

BİST'DE HALKA AÇILAN ŞİRKETLERDE DÜŞÜK FİYATLAMA ANOMALİSİNE ETKİ EDEBİLEN DEĞİŞKENLERİN ANALİZİ: 1995 – 2010 DÖNEMİ¹

BEKİR ELMAS²

MAYSAM AMANIANGANEH³

Özet

Bu çalışmada düşük fiyatlama anomalisine etki edebilen değişkenler analiz edilmektedir. Bu doğrultuda şirketlerin halka açılma yöntemleri, yabancı yatırımcılara açılıp açılmama durumu ve piyasa durumu değişkenlerinin düşük fiyatlamaya etkisi araştırılmaktadır. Çalışmada Borsa İstanbul'da 1995-2010 yılları arası halka açılan 227 şirket araştırma kapsamına alınmıştır. Analizler tüm şirketler, sektörler ve alt sektörler için ayrı ayrı yapılmıştır. Çalışmada ilk olarak düşük fiyatlama anomalisinin tüm şirketler açısından halka açılma yöntemlerinden fazla etkilenmediği, fakat sektör bazında halka açılma yöntemlerinden büyük oranda etkilendiği, ikinci olarak düşük fiyatlama anomalisinin tüm şirketler açısından yabancı yatırımcılara satış yapıp yapılmamasından fazla etkilenmediği, ancak sektör bazında yabancı yatırımcılara satış yapıp yapılmamasından büyük ölçüde etkilendiği ve son olarak düşük fiyatlama anomalisinin hem tüm şirketler açısından hem de sektör bazında piyasanın durumundan büyük oranda etkilendiği tespit edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: İlk Halka Arz, Halka Açılma, Düşük Fiyatlama Anomalisi

Jel Kodları: G11, G12, G32

ANALYSIS OF THE VARIABLES WHICH CAN AFFECT LOW PRICING ANOMALY IN COMPANIES SUBJECT TO PUBLIC OFFERING IN BIST: 1995 - 2010 PERIOD

Abstract

In this study, variables that can affect the low pricing anomaly are analyzed. In this respect, the methods of companies incident to public offering, their status with respect to being offered to foreign investors and the effect of market condition variables to low pricing are researched. 227 companies subject to public offering between the years of 1995-2010 in Borsa İstanbul are covered with in the purview of

¹ Yeni Sermaye Piyasası Kanunu 30 Aralık 2012 tarih ve 28513 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu kanunla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın (İMKB) adı Borsa İstanbul (BIST) olarak değiştirilmiştir. Bu çalışmada borsanın yeni ismi olan Borsa İstanbul (BIST) kullanılmıştır.

² Doç. Dr., Atatürk Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, Muhasebe ve Finansman ABD.

³ Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü

the study. Analyses were conducted for all companies, sectors and sub-sectors separately. In this study, it has been detected that firstly lower pricing anomaly is not affected very much by public offering methods regarding all the companies ever said is largely affected through public offering methods on sectoral basis and secondly lower pricing anomaly is not affected very much by sales made to foreign investors regarding all the companies however same is largely affected through sales made to foreign investors on sectoral basis and finally, low pricing anomaly is largely affected by the condition of the market as regards both all the companies and the sector.

Keywords: Initial Public Offering (IPO), Public Offering, Low Pricing Anomaly

JEL Codes: G11, G12, G32

GİRİŞ

Şirketler hem kuruluş esnasında hem de kurulduktan sonra finansman sağlamak için birçok yöntem kullanmaktadırlar. Halka açılma şirketler için finansman sağlamakta kullanılan alternatif bir yöntemdir. Bazı şirketler finansman ihtiyaçlarını gidermek için halka açılma yöntemini kullanarak finansman temin ederler.

Halka açılma, şirketlere finansman sağlamada, likidite artırmada, kurumsallaşmalarında, rekabetçi bir piyasada işlem görmelerinde önemli bir yere sahiptir. Türkiye gibi gelişmekte olan birçok ülkede halka açılma, sermayenin tabana yayılması, rekabetçi bir piyasanın oluşması, sermaye piyasasının gelişmesi için ekonomik olarak son derece önemli bir faktördür.

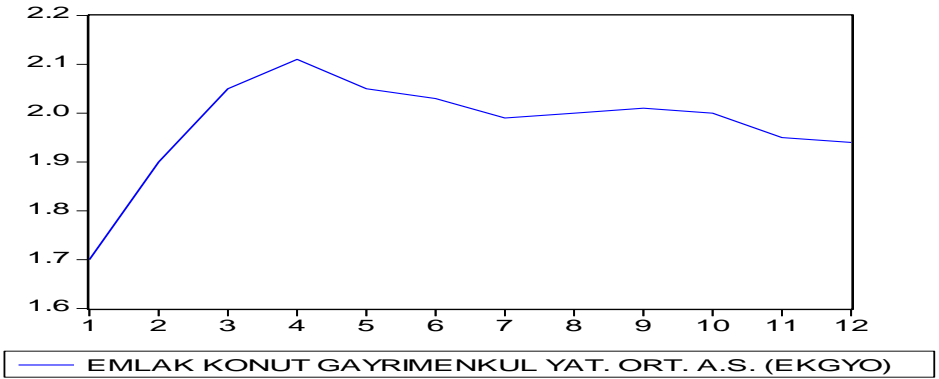
Şirketlerin yaşam süreleri boyunca verecekleri kararlar, şirketlerin değerini etkilemesi kaçınılmazdır. Halka açılma kararı hem şirketler için hem de bu şirketlerin sahipleri için büyük bir karardır. Halka açılma süreci bu kararın verilmesi ile başlamaktadır. Bu konuda verilen tüm kararlar halka açılma gerçekleşene kadar hisse senetlerinin değerini etkileyecektir. Şirketlerin hisse senetlerini hangi amaçla ve hangi kaynaktan ve ne miktarda ihraç etmeleri; hangi aracı kurum veya kurumları seçtikleri, aracı kurumların veya şirketlerin hisse senetlerinin fiyatını belirlemeleri, kullandıkları talep toplamla yöntemleri ve bunlarla beraber belirledikleri satış yöntemi, satış zamanı, yatırımcı durumu, hisse senetlerinin ve dolayısıyla şirketlerin değerlerini etkilemektedir.

Şirketlerin halka açılma kararından sonraki en önemli basamak halka açılacak hisse senetlerinin fiyatlarının ne olacağıdır. Çünkü belirledikleri fiyat şirkete getirisini belirleyecektir. Şirket kendisi için hisse senetlerinin fiyatlarının en yüksek fiyat olmasını isterken, yatırımcı kendisi için düşük fiyattan satılmasını istemektedir. Bu durumda aracı kurum devreye girerek denge sağlamaya çalışmaktadır.

Fiyat belirleme aşamasından sonra ise diğer bir önemli aşama halka açılma zamanıdır. Çünkü halka açılmalarının başarıya ulaşması ve beklenen faydayı sağlaması için zamanın doğru belirlenmesi önemlidir. Bunların yanı sıra aracı kurumların seçilmesi de önemlidir. Çünkü aracı kurumlar halka açılmalarda önemli bir yere sahiptir, fiyat belirleme, talep toplama, satışı gerçekleştirme aracı kurumların halka açılmalarda yapacakları önemli işlemlerdendir.

İHA'sı gerçekleştirilen hisse senetlerinin işlem görmeye başlamasından sonra fiyatının, ihraç fiyatından daha yüksek düzeylere çıkması, başka bir ifadeyle pozitif bir başlangıç getirisi sağlaması durumu finans literatüründe *düşük fiyatlama anomalisi* olarak isimlendirilmektedir.

Aşağıda Grafik 1'de düşük fiyatlama anomalisine bir örnek sunulmuştur. Emlak Konut Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (EKGYO) nin hisse senetleri 12.02.2010 tarihinde BIST'de işlem görmeye başlamıştır. İlk işlem günü şirketin hisse senetleri %11,8 değer kazanmıştır.



Grafik 1: Düşük Fiyatlama Anomalisine Bir Örnek

Halka açılan şirketler için genel olarak düşük fiyatlama anomalisi geçerlidir. Bu çalışmada halka açılma yöntemleri, piyasanın durumu ve yabancı yatırımcılara satış yapılıp yapılmamasının düşük fiyatlama anomalisine etkisi olup olmadığı araştırılacaktır.

1. LİTERATÜR İNCELEMESİ

Ibbotson ve Jeff (1975)piyasa durumuna bakarak yaptıkları araştırmalarında, sıcak piyasada halka açılan şirketlerin hisse senetlerinin ilk günlük getirilerinin diğer dönem getirilerinden yüksek olduğunu tespit

etmişlerdir. François Derrie (2005) ve Aydoğan (2008)'da Ibbotson ve Jeff gibi sıcak piyasada daha fazla düşük fiyatlanmanın gerçekleştiğini ifade etmektedirler.

Ritter'in (1984) yaptığı on beş aylık araştırmada sıcak piyasa durumunda; arz fiyatı ve ilk gün kapanış fiyatı arasında %48,4 fark olduğunu, on altı yıllık araştırmada ise arz fiyatı ve ilk günün kapanış fiyatı arasında %16,3'lük bir fark olduğunu tespit etmiştir.

H. Guo, R. Brooks ve R. Shami (2010) çalışmalarında sıcak bir dönemin özelliklerini; yeni teklifler, yüksek oranda düşük fiyatlandırma, güçlü piyasa koşulları ve hızlı bir satış hacmi olarak ifade etmektedirler.

Bilik ve Yılmaz (2008) Türkiye için yaptıkları çalışmalarında sıcak ve soğuk piyasa durumlarında bir fark olmadığını ifade etmektedir. Sıcak piyasada 86 şirketi baz alarak ilk gün anormal getirini %4,46 bulmuşlar, soğuk piyasada 34 şirketi baz alarak ilk gün anormal getirilerini %7,13 bulmuşlar ve normal piyasa durumunda ise 112 şirketi inceleyip ilk gün anormal getiriyi %5,47 olarak bulmuşlardır.

Helwege ve Liang (2004) çalışmalarında piyasaların soğuk ve sıcak olmalarının ilk gün ortalama gelirlerde hiçbir önemi olmadığını ifade etmektedir.

1995 yılından beri BIST'de yabancı yatırımcılar yatırım yapmaktadır. Türkiye'de şirketler kontrolü kaybetmemek için genelde %15 ve %20 arası halka açılmaktadır. Bildik ve Yılmaz (2008) Pham, Kalev ve Steen (2003)'in %5'den fazla şirket hisse senedini alan yatırımcılarla mülkiyet değerlendirmesini yapmışlardır. Bildik ve Yılmaz yaptıkları araştırmada yüksek, orta ve düşük yabancı yatırımcıya açılan şirketler ve yabancı yatırımcılara açılmayan şirketler olarak şirketleri dörde grupta ele almışlardır. Yüksek oranda yabancı yatırımcılara arz edilen şirketlerde ilk gün ortalama düşük fiyatlandırma %0,84, orta oranda yabancı yatırımcılara arz edilen şirketlerde ilk gün ortalama düşük fiyatlandırma %0,74 ve düşük oranda yabancı yatırımcılara arz edilen şirketlerde ilk gün ortalama düşük fiyatlandırma %0,38 ve yabancı yatırımcılara açılmayan şirketlerde ilk gün ortalama düşük fiyatlandırma %0,531'i olarak tespit etmişlerdir.

Leung ve Menyah (2006) çalışmalarında 1993-1998 döneminde Hong Kong borsasında işlem gören 163 şirket için yaptıkları çalışmalarında, ilk gün ortalama düşük fiyatlandırmanın sermaye artırımı yöntemi için %2,31 ve ortak satış yöntemi için %5,4 olduğunu tespit etmişlerdir.

Ünlü ve Ersoy (2008) 1993-2008 yılları arasında halka açılan 92 şirket için halka açılma yöntemlerinin düşük fiyatlamaya etkisini incelemişlerdir. İnceleme sonucunda ortak satış yönteminin ortalama ilk gün anormal getirini %0,53, sermaye artırımı yönteminde ortalama ilk gün anormal getiri %0,58 ve ikisi bir arada (sermaye artırımı ve ortak satış bir

arada) yönteminde ortalama anormal getiri %0,85 elde etmişlerdir. Çalışmada ilk gün düşük fiyatlanan, belirsizliği fazla olan, sermaye artırımını yöntemini kullanarak halka arz edilen ve faaliyet süresi 20 yıldan daha uzun olan firmalar kısa dönemde daha yüksek performans gösterdikleri tespit edilmiştir.

Teker ve Ekit (2003) 34 şirket üzerinde yaptıkları araştırmada, 22 şirket sermaye artırımını yoluyla halka açılmayı seçmiş ilk gün anormal getirileri %6.80, 4 şirket ortak satış yöntemini kullanmış ilk gün ortalama anormal getirileri %6,22 ve 8 şirket ikisi bir arada yöntemi ile halka açılmış ilk gün anormal getirileri %7,98 olarak tespit edilmiştir.

2. VERİ SETİ VE YÖNTEM

Bu çalışmada düşük fiyatlama anomalisine etki eden değişkenler analiz edilecektir. Bu doğrultuda halka açılma yöntemleri, piyasa durumu ve yabancı yatırımcılara açılıp açılmadıkları değişkenlerinin düşük fiyatlamaya etkisi araştırılacaktır. Çalışmada 1995-2010 yılları arası halka açılan 227 şirket araştırma kapsamına alınmıştır.

Düşük fiyatlama anomalisini test etmek için aşağıdaki hipotezler oluşturulmuştur.

H_0 = Halka açılan hisse senetlerinden tesadüfi olarak herhangi birine yatırım yapmak suretiyle, anormal getiri elde etmek mümkün değildir.

H_1 = Halka açılan hisse senetlerinden tesadüfi olarak herhangi birine yatırım yapmak suretiyle, anormal getiri elde etmek mümkündür.

Hipotezler istatistiksel olarak aşağıdaki gibi ifade edilir;

$$H_0 = AR_t = 0 \quad H_1 = AR_t \neq 0$$

Halka açılan gerçekleşen firmaların hisse senetlerin seans kapanış fiyatlarının getirileri aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır.

$$R_{it} = \%100 \times (P_{it} - P_{it-1}/P_{it-1})$$

Formülde:

R_{it} ; t zamanındaki i hisse senetlerinin getirisi

P_{it} ; t zamanındaki i hisse senetlerinin fiyatını

ifade etmektedir.

Piyasa (BIST) getirisi ise aşağıdaki formül yardımıyla hesaplanmıştır.

$$R_{mt} = \%100 \times (P_{mt} - P_{mt-1}/P_{mt-1})$$

Formülde:

R_{mt} ; t zamanındaki piyasa getirisi

P_{mt} ; t zamanındaki piyasa endeksini (BIST-100)

ifade etmektedir.

Anormal getiri; bir hisse senedinin t gününde gerçekleşen getirisi ile t gününde piyasa getirisi arasındaki farktır.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Her bir halka açılmanın kısa dönem anormal getirileri;

1. İlk gün (halka açılma günü) anormal getiri
2. Halka açılma sonrası anormal getiriler

olmak üzere iki kısım için hesaplanır.

Her bir halka açılmanın anormal getirileri hesaplandıktan sonra alt sektörler, sektörler ve tüm şirketler için ortalama getiriler bulunur. Ortalama anormal getiriler için;

$$AAR_t = \left(\frac{1}{n}\right) \sum_{i=1}^n AR_{it}$$

Ortalama anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığını yani H_0 hipotezini test etmek için;

$$t(AAR_t) = \left(\frac{1}{\sqrt{n}}\right) \sum_{i=1}^n \frac{AR_{it}}{\sigma_i}$$

3. TEST SONUÇLARI

Halka açılan şirketler 3 tür halka açılma yöntemi kullanırlar. Bunlar;

- Sermaye Artırım Yöntemi,
- Ortak Satış Yöntemi ve
- İkisi Bir Arada Yöntemidir (Sermaye Artırım Yöntemi + Ortak Satış Yöntemi).

Tablo 1'de gösterildiği gibi; BIST'de 1995 – 2010 yılları arasında Sermaye Artırım Yöntemi ile halka açılan 105 şirketin ilk gün ortalama anormal getirileri %9,52 iken istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlıdır.

İlk gün ortalama anormal getiriler Finans sektörü için %15,59, Bilişim sektörü için %7,82, Sanayi sektörü için %7,21 ve diğer sektör grubu için %4,64'dür. Bu sonuçların hepsi %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Alt sektörler bazında ilk gün ortalama anormal getiriler;

Finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 6 alt sektörün 5'inde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Finans sektörünün alt sektörlerinde ilk

gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Yatırım Ortaklıkları için %23.91, Bankacılık için %11.73, Holdingler için %10.79, Aracı Kurumlar için %3,12 ve Leasing-Factoring için %-1,46 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Holdingler, Bankacılık ve Yatırım Ortaklıkları alt sektörleri için %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, Aracı Kurumlar ve Leasing-Factoring alt sektörleri için istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Bilişim sektöründe faaliyet gösteren toplam 3 alt sektörün 2'sinde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Bilişim sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Yazılım için %26.51, Bilgisayar için %7,48 ve İletişim için %-0,68 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Yazılım ve Bilgisayar alt sektörleri için %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, İletişim alt sektörü için istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Sanayi sektöründe faaliyet gösteren toplam 9 alt sektörün tamamında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Sanayi sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Otomotiv ve Yan Sanayi için %23.90, Demir-Çelik-Metal için %14.86, Dayanıklı Tüketim için %11.58, Kimya-İlaç-Boya için %10.07, Gıda Maddeleri %7.47, Çimento %7.07, Elektrik- Elektronik-Enerji %6,98 ve Orman Ürünleri ve Ambalaj için % 5,82 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Gıda Maddeleri, Tekstil ve Kimya-İlaç-Boya, Demir-Çelik-Metal alt sektörleri için %1 önem düzeyinde, Elektrik- Elektronik-Enerji, Dayanıklı Tüketim, Çimento alt sektörleri için %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, Otomotiv ve Yan Sanayi ve Orman Ürünleri ile Ambalaj alt sektörleri için istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Diğer sektörler grubunda faaliyet gösteren toplam 4 alt sektörün 2'inde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Diğer sektör grubunun alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Hava Taşımacılığı Ve Yer Hizmetleri için %13.28, Turizm - Otelcilik için %10.70, Ticaret için %-0,96 ve Spor için %-14,57 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar tüm alt sektörler için %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 1. Sermaye Artırımı Yönteminde Halka Açılma Günü ve Sonrası Ortalama Anormal Getiriler (%)

Sektör	Şirket Sayısı	İlk Gün	1.Gün	2.Gün	3.Gün	4.Gün	5.Gün
Finans	30	15,59 ^a	3,83 ^c	-0,05	-0,83	-1,35	-0,47
Bankacılık	3	11,73 ^a	0,18	-5,83 ^b	-1,57	0,08	-4,55 ^c
Yatırım Ortaklıkları	16	23,91 ^a	6,58	3,89 ^b	0,53	-1,02 ^b	0,85
Holding	5	10,79 ^a	0,49	-5,42 ^b	-3,08	-0,53	1,55
Aracı Kurumlar	1	3,12	1,76	-3,79	4,09	-2,45	-6,82
Leasing-Factoring	5	-1,46	0,95	-3,04 ^c	-3,46	-3,85	-2,95
Bilişim	8	7,82 ^a	2,27	0,88	-1,26	-0,43	-0,75
İletişim	2	-0,68	0,66	0,15	-0,81	3,40 ^b	-1,33
Bilgisayar	5	7,48 ^b	-0,42	-3,00 ^b	-0,61	-2,42 ^c	-1,29
Yazılım	1	26,51 ^b	18,91 ^b	21,78 ^b	-5,43	1,90	3,10
Sanayi	55	7,21 ^a	2,42 ^a	0,22	0,46	0,04	0,47
Gıda Maddeleri	14	7,47 ^a	3,00	1,05	1,93	-0,04	1,79
Elektrik- Elektronik-Enerji	4	6,98 ^b	15,96 ^a	14,04 ^a	7,91	2,72	1,28
Otomotiv ve Yan Sanayi	1	23,90	6,31	-3,89	10,50 ^c	-0,45	0,53
Tekstil	18	4,70 ^a	-0,16	-1,94 ^b	-3,23 ^a	-0,09	2,49 ^c
Kimya-İlaç-Boya	3	10,07 ^a	0,36	0,70	2,49	-1,86	-7,76 ^a
Dayanıklı Tüketim	1	11,58 ^b	5,33	-3,90	-8,42 ^c	-1,36	-3,85
Çimento	4	7,07 ^b	-1,10	-5,00 ^c	0,10	-3,09 ^c	-1,65
Orman Ürünleri ve Ambalaj	7	5,82	0,34	0,42	-0,62	-0,21	-1,91
Demir-Çelik-Metal	3	14,86 ^a	6,37 ^b	-0,27	6,40 ^c	5,00	-0,89
Diğer	12	4,64 ^a	3,91 ^b	1,72 ^a	4,51 ^b	-0,01	-1,30 ^c
Diğer	6	6,24 ^b	0,99	1,84	5,00	-2,27	-3,00
Hava Taşımacılık ve Yer Hiz.	1	13,28 ^b	9,47 ^c	-0,20	0,71	-0,30	-0,47
Spor	1	-14,57 ^b	-12,39 ^b	-10,97 ^c	-6,94	6,54	-11,03 ^c
Ticaret	2	-0,96 ^b	3,11	4,73 ^b	7,61 ^c	-6,72	-2,86
Turizm -Otelcilik	2	10,70 ^b	18,85 ^a	5,66	7,56	10,35 ^c	9,80 ^c
TOPLAM	105	9,52 ^a	2,95 ^a	0,36	0,51	-0,38 ^b	-0,17

Not: ^a%1 ^b%5 ^c%10 önem düzeyinde istatistiki anlamlılığı göstermektedir.

Tablo 2'de sunulduğu gibi; BIST'de 1995 – 2010 yılları arasında Ortak Satış Yöntemi ile halka açılan 66 şirketin ilk gün ortalama anormal getirileri %8,56 iken, bu sonuç istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlıdır.

İlk gün ortalama anormal getiriler Finans sektörü için %4.88, Bilişim sektörü için %5.65, Sanayi sektörü için %20,72 ve diğer sektör grubu için %3,64'dür. Bu sonuçlar Bilişim sektörü için %5 ve diğer 3 sektör için %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 2. Ortak Satış Yönteminde Halka Açılma Günü ve Sonrası Ortalama Anormal Getiriler (%)

Sektör	Şirket Sayısı	İlk Gün	1.Gün	2.Gün	3.Gün	4.Gün	5.Gün
Finans	38	4,88 ^a	1,78 ^c	1,37	0,00	-1,59 ^a	0,21
Bankacılık	3	-3,75 ^b	0,47	-0,22	0,17	-3,02 ^c	-0,12
Yatırım Ortaklıkları	27	4,76	2,19	1,96	0,02	-0,58 ^c	0,57
Holding	1	8,77 ^c	-0,14	-9,11 ^c	6,03	-11,40 ^b	-4,14
Aracı Kurumlar	2	21,09 ^a	9,71	4,51	-2,42	-1,10	4,10
Sigortacılık	3	3,56 ^c	-5,08 ^b	-5,11 ^b	-1,30	-3,01	-0,68
Leasing-Factoring	2	3,36	1,52	7,51 ^b	0,78	-6,50 ^c	-4,52
Bilişim	2	5,65 ^b	-1,39	1,55	-0,25	1,10	-0,02
İletişim	2	5,65 ^b	-1,39	1,55	-0,25	1,10	-0,02
Sanayi	16	20,72 ^a	-2,79	-2,97 ^b	-2,88 ^a	-0,17	0,09
Gıda Maddeleri	4	16,41	0,74	-1,17	-2,11	2,59	0,40
Otomotiv ve Yan Sanayi	4	7,46 ^c	3,47	-2,87 ^b	-2,42 ^c	-1,66 ^b	-1,82
Tekstil	2	2,94	-2,39	-0,71	-1,69	-0,72	0,33
Dayanıklı Tüketim	1	-2,33	-0,30	4,75	0,06	2,36	6,89
Çimento	2	34,13 ^a	-27,04 ^b	-5,43	-4,71 ^c	-1,37	-0,90
Orman Ürünleri ve Amb.	1	-6,75	0,66	-5,61	-0,53	-0,48	6,52
İnşaat Malzemeleri	2	85,49 ^a	-1,51	-9,14	-7,31	-2,04	-2,55
Diğer	10	3,64 ^a	0,84 ^a	-0,24 ^c	-0,10	1,43	-0,75
Diğer	3	-2,37	-0,46	3,03	1,91	-0,02	-3,14
Hava Taşımacılık ve Yer Hiz.	1	21,85 ^b	18,55 ^c	11,02	4,05	-2,34	-4,04
Medya	3	14,25 ^a	11,58 ^a	12,81 ^a	3,05	1,37	4,32
Spor	3	6,15 ^b	5,18 ^b	-6,32 ^b	-2,56	-1,71	-2,24
TOPLAM	66	8,56^a	0,43	0,08	-0,72^b	-0,71^a	0,03

Not: ^a %1 ^b %5 ^c %10 önem düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Alt sektörler bazında ilk gün ortalama anormal getiriler;

Finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 6 alt sektörün 5'inde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Finans sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Aracı Kurumlar için %21.09, Holding için %8.77, Yatırım Ortaklıkları için %4.76, Sigortacılık için %3.56, Leasing-Faktoring için %3,36 ve Bankacılık için %-3,75 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Aracı Kurumlar %1, Bankacılık %5, Holding ve Sigortacılık %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, Yatırım Ortaklıkları ve Leasing-Faktoring alt sektörleri için istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Bilişim sektörünün alt sektörü olan iletişim sektöründe bu dönemde 2 şirket halka açılmıştır. Bu şirketlerin ilk gün ortalama anormal getirisi %5,65 olup, %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Sanayi sektöründe faaliyet gösteren toplam 7 alt sektörün 5'inde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Sanayi sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla İnşaat Malzemeleri için %85.49, Çimento için %34.13, Gıda Maddeleri için %16.41, Otomotiv ve Yan Sanayi için %7.46, Tekstil için %2.94, Dayanıklı Tüketim için %-2,33 ve Orman Ürünleri ve Ambalaj için %-6,75olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Çimento ve İnşaat Malzemeleri %1, Otomotiv ve Yan Sanayi %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, diğer 4 alt sektör için istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Diğer sektörler grubunda faaliyet gösteren toplam 3 alt sektörün tamamında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Diğer sektör grubunun alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Hava Taşımacılığı Ve Yer Hizmetleri için %21.85, Medya için %14,25 ve Spor için %6,15 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Medya için %1, diğer 2 alt sektör için %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 3'de verildiği gibi; BIST'de 1995 – 2010 yılları arasında İkisi Bir Arada Yöntemi ile halka açılan 54 şirketin ilk gün ortalama anormal getirileri %6,76 iken, istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlıdır.

İlk gün ortalama anormal getiriler Finans sektörü için %10.17, Bilişim sektörü için %3.37, Sanayi sektörü için %5,50 ve Diğer sektör grubu için %5,82'dir. Bu sonuçlar Finans ve Sanayi sektörü için %1, Diğer sektör grubu için %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, Bilişim sektörü için ise istatistiksel olarak anlamsızdır.

Alt sektörler bazında ilk gün ortalama anormal getiriler;

Finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 4 alt sektörün tamamında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Finans sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla

Bankacılık için %14.99, Holding için %9.85, Aracı Kurumlar için %8,26 ve Yatırım Ortaklıkları için %7,81olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar tüm alt sektörler için %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bilişim sektörünün alt sektörü olan iletişim sektöründe bu dönemde 2 şirket halka açılmıştır. Bu şirketlerin ilk gün ortalama anormal getirisi %3,37 olup istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 3. İkisi Bir Arada Yönteminde Halka Açılma Günü ve Sonrası Ortalama Anormal Getiriler (%)

Sektör	Şir. S.	İlk Gün	1.Gün	2.Gün	3.Gün	4.Gün	5.Gün
Finans	19	10,17 ^a	-0,32 ^c	-0,38	-0,05	-1,10	0,79
Bankacılık	5	14,99 ^a	-1,04	0,16	-1,78	0,55	-0,44
Yatırım Ortaklıkları	8	7,81 ^a	1,64	0,34	1,45	-3,36	2,66 ^b
Holding	4	9,85 ^a	-2,04	-2,06	-0,11	0,02	-1,34
Aracı Kurumlar	2	8,26 ^a	-2,89 ^c	-1,20	-1,56	1,57	0,63
Bilişim	2	3,37	-0,55	0,41	-2,42	-2,71	1,96
Bilgisayar	2	3,37	-0,55	0,41	-2,42	-2,71	1,96
Sanayi	22	5,50 ^a	0,73	-1,62 ^a	-0,36 ^c	-1,13	0,43
Gıda Maddeleri	2	11,41 ^b	-6,36 ^b	-6,17 ^b	-0,20	-0,32	-2,98
Elektrik-Elektronik-Enerji	5	4,95 ^c	4,40	4,11	-2,05	-2,69 ^b	1,99
Otomotiv ve Yan Sanayi	2	7,90 ^b	-0,80	-2,90 ^c	-0,26	0,07	7,59 ^b
Tekstil	5	2,94 ^c	-1,81	-1,81	-0,31	-1,27	0,63
Kimya-İlaç-Boya	4	4,46 ^b	7,24 ^a	-3,91 ^b	-0,83	-0,93	-0,27
Dayanıklı Tüketim	1	-2,74	-2,32	-0,16	-0,57	-1,68	-3,67 ^c
İnşaat Malzemeleri	1	26,52 ^b	0,50	-0,75	9,60	1,41	-8,03
Demir-Çelik-Metal	2	0,68	-4,89 ^b	-6,25 ^b	-0,41	-0,33	-0,06
Diğer	11	5,82 ^c	3,23	-3,14	-0,35	0,47	-1,07
Diğer	4	5,13 ^a	6,43	-5,76	0,70	-2,30	-3,41
Hava Taşımacılık ve Yer Hiz.	3	12,74 ^a	3,42 ^c	3,24 ^b	-2,12	0,17	1,82
Medya	2	1,33	5,07	-7,64	-2,55	7,80 ^c	-2,77
Ticaret	1	1,13	-6,09	1,59	-1,52	-1,90	-3,62
Turizm -Otelcilik	1	1,46	-4,53	-7,48	6,27	0,13	5,64
TOPLAM	54	6,76 ^a	0,83	-1,43 ^a	-0,51 ^b	-0,90 ^b	0,47

Not: ^a %1 ^b %5 ^c %10 önem düzeyinde istatistiki anlamlılığı göstermektedir.

Sanayi sektöründe faaliyet gösteren toplam 8 alt sektörün 7'sinde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Sanayi sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla İnşaat Malzemeleri için %26.52, Gıda Maddeleri için %11.41, Otomotiv ve Yan Sanayi için %7.90, Elektrik-Elektronik-Enerji %4.95, Kimya-İlaç-Boya için %4.46, Demir-Çelik-Metal için %0,68 ve Dayanıklı Tüketim için %-2,74 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Gıda Maddeleri, Otomotiv ve Yan Sanayi, Kimya-İlaç-Boya ve İnşaat Malzemeleri %5, Elektrik-Elektronik-Enerji %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, diğer 2 alt sektör için istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Diğer sektörler grubunda faaliyet gösteren toplam 4 alt sektörün tamamında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Diğer sektör grubunun alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri için %12.74, Turizm - Otelcilik için %1.46, Medya için %1,33 ve Ticaret için %1,13 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri için %1, diğer 3 alt sektör için ise istatistiksel olarak anlamsızdır.

Tablo 4'de gösterildiği gibi; BIST'de 1995 – 2010 yılları arasında halka açılmalarının bir kısmını yabancı yatırımcılara yapan toplam 147 şirketin ilk gün ortalama anormal getirileri %8,30 iken, istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlıdır.

İlk gün ortalama anormal getiriler Finans sektörü için %8.34, Bilişim sektörü için %8.20, Sanayi sektörü için %9,35 ve diğer sektör grubu için %5,24'dür. Bu sonuçların hepsi %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Alt sektörler bazında ilk gün ortalama anormal getiriler;

Finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 6 alt sektörün hepsinde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Finans sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Leasing-Faktoring için %23.33, Holding için %12.42, Aracı Kurumlar için %10.15, Bankacılık için %9.65, Yatırım Ortaklıkları için %5,58 ve Sigortacılık için %3,56 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Holdingler, Aracı Kurumlar ve Yatırım Ortaklıkları alt sektörleri için %1, Leasing-Faktoring için %5 ve Sigortacılık için %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, Bankacılık için istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo 4. Yabancı Yatırımcılara Açılan Hisse Sentlerinin Halka Açılma Günü ve Sonrası Ortalama Anormal Getirileri (%)

Sektör	Şirket Sayısı	İlk Gün	1.Gün	2.Gün	3.Gün	4.Gün	5.Gün
Finans	44	8,34 ^a	-0,14	-1,05 ^a	-1,21 ^b	-1,27 ^a	0,03
Bankacılık	9	9,65	0,86	-1,15	-1,47	-0,24	-1,02
Yatırım Ortaklıkları	19	5,58 ^a	-0,32	1,19	-1,76 ^b	-1,09 ^c	1,59 ^b
Holding	8	12,42 ^a	-1,04	-4,57 ^a	-0,37	-1,96 ^c	-1,43
Aracı Kurumlar	4	10,15 ^a	-1,56	-1,76	-0,04	-0,02	-1,41
Sigortacılık	3	3,56 ^c	-5,08 ^b	-5,11 ^b	-1,30	-3,01	-0,68
Leasing-Factoring	1	23,33 ^b	21,89 ^b	0,60	0,61	-8,28	-0,62
Bilişim	10	8,20 ^a	1,29	1,07	-1,38	-1,34	0,05
İletişim	2	5,65 ^b	-1,39	1,55	-0,25	1,10	-0,02
Bilgisayar	7	6,31	-0,45	-2,03 ^c	-1,13	-2,50 ^b	-0,36
Yazılım	1	26,51 ^b	18,91 ^b	21,78 ^b	-5,43	1,90	3,10
Sanayi	69	9,35 ^a	0,95	-1,73 ^a	-1,28 ^a	-1,06 ^a	-0,10
Gıda Maddeleri	13	8,93 ^a	0,86	-1,15	0,45	0,08	0,98
Elektrik-Elektronik-Enerji	6	2,20	3,57	2,27	-1,37 ^b	-1,55	-0,05
Otomotiv ve Yan Sanayi	6	11,81 ^a	3,54 ^c	-2,74 ^b	-0,66	-2,11 ^b	0,86
Tekstil	23	5,16 ^a	-1,09 ^c	-1,81 ^b	-2,59	-0,52	1,99 ^c
Kimya-İlaç-Boya	7	6,86 ^a	4,29 ^a	-1,94 ^c	0,59	-1,33	-3,48 ^a
Dayanıklı Tüketim	2	4,42	1,50	-2,03	-4,49 ^c	-1,52	-3,76 ^c
Çimento	4	11,38 ^a	1,90	-3,66	-1,52	-2,89 ^c	-3,89 ^c
Orman Ürünleri ve Ambalaj	4	3,80 ^c	0,41	-0,53	0,21	-1,90	-1,53
İnşaat Malzemeleri	2	86,41 ^a	-1,23	-7,45	-2,13	-3,33	-7,68
Demir-Çelik-Metal	2	17,91 ^b	-1,38	-5,30 ^c	-4,05	-1,04	-0,87
Diğer	24	5,24 ^a	3,38 ^a	-0,29	0,80	-0,01	-1,14 ^c
Diğer	9	3,06 ^a	2,03	-4,55 ^a	0,95	-0,46	-2,88 ^b
Medya	3	10,28 ^b	6,94 ^b	5,28 ^c	-3,54	0,98	-0,74
Hava Taşımacılık ve Yer Hiz.	3	18,04 ^a	7,51 ^b	9,03 ^a	-0,14	-1,74	0,34
Spor	4	0,97	0,79 ^a	-7,48 ^c	-3,66	0,36 ^b	-4,44
Ticaret	3	-0,26	0,04	3,68	4,57	-5,11	-3,11
Turizm –Otelcilik	2	5,03	8,14 ^c	4,95	11,32 ^c	9,98 ^c	13,43 ^b
TOPLAM	147	8,30^a	1,05^b	-1,10^a	-0,93^a	-0,97^a	-0,22

Not: ^a%1 ^b%5 ^c%10 önem düzeyinde istatistiki anlamlılığı göstermektedir.

Bilişim sektöründe faaliyet gösteren toplam 3 alt sektörün tamamında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Bilişim sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Yazılım için %26.51, Bilgisayar için %6.31 ve İletişim için %5.65 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Yazılım ve İletişim alt sektörleri için %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, Bilgisayar alt sektörü için istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Sanayi sektöründe faaliyet gösteren toplam 10 alt sektörün tamamında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Sanayi sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla İnşaat Malzemeleri için %86.41, Demir-Çelik-Metal için %17.91, Otomotiv ve Yan Sanayi için %11.81, Çimento için %11.38, Gıda Maddeleri %8.93, Kimya-İlaç-Boya %6.86, Dayanıklı Tüketim için %4.42, Orman Ürünleri ve Ambalaj için %3,80 ve Elektrik-Elektronik-Enerji %2,20 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Elektrik- Elektronik-Enerji dışındaki alt sektörler için istatistiksel olarak anlamlıdır.

Diğer sektörler grubunda faaliyet gösteren toplam 5 alt sektörün 4'ünde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Diğer sektör grubunun alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri için %18.04, Medya için %10.28, Turizm – Otelcilik için %5.03, Spor için %0,97 ve Ticaret için %-0,26 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri ile Medya için %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken diğer alt sektörler için ise anlamsızdır.

Tablo 5'de sunulduğu gibi; BIST'de 1995 – 2010 yılları arasında yabancı yatırımcılara kapalı olarak halka açılan toplam 80 şirketin ilk gün ortalama anormal getirileri %9,91 iken, istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlıdır.

İlk gün ortalama anormal getiriler Finans sektörü için %11.63, Bilişim sektörü için %-0.68, Sanayi sektörü için %8,44 ve diğer sektör grubu için %7,64'dür. Bu sonuçlar bilişim sektörü için istatistiksel olarak anlamsız ve diğer 3 sektör için %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 5. Yabancı Yatırımcılara Açılmayan Hisse Sentlerinin Halka Açılma Günü ve Sonrası Ortalama Anormal Getirileri (%)

Sektör	Şirket Sayısı	İlk Gün	1.Gün	2.Gün	3.Gün	4.Gün	5.Gün
Finans	45	11,63 ^a	4,50 ^a	2,32 ^c	1,04	-1,00 ^a	0,58
Bankacılık	2	6,01	-5,48	-3,49	0,06	-1,94	-3,54
Yatırım Ortaklıkları	34	15,03 ^a	5,99 ^a	3,24 ^c	2,16 ^c	-0,51 ^b	1,13
Holding	2	1,36	1,24	-3,93	-3,41	0,85	4,83
Aracı Kurumlar	1	21,21 ^b	21,63 ^b	9,87	-3,69	-1,43	8,28
Leasing-Factoring	6	-3,99 ^b	-2,35 ^b	-0,13	-2,73	-3,99	-3,86
Bilişim	2	-0,68	0,66	0,15	-0,81	3,40 ^b	-1,33
İletişim	2	-0,68	0,66	0,15	-0,81	3,40 ^b	-1,33
Sanayi	24	8,44 ^a	1,79 ^b	2,15	2,57 ^b	2,18 ^b	1,51
Gıda Maddeleri	7	10,81 ^a	3,67 ^c	2,24	2,03	1,77	0,04
Elektrik-Elektronik-Enerji	3	13,15 ^a	21,47 ^a	21,04 ^a	9,87 ^c	2,24	5,13
Otomotiv ve Yan Sanayi	1	-1,33	-2,64	-4,70	4,24	5,71 ^c	3,25
Tekstil	2	-6,75 ^c	4,21	-1,87	-1,75	1,30	1,46
Dayanıklı Tüketim	1	-2,33	-0,30	4,75	0,06	2,36	6,89
Çimento	2	25,49 ^a	-33,02 ^a	-8,10	-1,47	-1,77	3,59
Orman Ürünleri ve Ambalaj	4	4,69 ^b	0,35	-0,14	-1,42	1,42	-0,18
İnşaat Malzemeleri	1	24,70 ^a	-0,06	-4,14	-0,75	3,98	2,23
Demir-Çelik-Metal	3	3,37 ^b	4,03 ^c	-0,90	8,83 ^b	5,47	-0,35
Diğer	9	7,64 ^a	6,94 ^a	1,99	4,03 ^c	0,59	-0,59
Diğer	4	5,53 ^c	1,43	5,80	6,00	-3,85	-3,31 ^c
Medya	2	7,29 ^c	12,02 ^b	3,66	7,34 ^c	8,38 ^b	4,81
Hava Taşımacılık ve Yer Hiz.	2	9,61 ^b	7,88 ^b	-3,27	-0,59	1,54	-0,04
Turizm –Otelcilik	1	12,81 ^c	16,90 ^b	-6,06	-1,23	0,86	-1,61
TOPLAM	80	9,91 ^a	3,87 ^a	2,18 ^b	1,79 ^b	0,24	0,68

Not: ^a %1 ^b %5 ^c %10 önem düzeyinde istatistiki anlamlılığı göstermektedir.

Alt sektörler bazında ilk gün ortalama anormal getiriler;

Finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 5 alt sektörün 4'ünde ilk gün ortalama anormal getiri pozitiftir. Finans sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekte en düşüğe doğru sırasıyla Aracı Kurumlar için %21.21, Yatırım Ortaklıkları için %15.03, Bankacılık için %6.01, Holding için %1,36 ve Leasing-Factoring için %-3,99 olarak tespit

edilmiştir. Bu sonuçlar Yatırım Ortaklıkları için %1, Aracı Kurumlar ve Leasing-Faktoring için %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, Bankacılık ve Holding alt sektörleri için istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Bilişim sektörünün alt sektörü olan iletişim sektöründe bu dönemde 2 şirket halka açılmıştır. Bu şirketlerin ilk gün ortalama anormal getirisi %-0,68 olup istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Sanayi sektöründe faaliyet gösteren toplam 9 alt sektörün 6'sında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Sanayi sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekte en düşüğe doğru sırasıyla Çimento için %25.49, İnşaat Malzemeleri için %24.70, Elektrik-Elektronik-Enerji için %13.15, Gıda Maddeleri için %10.81, Orman Ürünleri ve Ambalaj için %4.69, Demir-Çelik-Metal için %3.37, Otomotiv ve Yan Sanayi için %-1.33, Dayanıklı Tüketim için %-2,33 ve Tekstil için %-6,75 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Otomotiv ve Yan Sanayi ile Dayanıklı Tüketim dışındaki tüm alt sektörler için istatistiksel olarak anlamlıdır.

Diğer sektörler grubunda faaliyet gösteren toplam 3 alt sektörün tamamında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Diğer sektör grubunun alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekte en düşüğe doğru sırasıyla Turizm – Otelcilik için %12.81, Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri için %9,61 ve Medya için %7,29 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri için %5, diğer 2 alt sektörler için %10 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Firmaya özgü gelişmelerin ötesinde içinde bulunulan sektörün veya genel olarak sermaye piyasasının yükselme trendinde olduğu dönemlerde halka açılmanın başarılı bir satış için iyi bir zemin olduğu genel bir kanıdır. Literatürde bu dönem sıcak piyasa olarak ifade edilir. Düşüş trendinde olan bir piyasada halka açılmanın başarısızlık riskini artıracığı veya en azından halka açılmadan beklenen faydayı azaltacağı genel kanıdır. Literatürde bu dönem ise soğuk piyasa olarak ifade edilir (Başpınar, 2008: 22). Bir üçüncü durum da fiyatların düşüş veya yükseliş trendi göstermediği genel olarak yatay seyrettiği piyasa durumudur ki bu durum normal piyasa olarak ifade edilebilir.

Çalışmada yükselen bir piyasada halka açılma sıcak piyasa, düşen bir piyasada halka açılma soğuk piyasa ve yatay seyreden bir piyasada halka açılma normal piyasa durumuyla ifade edilmektedir.

Tablo 6'da verildiği gibi; BIST'de 1995 – 2010 yılları arasında sıcak piyasa durumunda halka açılan 81 şirketin ilk gün ortalama anormal getirileri %5,71 iken, istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlıdır.

İlk gün ortalama anormal getiriler Finans sektörü için %6.76, Bilişim sektörü için %5.24, Sanayi sektörü için %2,48 ve Diğer sektör grubu için

%12,25'dir. Bu sonuçlar Finans ve Diğer sektör grubu için %1, Sanayi ve Bilişim sektörü için %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 6. Sıcak Piyasa Durumunda Halka Açılma Günü ve Sonrası Ortalama Anormal Getiriler (%)

Sektör	Şirket Sayısı	İlk Gün	1.Gün	2.Gün	3.Gün	4.Gün	5.Gün
Finans	42	6,76 ^a	0,26	-0,13	-1,21 ^a	-1,57 ^a	0,81
Bankacılık	5	11,48 ^a	1,82 ^c	-0,72	-2,78 ^c	-0,98	-0,39
Yatırım Ortaklıkları	26	7,05 ^a	1,19	0,36	-0,41 ^b	-1,24 ^b	2,26 ^b
Holding	5	8,69 ^a	-3,14 ^c	-2,74	-0,81	-1,17	-0,52
Aracı Kurumlar	1	13,82 ^b	-4,67 ^c	-2,96	-1,46	-0,28	-0,59
Leasing-Faktoring	5	-2,80	-1,73	1,09	-4,12 ^c	-4,55 ^c	-3,88
Bilişim	5	5,24 ^b	0,27	-2,95 ^b	-0,35	-0,64	-2,45 ^b
İletişim	2	-0,68	0,66	0,15	-0,81	3,40 ^b	-1,33
Bilgisayar	3	9,19 ^b	0,01	-5,02 ^b	-0,05	-3,33 ^c	-3,20 ^c
Sanayi	27	2,48 ^b	1,39	2,04	1,40	0,51	2,75 ^b
Gıda Maddeleri	8	8,72 ^a	2,60	1,98	2,89 ^c	1,33	1,37
Elektrik-Elektronik-Enerji	2	14,76 ^b	26,94 ^a	26,12 ^a	14,48 ^c	5,41	11,22 ^c
Otomotiv ve Yan Sanayi	3	-2,77 ^b	-0,91	-3,44 ^b	-0,52	-1,63 ^b	0,42
Tekstil	9	-3,97 ^c	-2,27 ^c	-1,08	-3,33 ^c	-2,92 ^b	4,18 ^b
Dayanıklı Tüketim	1	-2,33	-0,30	4,75	0,06	2,36	6,89 ^c
Çimento	1	2,61	-6,50	-0,50	-1,04	10,40	-10,23 ^c
Orman Ürünleri ve Ambalaj	2	12,41 ^b	-3,78	-3,87	-1,36	-1,77	-1,42
Demir-Çelik-Metal	1	-13,38 ^c	0,32	10,46	20,93 ^b	14,31 ^c	8,11
Diğer	7	12,25 ^a	10,49 ^a	4,78 ^c	6,29 ^b	-2,31	-3,52 ^c
Diğer	3	9,48 ^b	4,67	7,06	13,46 ^b	-5,54	-3,59
Medya	2	11,08 ^b	15,70 ^b	0,72	-0,54	1,54	-4,69
Hava Taşımacılık ve Yer Hiz.	2	17,57 ^a	14,01 ^b	5,41	2,38	-1,32	-2,25
TOPLAM	81	5,71^a	1,52^c	0,84	0,36	-0,88^a	0,88

Not: ^a%1 ^b%5 ^c%10 önem düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Alt sektörler bazında ilk gün ortalama anormal getiriler;

Finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 5 alt sektörün 4'ünde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Finans sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekte en düşüğe doğru sırasıyla Aracı Kurumlar için %13.82, Bankacılık için %11.48, Holding için %8.69, Yatırım Ortaklıkları için %7,05 ve Leasing-Factoring için %-2,80 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Leasing-Factoring alt sektörü dışında istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bilişim sektöründe faaliyet gösteren 2 alt sektörden biri olan Bilgisayar alt sektöründe ilk gün ortalama anormal getiri %9,19 olup %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır. İletişim alt sektöründe ise ilk gün ortalama anormal getiri ise %-0,68 olup istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Sanayi sektöründe faaliyet gösteren toplam 8 alt sektörün 4'ünde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Sanayi sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekte en düşüğe doğru sırasıyla Elektrik-Elektronik-Enerji için %14.76, Orman Ürünleri ve Ambalaj için %12.41, Gıda Maddeleri için %8.72, Çimento %2.61, Dayanıklı Tüketim için %-2.33, Otomotiv ve Yan Sanayi için %-2.77, Tekstil için %-3,97 ve Demir-Çelik-Metal için %-13,38 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Dayanıklı Tüketim ve Çimento alt sektörleri dışındakiler için istatistiksel olarak anlamlıdır.

Diğer sektörler grubunda faaliyet gösteren 2 alt sektörde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. İlk gün ortalama anormal getiri Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri için %12,74 ve Medya için %11,08'dir. Bu sonuçlar Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri için %1, Medya için %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 7'de gösterildiği gibi; BIST'de 1995 – 2010 yılları arasında normal piyasa durumunda halka açılan 94 şirketin ilk gün ortalama anormal getirileri %13,17 iken istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlıdır.

İlk gün ortalama anormal getiriler Finans sektörü için %14.15, Bilişim sektörü için %11.01, Sanayi sektörü için %14,87 ve diğer sektör grubu için %6,56'dır. Bu sonuçlar bilişim sektörü için %5, diğer 3 sektör için %1 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Alt sektörler bazında ilk gün ortalama anormal getiriler;

Finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 6 alt sektörün 5'inde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Finans sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekte en düşüğe doğru sırasıyla Yatırım Ortaklıkları için %19.01, Aracı Kurumlar için %15.10, Holding için %7.99, Bankacılık için %6.76, Sigortacılık için %0,20 ve Leasing-Factoring

için %-9,92 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Sigortacılık dışındaki alt sektörler için istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 7. Normal Piyasa Durumunda Halka Açılma Günü ve Sonrası Ortalama Anormal Getiriler (%)

Sektör	Şirket Sayısı	İlk Gün	1.Gün	2.Gün	3.Gün	4.Gün	5.Gün
Finans	33	14,15 ^a	3,31 ^a	0,96	1,00	-1,12 ^b	0,21
Bankacılık	4	6,76 ^b	-2,44	0,38	-0,44	-0,09	-2,30
Yatırım Ortaklıkları	20	19,01 ^a	5,68 ^a	2,50	2,18 ^b	-1,50 ^a	0,79
Holding	3	7,99 ^a	0,47	-3,10	-3,60	1,32	0,96
Aracı Kurumlar	3	15,10 ^a	7,06 ^c	1,75	-0,25	-1,55	0,46
Sigortacılık	2	0,20	-5,94 ^c	-4,73	-0,74	-2,25	-0,16
Leasing-Faktoring	1	-9,92 ^c	-5,43	-6,27	4,22	-1,21	-3,73
Bilişim	2	11,01 ^b	2,00	4,12	2,25	-1,47	4,16
Bilgisayar	2	11,01 ^b	2,00	4,12	2,25	-1,47	4,16
Sanayi	45	14,87 ^a	1,18 ^b	-3,43 ^a	-0,22	-0,84 ^c	-1,13 ^b
Gıda Maddeleri	7	11,80 ^a	1,79	-2,42 ^c	2,24 ^c	1,77	1,68
Elektrik-Elektronik-Enerji	4	1,59	1,51	2,35	-1,07 ^c	-1,92 ^b	-1,50
Otomotiv ve Yan Sanayi	3	20,23 ^a	6,75 ^b	-3,25	2,20	1,16	-1,58
Tekstil	10	10,94 ^a	2,23	-4,01 ^a	-2,51 ^b	-0,89	-0,44
Kimya-İlaç-Boya	6	4,05	3,34 ^b	-2,31 ^b	1,53 ^c	-1,43	-3,30
Dayanıklı Tüketim	2	4,42	1,50	-2,03	-4,49 ^c	-1,52	-3,76 ^c
Çimento	3	26,16 ^a	-19,95 ^a	-10,16 ^b	0,66	-5,87 ^c	1,75
Orman Ürünleri ve Ambalaj	4	9,08 ^a	3,93 ^b	-2,93	-0,16	-1,14	-0,05
İnşaat Malzemeleri	3	65,84 ^b	-0,84	-6,35	-1,67	-0,89	-4,38
Demir-Çelik-Metal	3	21,61 ^a	5,21 ^c	-6,02 ^b	0,19	-0,25	-3,93 ^c
Diğer	14	6,56 ^a	2,60 ^b	-0,37	-0,27	-0,63	-0,05
Diğer	7	1,70 ^c	-0,59	-2,31 ^c	-1,63	-0,30	-2,26 ^c
Medya	1	14,14 ^c	13,95 ^c	20,12 ^b	13,96 ^c	9,68	15,84 ^b
Hava Taşımacılık ve Yer Hiz.	3	12,74 ^a	3,42	3,24	-2,12	0,17	1,82
Spor	2	11,41 ^b	8,30 ^b	-6,38	2,24	-2,22	-0,28
Ticaret	1	4,75	-0,32	-6,09	-4,54	-12,53	-5,66
TOPLAM	94	13,17^a	2,02^a	-1,39^a	0,06	-0,78^a	-0,42^c

Not: ^a %1 ^b %5 ^c %10 önem düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Bilişim sektörünün alt sektörü olan iletişim sektöründe bu dönemde 2 şirket halka açılmıştır. Bu şirketlerin ilk gün ortalama anormal getirisi %11,01 olup istatistiksel olarak %5 önem düzeyinde anlamlıdır.

Sanayi sektöründe faaliyet gösteren toplam 10 alt sektörün hepsinde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Sanayi sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla İnşaat Malzemeleri için %65.84, Çimento için %26.16, Demir-Çelik-Metal için %21.61, Otomotiv ve Yan Sanayi için %20.23, Gıda Maddeleri için %11.80, Tekstil için %10.94, Orman Ürünleri ve Ambalaj için %9.08, Dayanıklı Tüketim için %4.42, Kimya-İlaç-Boya için %4,05 ve Elektrik-Elektronik-Enerji için %1,59 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Elektrik-Elektronik-Enerji, Kimya-İlaç-Boya ve Dayanıklı Tüketim alt sektörleri dışındaki alt sektörler için istatistiksel olarak anlamlıdır.

Diğer sektörler grubunda faaliyet gösteren toplam 4 alt sektörün tamamında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Diğer sektör grubunun alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Medya için %14.14, Hava Taşımacılığı ve Yer Hizmetleri için %12.74, Spor için %11,41 ve Ticaret için %4,75 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Ticaret dışındaki alt sektörler için istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 8'de sunulduğu gibi; BIST'de 1995 – 2010 yılları arasında soğuk piyasa durumunda halka açılan 52 şirketin ilk gün ortalama anormal getirileri %5,87 iken, istatistiksel olarak %1 önem düzeyinde anlamlıdır.

İlk gün ortalama anormal getiriler Finans sektörü için %9.94, Bilişim sektörü için %6.48, Sanayi sektörü için %5,41 ve diğer sektör grubu için %1,68'dir. Bu sonuçlar diğer sektör grubu dışında istatistiksel olarak anlamlıdır.

Alt sektörler bazında ilk gün ortalama anormal getiriler;

Finans sektöründe faaliyet gösteren toplam 6 alt sektörün hepsinde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Finans sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Leasing-Factoring için %23.33, Holding için %17.36, Sigortacılık için %10.27, Yatırım Ortaklıkları için %7.68, Bankacılık için %7,22 ve Aracı Kurumlar için %2,70 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Aracı Kurumlar için istatistiksel olarak anlamlı değilken, Holding alt sektörü için %1 ve diğer alt sektörler için %5 önem düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Bilişim sektöründe faaliyet gösteren toplam 3 alt sektörün 2'sinde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Bilişim sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Yazılım için %26.51, İletişim için %5,65 ve Bilgisayar için %-2,72 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Yazılım ve İletişim alt sektörleri için %5 önem

düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı iken, Bilgisayar alt sektörü için istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo 8. Soğuk Piyasa Durumunda Halka Açılma Günü ve Sonrası Ortalama Anormal Getiriler (%)

Sektör	Şirket Sayısı	İlk Gün	1.Gün	2.Gün	3.Gün	4.Gün	5.Gün
Finans	14	9,94 ^a	5,44 ^a	2,29	0,79	0,14	-0,96
Bankacılık	2	7,22 ^b	-1,31	-7,62 ^b	1,28	-0,41	-2,52
Yatırım Ortaklıkları	7	7,68 ^b	7,56 ^b	10,50 ^a	0,98	3,46	-0,84
Holding	2	17,36 ^a	4,23	-10,72 ^b	2,53	-6,03 ^b	-1,02
Aracı Kurumlar	1	2,70	-1,11	0,56	-1,66	3,41	1,86
Sigortacılık	1	10,27 ^b	-3,37	-5,87 ^c	-2,42	-4,53	-1,72
Leasing-Faktoring	1	23,33 ^b	21,89 ^b	0,60	0,61	-8,28	-0,62
Bilişim	5	6,48 ^b	1,78	3,50	-3,64 ^b	-0,10	0,37
İletişim	2	5,65 ^b	-1,39	1,55	-0,25	1,10	-0,02
Bilgisayar	2	-2,72	-3,61	-3,68	-6,13 ^b	-2,30	-0,62
Yazılım	1	26,51 ^b	18,91 ^b	21,78 ^b	-5,43	1,90	3,10
Sanayi	21	5,41 ^a	1,05	0,99	-2,21 ^a	0,07	0,31
Gıda Maddeleri	5	2,90	0,63	0,68	-2,43 ^b	-1,74 ^c	-1,88 ^c
Elektrik-Elektronik-Enerji	3	5,59 ^c	8,64 ^b	5,03 ^c	-1,09	-1,91	-0,44
Otomotiv ve Yan Sanayi	1	17,13 ^b	1,03	-1,09	-4,75	-5,58	11,94 ^c
Tekstil	6	5,27 ^a	-3,09 ^c	0,72	-1,35	4,28 ^c	2,59 ^c
Kimya-İlaç-Boya	1	23,73 ^b	10,01 ^c	0,27	-5,04	-0,70	-4,53
Çimento	2	7,72 ^b	3,95	0,06	-4,98 ^c	-3,94	-1,71
Orman Ürünleri ve Amb.	2	-0,02 ^b	-0,35	2,21	0,01	1,77	-1,55
Demir-Çelik-Metal	1	-5,51 ^c	-6,62 ^c	-5,70 ^c	-3,12	0,76	0,91
Diğer	12	1,68	3,23 ^b	-0,67	1,16	2,41 ^c	-0,12
Diğer	3	4,23 ^c	6,35 ^b	-4,47 ^c	0,75	-0,61	-2,24
Medya	2	4,56	-0,23	0,79	-4,41	3,48	0,47
Spor	2	-9,46 ^b	-6,72 ^c	-8,58 ^b	-9,55 ^b	2,93	-8,60 ^b
Ticaret	2	-2,77	0,22	8,57 ^b	9,12 ^b	-1,41	-1,84
Turizm-Otelcilik	3	7,62 ^c	11,06 ^b	1,28	7,13	6,94	8,41 ^c
TOPLAM	52	5,87 ^a	2,81 ^a	1,20	-0,76 ^b	0,61	-0,12

Not: ^a %1 ^b %5 ^c %10 önem düzeyinde istatistiksel anlamlılığı göstermektedir.

Sanayi sektöründe faaliyet gösteren toplam 8 alt sektörün 6'sında ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Sanayi sektörünün alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Kimya-İlaç-Boya için %23.73, Otomotiv ve Yan Sanayi için %17.13, Çimento için %7.72, Elektrik-Elektronik-Enerji için %5.59, Tekstil %5.27, Gıda Maddeleri %2.90, Orman Ürünleri ve Ambalaj için %-0,02 ve Demir-Çelik-Metal %-5,51 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Gıda Maddeleri dışındaki alt sektörler için istatistiksel olarak anlamlıdır.

Diğer sektörler grubunda faaliyet gösteren toplam 4 alt sektörün 2'sinde ilk gün ortalama anormal getiri pozitifdir. Diğer sektör grubunun alt sektörlerinde ilk gün ortalama anormal getiriler en yüksekten en düşüğe doğru sırasıyla Turizm-Otelcilik için %7.62, Medya için %4.56, Ticaret için %-2,77 ve Spor için %-9,46 olarak tespit edilmiştir. Bu sonuçlar Spor ve Turizm-Otelcilik için istatistiksel olarak anlamlı iken, diğer 2 alt sektör için ise anlamlı değildir.

SONUÇ

Şirketlerin yeni yatırımlar ve çalışma sermayelerini artırma çabası şirketleri kaynak aramaya iter. Şirketler bu kaynağı ya kendi öz kaynaklarıyla ya da dış kaynaklar ile sağlarlar. Diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de fon yetersiz olup dış kaynakların önemli bir bölümünü oluşturan finans kuruluşları ya kısa vadeli kredi vermekte ve uzun - orta vadeli kredi vermeye yanaşmamakta ya da yüksek maliyetler ile şirketleri borçlanmaya mecbur etmektedirler. Bu nedenle halka açılarak fon sağlamak Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren şirketler için son derece önemlidir.

İhtiyaç duydukları fonları halka açılarak sağlamak isteyen şirketler için hisse senedi piyasasında genel olarak düşük fiyatlama anomalisi geçerlidir. Bu çalışmada düşük fiyatlama anomalisine etkisi olabilecek değişkenler analiz edilmiştir. Bu doğrultuda halka açılma yöntemleri, yabancı yatırımcılara satış yapılıp yapılmaması ve piyasanın durumunun düşük fiyatlama anomalisine etkisi olup olmadığı araştırılmıştır. Çalışmada 1995-2010 yılları arası toplam 16 yılı kapsayan dönemde halka açılan 227 şirket araştırma kapsamına alınmıştır. Halka açılan 227 şirketten 89'u finans sektöründe, 12'si bilişim sektöründe, 93'ü sanayi sektöründe ve 33'ü diğer sektör grubunda faaliyet göstermektedir.

Çalışma sonucunda halka açılma yöntemlerine göre şirketlerin ilk gün ortalama anormal getirileri; Sermaye Artırım Yöntemi ile halka açılan

105 şirket için %9.52, Ortak Satış Yöntemi ile halka açılan 66 şirket için %8,56 ve İki Bir Arada Yöntemi ile halka açılan 54 şirket için %6,76'dır.

Sermaye Artırım Yöntemi ile halka açılan şirketlerin sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirileri; Finans sektörü için %15.59, Bilişim sektörü için %7.82, Sanayi sektörü için %7,21 ve diğer sektör grubu için %4,64'dür.

Ortak Satış Yöntemi ile halka açılan şirketlerin sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirileri; Finans sektörü için %4.88, Bilişim sektörü için %5.65, Sanayi sektörü için %20,72 ve diğer sektör grubu için %3,64'dür.

İki Bir Arada Yöntemi ile halka açılan şirketlerin sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirileri; Finans sektörü için %10.17, Bilişim sektörü için %3.37, Sanayi sektörü için %5,50 ve Diğer sektör grubu için %5,82'dir.

Bu sonuçlardan halka açılma yöntemlerine göre şirketlerin ilk gün ortalama anormal getirilerinin birbirine oldukça yakın olduğu görülmektedir. Ancak sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirilerde çok büyük farklılık mevcuttur. Sonuç olarak tüm şirketler açısından düşük fiyatlama anomalisi halka açılma yöntemlerinden fazla etkilenmemektedir. Fakat sektör bazında düşük fiyatlama anomalisi halka açılma yöntemlerinden büyük oranda etkilenmektedir.

Yabancı yatırımcılara satış yapılıp yapılmamasına göre ilgili dönemde halka açılan şirketlerin ilk gün ortalama anormal getirileri; yabancı yatırımcılara satış yapan toplam 147 şirket için %8,30 ve yabancı yatırımcılara satış yapmayan toplam 80 şirket için %9,91'dir.

Yabancı yatırımcılara satış yaparak halka açılan şirketlerin sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirileri; Finans sektörü için %8.34, Bilişim sektörü için %8.20, Sanayi sektörü için %9,35 ve diğer sektör grubu için %5,24'dür.

Yabancı yatırımcılara satış yapmadan halka açılan şirketlerin sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirileri; Finans sektörü için %11.63, Bilişim sektörü için %-0.68, Sanayi sektörü için %8,44 ve diğer sektör grubu için %7,64'dür.

Bu sonuçlardan yabancı yatırımcılara satış yapılıp yapılmamasına göre şirketlerin ilk gün ortalama anormal getirilerinin birbirine çok yakın olduğu görülmektedir. Fakat sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirilerde çok büyük farklılık mevcuttur. Sonuç olarak tüm şirketler açısından düşük fiyatlama anomalisi yabancı yatırımcılara satış yapılıp yapılmamasından fazla etkilenmemektedir. Ancak sektör bazında düşük fiyatlama anomalisi yabancı yatırımcılara satış yapılıp yapılmamasından büyük ölçüde etkilenmektedir.

Piyasanın durumuna göre ilgili dönemde halka açılan şirketlerin ilk gün ortalama anormal getirileri; sıcak piyasa durumunda halka açılan 81 şirket için %5.71, normal piyasa durumunda halka açılan 94 şirket için %13,17 ve soğuk piyasa durumunda halka açılan 52 şirket için %5,87'dir.

Sıcak piyasa durumunda halka açılan şirketlerin sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirileri; Finans sektörü için %6.76, Bilişim sektörü için %5.24, Sanayi sektörü için %2,48 ve Diğer sektör grubu için %12,25'dir.

Normal piyasa durumunda halka açılan şirketlerin sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirileri; Finans sektörü için %14.15, Bilişim sektörü için %11.01, Sanayi sektörü için %14,87ve diğer sektör grubu için %6,56'dır.

Soğuk piyasa durumunda halka açılan şirketlerin sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirileri; Finans sektörü için %9.94, Bilişim sektörü için %6.48, Sanayi sektörü için %5,41 ve diğer sektör grubu için %1,68'dir.

Bu sonuçlardan piyasanın durumuna göre şirketlerin ilk gün ortalama anormal getirilerine baktığımızda; sıcak piyasa ve soğuk piyasa durumlarında birbirine oldukça yakın sonuçlar bulunurken, normal piyasa durumunda önemli düzeyde farklılaşma tespit edilmiştir. Sektör bazında ilk gün ortalama anormal getirileri değerlendirdiğimizde; üç piyasa durumunda çok büyük farklılığın olduğunu görmekteyiz. Sonuç olarak tüm şirketler açısından ve sektör bazında düşük fiyatlama anomalisi piyasanın durumundan büyük oranda etkilenmektedir.

KAYNAKÇA

AYDOĞAN, Altı (2005) "IPO Market Timing", *The Review of Financial Studies*, 18(3), 1105-1138.

BAŞPINAR, Ahmet (2008), Halka Arzlarda Oluşan Fiyat Anomalilerine Bağlı Çıkar İlişkileri, Başkent Üniversitesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi.

BİLDİK, Recep ve YILMAZ K. Mustafa (2008) "The Market Performance of Initial Public Offerings in The Istanbul Stock Exchange", *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar*, 2, 49-75.

FRANÇOIS, Derrien (2005)"IPO Pricing in Hot Market Conditions: Who Leaves Money on the Table?", *The Journal of Finance*, LX (1), 487-521.

GUO, Haifeng, BROOKS, Robert and SHAMI Roland (2010) "Detecting Hot and Cold Cycles Using a Markov Regime Switching Model-Evidence From the Chinese A-Share IPO Market", *International Review of Economics and Finance*, 19, 196-210.

JEAN, Helwegeand NELLIE, Liang (2004)"Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(3), 541-569.

LEUNG, J. and MENYAH, K. (2006) "Issuer-Oriented Underpricing Costs in Initial Public Offers: Evidence From Hong Kong", *Journal of Corporate Finance*, 12, 897- 905.

PHAM, P. K, KALEV, P. S and STEEN, A. B. (2003) "Underpricing, Stock Allocation, Ownership Structureand Post-Listing Liquidity of Newly Listed Firms", *Journal of Bankingand Finance*, 27, 507-229.

RITTER, J.R. (1984) "The Hot Issue Market of 1980", *Journal of Business*, 57, 215-240.

ROGER, G. Ibbotsonand JEFFREY, F. Jaffe (1975) "Hot Issue Markets", *The Journal of Finance*, 30(4), 1027 -1042.

TEKER, S. ve EKİT, Ö. (2003) "2000 Yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Halka İlk Arzı Yapılan Hisse Senetlerinin Performansı", *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, 4 (1), 117-128.

ÜNLÜ, U. ve ERSOY, E. (2008) "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), 243-258.

YUNG, Chris, ÇOLAK, Gönü and WANG, Wei (2008) "Cycles in The IPO Market", *Journal of Financial Economics*, 89, 192- 208.