilişki vardır			155	0,338		Ha-Red
H22a	Firmaların yaşı ile tekrar halka arz başvurma arasında ilişki vardır			223	0,0011	Ha-Kabul	
H23a	Firmaların çekilme nedenleri ile halka arzdan çekilme tarihleri arasında ilişki vardır			10,5	0,146		Ha-Red

EK2: Firmaların kuruluş ve halka arzdan çekilme tarihleri

Kuruluş Tarihleri	Frekans	Yüzde	Geçerli Yüzde	Çekilme Tarihleri	Frekans	Yüzde
1936	1	2,5	2,8	1993	2	5
1937	2	5	5,6	1999	2	5
1954	2	5	5,6	2000	6	15
1957	2	5	5,6	2001	6	15
1961	1	2,5	2,8	2008	6	15
1967	1	2,5	2,8	2010	5	12,5
1969	1	2,5	2,8	2011	6	15
1970	1	2,5	2,8	2012	4	10
1974	1	2,5	2,8	2013	3	7,5
1975	1	2,5	2,8	Toplam	40	100
1976	1	2,5	2,8			
1977	1	2,5	2,8			
1978	1	2,5	2,8			
1982	1	2,5	2,8			
1985	3	7,5	8,2			
1990	1	2,5	2,8			
1991	2	5	5,6			
1993	3	7,5	8,2			
1994	3	7,5	8,2			
1995	1	2,5	2,8			
1997	1	2,5	2,8			
1999	3	7,5	8,2			
2005	1	2,5	2,8			
2010	1	2,5	2,8			
Toplam	36	90	100			
Kayıp Gözlem	4	10				
Genel Toplam	40	100				

The Reasons And Consequences of IPO Withdrawals in Turkey

İbrahim Emre KARAA

Celal Bayar University
School of Applied Sciences
Muradiye Kampüsü, Manisa, Turkey
orcid.org/0000-0001-7893-5701
emrekaraa@cbu.edu.tr

Güler AKAKÇE

Celal Bayar University
Institute of Social Sciences
Muradiye Kampüsü, Manisa, Turkey
orcid.org/0000-0002-4601-8455
guler_akakce_89@hotmail.com

Extensive Summary

Changing the capital structure by selling shares via going to public is one of the most important decisions that firms made in their lifetime. The relationship between firm and financial markets continue after deriving funds with exchange commission liabilities and relatively excessive costs. The incentives for going to public decisions are documented by Brau (2012) as follows; increasing credibility, lowering the average weight of cost of capital, expensive debt, running out of private equity, venture capitalist cash-outs, broadening the base of ownership, allowing founders to diversify personal holdings, enhances the reputation. Taking a place in the process of IPO (Initial Public Offerings) requires hiring an underwriter firm to offer prices to potential investors and advising on the IPO methods at the time of IPO.

Why do firms decide to withdraw from IPO has received little attention in Turkish academic literature compared to underpricing, first day abnormalities, short-run and long-run performances. In Turkey, going to public is associated with selling shares mostly not the other securities. To our knowledge, there is no research on withdrawals from IPO in Turkish financial markets. The withdrawal decisions are equally important to going public decisions. Deriving the responses from the firm managers / owners directly would be valuable to determine why firms withdraw.

Withdrawals transform public firms to private or let firms stay private. Forced withdrawals are out of the subject because there is no decision making and control of management thus, the scope of this paper is limited to volunteer withdrawals including initial public offerings and secondary or seasonal public offerings.

The aim of this paper is to explore the withdrawals with its causes or reasons, effective factors and facts and to determine the relationship between factors. Besides to environmental factors, firm attitudes or facts such as the probability of successful IPO in resubmissions, and organizational restructurings (Mergers & Acquisitions) are affect firm's withdrawal decisions.

The IPO withdrawal literature suggests causes for withdrawals such as; (a) experiencing bad economic conditions and crisis (b) financial market conditions and market timing (c) inadequate investor demand (d) underpricing of shares (e) the probability of success in resubmitting (f) the high costs of going to public (g) the probability of mergers and acquisitions.

Ritter & Welch (2002) concluded that the most important factor for going public is market conditions. The good economic and market conditions in the world and in the

countries particularly, encourages firms for IPO submissions and the number of IPO's increase. By using the same logical reasoning, the opposite could be valid for withdrawals as well. During the exuberance periods, investors are much more optimistic on their expectations in relation to future cash flows and earnings. As a result, irrational expectations might lead to over-pricing (Karaa, 2016). Hot and cold markets define the market conditions and under hot market conditions firms mostly consider going to public, and conversely under cold market conditions firms withdraw regards to delaying or withdraw completely.

In the IPO process firms work with underwriters and show effort to determine a fair share price. Underwriters organize roadshows and large shareholders negotiate the share price and terms and the process is called pre-IPO pricing. The money left on the table might cause firms to withdraw. Conversely, if the proposed share price is far from the determined price, firm withdrawals occur (Busaba, et al., 2001). High ask prices obstruct the settlements and increase the probability of withdrawals. High levels of asymmetric information and negative information increase the probability of withdrawals because the instinct price becomes uncertain.

The withdrawals itself does not mean firms are unsuccessful, but underwriters. Having not any difference between firms regards to scale and earnings, previously experienced withdrawal firms, hire reputational successful underwriter firms. Investment banks are better to solve the information asymmetry problem as Benevista, et al (2002) suggested.

The probability of resubmission after withdrawal, encourage firms to wait for better economic and market conditions. Another effect on withdrawal decisions is the probability of mergers and acquisitions which is referred as an incentive to go public at the same time. However that is not a dilemma because, firm founders' intentions play role behind the decision. The intention might be capturing the attention and trying to determine better price. IPO submission might itself can be assumed as window dressing. The acquirers might propose withdrawal to avoid SPK(equivalent for SEC) rules and requirements especially independent board members. Moreover the costs of going to public is considered costly in every sense, especially independent accountant reports, required announcements and establishing investor relations department.

The effecting factors are determined as firms age, the purpose of using funds, and intermediary institutions like underwriter related issues in general. The success of underwriter firms revealed only if they accomplish all the tasks especially selling all the shares that are contracted before between firms and underwriters. Firms mostly hire successful underwriters in their consequent submissions without differing neither in scale nor earnings.

This research surveys the firms decided to withdraw by a conducted survey that constructed 27 questions under the inspiration of chapters from Robert Bishop's (1990) book "Consolidated Sri Lanka Securities Regulations". The Borsa Istanbul Exchange bulletins are scan in 1991-2013 periods and found 100 withdrawals. 10 of them are sold someone who does not have any information about the process. We sent our questionnaire to 90 firms and 40 are responded (return rate: 0.44). The responses are analysed with IBM SPSS Statistics 21 software. We declared 23 research questions therefore hypothesis. We used cross tables, Chi-square, Mann-Whitney U tests to determine the relationships.

We find only 4 hypothesis alternatives accepted and 19 of them are rejected or null hypothesis are accepted. Our findings indicate that the frequency of withdrawals increase substantially in economic crisis periods. The withdrawals are not common among family business but corporations. Having been a family business has no effect on withdrawal decisions. Firms heavily make long term plans which can be interpreted as preparing capital budgets that contain average cost of capital calculations. Thus, firms calculated and labelled cost of equity as expensive, perhaps.

The going to public incentives are asked and found increasing credibility as the most important one. This shows us, firms that value increasing credibility could explain that the intention is to strengthen credit lines and having better bargain position across commercial banks. Most of the firms' capital resource is capital markets which can be translated only stock markets and more, the firms are familiar with stock exchanges and IPO's. Having been experienced and sophisticated, they might consider the probability of successful resubmission and then withdrawal. The age of firms are significantly related with withdrawal decisions is documented.

The firms find underwriter firms unsuccessful, mostly. The highest frequency of selling method is fixed ask price methodology which obstruct the efforts and policy of underwriter firms. However the firms state that the ask prices were not important on their withdrawal decisions. Interestingly, when analysed, decision of withdrawal and selling methods are found related. The underwriters' previous success and the resubmission's success are significantly related. Firms probably hire the underwriters whom show intense attention and focus on the process, preferred to collaborate on the resubmission process. Further research could focus on withdrawal effects on stock prices in Borsa Istanbul traded firm stocks.