

FİRMALARIN BIST KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE ALINMASININ HİSSE SENEDİ GETİRİSİNE ETKİSİ*

The Effect on Stock Return of Inclusion in the BIST Corporate Governance Index

Nuriye YETGİN** & Ersan ERSOY***

Özet

Bu çalışmanın amacı, firmaların kurumsal yönetim endeksine alınmasına ilişkin bilgiyi kullanarak yatırımcıların anormal getiri sağlayıp sağlayamayacaklarını araştırmaktır. 2007-2018 döneminde BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 59 firmayı kapsayan çalışmada olay çalışması yöntemi kullanılmıştır. -10 gün ile +10 günlük olay penceresi kullanılmış ve olay penceresinde yer alan her gün için ortalama anormal getiri oranlarının, olay penceresinde yer alan seçilmiş zaman aralıkları için de kümülatif ortalama anormal getiri oranlarının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı parametrik ve parametrik olmayan testlerden faydalanılarak analiz edilmiştir. Yapılan testler sonucunda, sadece olay gününden önceki 7. güne ait ortalama anormal getiri pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Olay gününü takip eden 3., 4. ve 10. günlere ait ortalama anormal getiriler negatif ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Kümülatif ortalama anormal getirilerde ise “Olay günü ile +3 gün arası”, ve “Olay günü ile +4 gün arası” kümülatif ortalama anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlı olmakla birlikte işareti negatif çıkmıştır. Genel bir değerlendirme yapıldığında, araştırma dönemi kapsamında yatırımcıların kurumsal yönetim endeksine alınma olayına ilişkin bilgiyi kullanarak piyasa getirisinin üzerinde bir getiri veya kümülatif anormal getiri sağlamadıkları söylenebilir.

Abstract

The aim of this study is to investigate whether the investors can get abnormal income using the information related to the corporations' getting into corporate governance index. In the study, event study method is used including 59 firms which are in BIST Corporate Governance Index starting from 2007 until the end of 2018 term. -10 and +10 event study range has been used. The event window of -10 days to +10 days was used and the average abnormal return rates for each day in the event window and the cumulative average abnormal return rates for selected time intervals in the event window were analyzed using parametric and non-parametric tests. As a result of the tests, only the average abnormal return for the 7th day before the event has been found to be positive and statistically significant. The average abnormal returns for the 3rd, 4th and 10th days following the event day were found to be negative and statistically significant. In the cumulative average abnormal returns “between the event day and +3 days” and “between the event day and +4 days” were statistically significant, but the sign was negative. When a general evaluation is made, it can be said that investors do not provide a return above the market return or a cumulative abnormal return by using the information regarding the inclusion in the corporate governance index within the scope of the research period.

Anahtar Kelimeler:
Kurumsal Yönetim,
Kurumsal Yönetim Endeksi, Endekse Alınma, Anormal Getiri, Kümülatif Anormal Getiri, Olay Çalışması.

JEL Kodları:
G11, G14, G34.

Keywords:
Corporate Governance,
Corporate Governance Index,
Index Inclusion,
Abnormal Return,
Cumulative Abnormal Return,
Event Study.

JEL Codes:
G11, G14, G34.

* Bu çalışma, Doç. Dr. Ersan Ersoy danışmanlığında Nuriye Yetgin tarafından hazırlanan “Firmaların BIST Kurumsal Yönetim Endeksine Alınmasının Hisse Senedi Getirisine Etkisi” adlı yüksek lisans tezinden türetilmiştir.

** Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans, nuryet.89@gmail.com, ORCID: 0000-0003-2767-1413

*** Doç. Dr., Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, eersoy1@yahoo.com, ORCID: 0000-0003-4079-2834

1. Giriş

Literatür incelendiğinde, kurumsal yönetim kavramı ile ilgili birçok tanım yapıldığı görülmektedir. Kurumsal yönetim; firmaların kendi menfaatleri doğrultusunda, firma sahip ve yöneticileri de dâhil olmak üzere müşteriler, borç verenler ve devlet gibi firma ile ilgili tüm çıkar gruplarını da içine alan bir yönetim anlayışıdır. Bu yönetim anlayışında hissedarlara eşit davranılması, hissedarlar dışında firmayla ilişki içerisinde bulunan diğer tarafların da haklarının korunması, hesap verebilirlik, sorumluluk, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık gibi kavramlar üzerinde durulmaktadır (Ersoy, Bayrakdaroğlu ve Şamiloğlu, 2011, s. 72).

1990’lı yıllarda başlayan şirket skandallarıyla (Enron, Worldcom, Parmalat ve Lehman Brothers vb.) birlikte kurumsal yönetim anlayışı yoğun bir şekilde tartışılmaya ve önemi gittikçe artmaya başlamıştır. Yaşanan şirket skandallarının ortak özellikleri, bu şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarındaki yetersizlikleridir. Ayrıca, bu şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarındaki yetersizlikleri sadece kendilerini değil faaliyette buldukları ülkelerin ekonomileri üzerinde de olumsuz etkiler yaratmıştır (Atamer, 2006, s. 11).

Kurumsal yönetim sisteminin iyi bir şekilde işleminin, büyük paya sahip hissedarlardan azınlık pay sahiplerine, yöneticilere, diğer menfaat sahiplerine, sermaye piyasalarına, ekonomik büyümeye ve bir bütün olarak bakmak gerekirse ülke ekonomisinin tamamına yararı vardır. Güçlü bir kurumsal yönetim sistemi, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde, mali kaynakları etkin bir şekilde kullanacak firmalara tahsis edilmesine yardımcı olarak, kaynakların etkin dağıtımında fayda sağlamaktadır. Dış yatırımcılar açısından ise haklarının güvence altına alınması ve korunması noktasında bir güvence verdiği için kurumsal yönetim sistemini uygulayan firmalara yatırım yapma eğilimi artmaktadır. Bu durumda hakları korunmuş olan hisse senedi yatırımcılarının ve borç verenlerin firmalara sundukları kaynak miktarı da artmaktadır. Kurumsal yönetim sisteminin sağlam bir temele dayalı olarak oluşturulması, uzun vadede ülkelerin sermaye piyasaları ve ekonomik büyümelerini olumlu yönde etkileyecektir (Çıtak, 2006, s. 146-156).

Türkiye’de SPK tarafından yapılan düzenlemeler çerçevesinden derecelendirme kuruluşları tarafından firmalara kurumsal yönetim ilkelerini uygulama durumları incelenerek bir not verilmektedir. Bu not neticesinde firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dâhil olup olamayacakları belirlenmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, hisse senetleri Borsa İstanbul’da işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık için 10 üzerinden en az 6,5 olan firmaların fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacı ile oluşturulmuştur. Kurumsal Yönetim Endeksi’nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır (Borsa İstanbul, 2018). Geçerli nota sahip firmaların endeksin temel kurallarına göre getiri ve fiyat yönünden performanslarının ölçülmesi endeksin esas amaçlarıdır (Karamustafa, Varıcı ve Er, 2009, s. 103).

Bu çalışmanın amacı, firmaların kurumsal yönetim endeksine alınmasına ilişkin bilgiyi kullanarak yatırımcıların anormal getiri sağlayıp sağlayamayacaklarını araştırmaktır. Bu amaçla, 2007-2018 döneminde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan 59 firmanın, söz konusu endekse alınmalarına ilişkin yapılan duyuruların, istatistiksel olarak anlamlı bir anormal veya kümülatif anormal getiriye neden olup olmadığı test edilmiştir. Olay çalışması yönteminin kullanıldığı çalışmada, analizlerde parametrik ve parametrik olmayan testlerden faydalanılmıştır. Konuyla ilgili sınırlı sayıda çalışmanın yapıldığı literatüre, daha güncel ve geniş bir örneklem kullanılmak suretiyle katkı sağlanacağı düşünülmektedir. Firmaların

kurumsal yönetim endeksine gireceğine dair bilgiye yatırımcıların olay penceresi içerisinde nasıl bir reaksiyon gösterdiğinin, kurumsal yönetim endeksine alınma olayının hisse senetlerinde pozitif bir anormal veya kümülatif anormal getiri sağlayıp sağlamadığının belirlenmesi, yatırımcılar açısından faydalı bilgiler sunacaktır.

Çalışma beş bölümde oluşmaktadır. Takip eden bölümde literatür taramasına yer verilmiş, üçüncü bölümde çalışmada kullanılan veri ve metodoloji ile ilgili bilgiler verilmiş, dördüncü bölümde elde edilen ampirik bulgular tartışılmış, beşinci bölümde ise elde edilen sonuçlar sunulmuştur. Çalışmadan elde edilen bulguların, kurumsal yönetim endeksine alınma olayına ilişkin kamuoyuna açıklanan bilgiler kullanarak, piyasanın üzerinde bir getiri sağlanıp sağlanamayacağına dair yatırımcılara yol gösterici nitelikte bilgiler sunacağı düşünülmektedir.

2. Literatür

Literatür incelendiğinde konuya ilişkin çelişkili sonuçların elde edildiği görülmektedir. Çalışmalardan elde edilen sonuçlardaki farklılıkların, çalışma kapsamında yer alan ülkelerin, çalışmalarda kullanılan yöntemlerin ve araştırma dönemlerinin farklı olmasından kaynaklandığı söylenebilir.

Gompers, Ishii ve Metrick (2003), ABD’de hissedar hakları güçlü olan firmaların zayıf olan firmalardan %8,5 daha fazla kazanç sağladıklarını bulmuştur. Black, Jang ve Kim (2005), Güney Kore’de kurumsal yönetim anlayışı yüksek olan firmaların düşük olan firmalara kıyasla paydaşlarına kardan daha fazla pay dağıttığını belirtmişlerdir. Core, Guay ve Rusticus (2006) ABD’de yapmış oldukları çalışmada, kurumsal yönetim anlayışının zayıf olduğu firmaların hissedarlarına düşük getiri sundukları yönünde bir ilişkiye ulaşmadıklarını belirtmişlerdir. Kim ve Yoon (2007), Güney Kore’deki firmalarda kurumsal yönetim seviyesi ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu tespit etmiştir. Shen ve Lin (2010) Tayvan’da yapmış oldukları çalışmada, kurumsal yönetim anlayışı yüksek olan firmaların daha yüksek getiri sağladığını tespit etmiştir.

Aygören ve Uyar (2007) İMKB’de denetim görüşlerinin hisse senedi getirisi üzerine etkisini araştırmıştır. Denetim görüşlerine ilişkin açıklamaların yapıldığı günlerde piyasanın tepkisini ölçmek için anormal getiriler hesaplanmıştır. İMKB’de işlem gören 101 firmanın 2004 ve 2005 yıllarına ait denetim raporlarındaki görüşler incelenmiştir. Olay yöntemi ile değerlendirilen çalışmada yatırımcıların anormal getiriler elde ettiği sonucuna varılmıştır. Şartlı ve olumlu denetim görüşlerinin yatırımcılara farklı bilgi değeri sundukları ve yatırımcıların farklı dönemlerde denetim görüşlerini değerlendirme şekilleri aynı olmamıştır. Çalışmanın sonucunda İMKB’nin yarı kuvvetli formda bir etkinliğe sahip olmadığı ifade edilmiştir.

Karamustafa vd. (2009) tarafından yapılan çalışmada, Kurumsal Yönetim Endeksi’nde işlem gören firmaların, endekse girmeden önceki ve endekse girdikten sonraki performansları karşılaştırılmıştır. Firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girmeden önceki 5 çeyrek dönemlik performansları ile Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girdikten sonraki 2 çeyrek dönemlik performansları arasında anlamlı bir farklılığın olup olmadığı araştırılmıştır. Aktif devir hızı, aktif karlılığı ve özsermaye karlılığında endeks kapsamına girmeden önce ve girdikten sonra anlamlı farklılıkların ortaya çıktığı sonucuna varılmıştır. Diğer performans göstergeleri olan; cari oran, borç oranı, finansal kaldıraç oranı, net kar marjı ve faaliyet kar marjında ise endekse girmeden önce ve sonrası anlamlı bir farklılık ortaya çıkmamıştır. Elde edilen sonuçlara göre;

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki firmaların performanslarında, endekse girdikten sonra kısmen de olsa bir artışın görüldüğü ifade edilmiştir.

Çarıkcı, Kalaycı ve Gök. (2009), BİST Kurumsal Yönetim Endeksi ile BİST 100 Endeksi ve volatilitelerini karşılaştırmıştır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum ile firmaların performansı arasında ilişki olmadığı sonucuna varılmıştır.

Sakarya (2011), hisse senetleri BIST’de işlem gören ve 2009 yılında ilk kez kurumsal yönetim derecelendirme notu alıp BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne alınan firmalarda, derecelendirme notlarının ilanı ile hisse senetlerinin getirisi arasındaki ilişkiyi olay çalışması yönteminden faydalanarak incelemiştir. Çalışmanın sonucunda kurumsal yönetim derecelendirme notunun ilanı ile hisse senedi getirisi arasında pozitif bir ilişkinin olduğu belirlenmiştir. Olay öncesinde ve olay sonrasında endeks kapsamındaki hisse senetlerinden anormal getiriler elde edilebileceği tespit edilmiştir. Eyüboğlu (2011) tarafından yapılan çalışmada, kurumsal yönetimin endeksinde yer alan firmaların, Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girmeden önceki ve girdikten sonraki TL bazlı aylık getirileri arasında anlamlı bir farklılığın olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

Kılıç (2011), BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 28 firmanın, söz konusu endekse girişlerinin kamuya açıkladıkları tarih ve sonrasında beş günde sağladıkları anormal getirileri incelemiştir. Çalışmada endekse giren firmaların %60’ının ilk günlerde yatırımcısına getiri sağladığı fakat ilerleyen günlerde endekste yer alan firmaların getiri üzerindeki etkisinin azaldığı tespit edilmiştir. Yatırımcıların Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dâhil olan firmalara ilgi göstermediği yönünde bir sonuca ulaşılmıştır.

Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2012), BIST’de kurumsal yönetimin hisse senedi getirisi üzerindeki etkisinin sektöre göre farklılık gösterdiği sonucuna varmıştır. İmalat, toptan ve perakende, otel ve lokanta sektöründe kurumsal yönetimin hisse senedi getirisi üzerinde etkisinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Öte yandan spor, sosyal hizmetler, eğitim, sağlık, elektrik, inşaat, ulaştırma ve bayındırlık, haberleşme sektörlerinde kurumsal yönetimin hisse senedi getirisi üzerinde etkisinin olmadığı ifade edilmiştir.

Gökçen, Sözüer ve Arslantaş’ın (2012) 2010 yılında Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan 24 firma ile 2010 yılı boyunca İMKB 50 Endeksinde yer alan 29 firmayı kapsayan çalışmasında, kurumsal yönetim ilkelerini benimsediğini piyasalara yansıtan firmaların olumlu bir algı yarattığı ve daha fazla yatırımcı çekerek değerini yükseltebildiği ifade edilmiştir.

Yenice ve Dölen (2013), Türkiye’de BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’ndeki firmaların borsa değerlerinin, kurumsal yönetim derecelendirme notundan etkilenip etkilenmediğini araştırmıştır. 2007-2011 yılları arasında endekste yer alan firmaların kurumsal yönetim derecelendirme notları tespit edilmiş ve kurumsal yönetim notlarının açıklanma tarihinden 30 gün önce ve 30 gün sonraki borsa değerleri karşılaştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda derecelendirme notu ile borsa değerleri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki olduğuna dair kanıtlar bulunmuştur.

Ege, Topaloğlu ve Özyamanoğlu (2013) 2009-2011 yılları arasında BİST’de faaliyet gösteren ve Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan 18 firmanın performansını TOPSIS yöntemine göre ölçmüş ve kurumsal yönetim kalitelerinin finansal performans üzerine tam olarak bir etkisinin olmadığı sonucuna varmıştır.

Yavuz, Yıldırım ve Elmas (2015), Kurumsal Yönetim Endeksi ile hisse senedi getirisi arasındaki ilişkiyi incelemiş ve çalışmada bazı günlerde anormal getiriler gözlemlenirken, bazı günlerde negatif getiriler olduğu tespit edilmiştir. Yapa'nın (2017), 2015 yılı ve öncesi BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 50 firmayı kapsayan ve 11, 21 ve 31 günlük olay pencerelerinin kullanıldığı çalışmasında, kurumsal yönetim endeksine alınma olayından sonraki anormal getirilerin olay öncesine göre olumlu yönde farklılık gösterdiği tespit edilmiştir.

Sakarya, Yazgan ve Yıldırım (2017), kurumsal yönetim derecelendirmesinin hisse senedi performansına etkisini, 2011-2015 yılları arasında hisse senetleri BIST'te işlem gören ve Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan 58 firma üzerinde araştırmıştır. Olay alışması yönetimi kullanılan çalışmada, firmaların kurumsal yönetim derecelendirmelerine ait not duyuruları ile hisse senedi getirileri arasındaki ilişki incelenmiştir. Araştırma sonucunda pozitif bir ilişkinin olmadığı tespit edilmiştir. Duyurunun gerçekleştiği tarihten 10 gün öncesi ve 10 gün sonrasında endeks kapsamında yer alan firmaların hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilemeyeceği, bu yüzden piyasanın yarı güçlü formda etkin olduğu görölmüştür.

3. Çalışmada Kullanılan Metodoloji ve Veriler

Çalışma, BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin (XKURY) oluşturulduğu 2007 yılından 2018 yılına kadar söz konusu endekse alınan 59 firmayı kapsamaktadır. Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 66 firma bulunmasına rağmen 7 firmanın halka açık olmaması ve dolayısıyla hisse senedi fiyat verilerinin olmaması nedeniyle çalışma kapsamına alınamamıştır. Çalışma kapsamında yer alan 59 firmanın Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınacaklarına ilişkin duyuru tarihleri ile ilgili bilgiler Kamuyu Aydınlatma Platformu ile Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin resmi internet sitesinden temin edilmiştir. Çalışma kapsamında yer alan firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınacaklarına ilişkin duyuru tarihleri Ek 1'de sunulmuştur. Firmaların ve BİST 100 endeksinin getirilerinin hesaplanmasında kullanılan fiyat verileri ise Matriks veri terminalinden alınmıştır.

Bu çalışmada, firmaların BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınmalarına ilişkin bilginin istatistiksel olarak anlamlı bir anormal veya kümülatif anormal getiri sağlayıp sağlayamadıkları olay çalışması (event-study) yöntemi kullanılarak araştırılmıştır. -10 gün ile +10 günlük olay penceresinin kullanıldığı çalışmada, olay penceresinde yer alan her gün için ortalama anormal getiri oranlarının, olay penceresinde yer alan seçilmiş zaman aralıkları için de kümülatif ortalama anormal getiri oranlarının istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı parametrik ve parametrik olmayan testlerden faydalanılarak incelenmiştir. Etik kurul izni ve/veya yasal/özel izin alınmasına gerek olmayan bu çalışmada araştırma ve yayın etiğine uyulmuştur

Birçok finansal olay çalışmasında birbirini izleyen dört adım bulunmaktadır. Bunlar sırasıyla; olayın tanımlanması, olay penceresinin tanımlanması (event window), olayın etkilerinin değerlendirilmesi ve modelin kurulup test edilerek sonuçların değerlendirilmesi şeklindedir (Sakarya, 2011, s. 153).

Olay alışması üç ana zaman bölümünden oluşmaktadır. Olay günü, olayın gerçekleştiği tarihi ifade eder. Olay penceresi (event window) olaydan sonraki aralıktır (pozitif test dönemini). İlgili olay gerçekleştikten sonra, olayın firmanın varlık fiyatları üzerindeki etkisinin kaç gün daha sürdüreceğini ifade etmektedir. Olaydan önceki aralık (negatif test dönemi), piyasada

işlem yapanların, olayla ilgili önceden bilgi alması durumunda, olay gerçekleşmeden kaç gün önce olayın fiyatları etkilemeye başladığını göstermektedir. Olay penceresi için çalışmalarda genellikle olaydan önce ve sonra olmak üzere 3'er gün, 5'er gün ya da 10'ar günlük olay pencereleri kullanılmaktadır. Olay penceresinin kısa zaman aralığında seçilmesi, çalışmadan alınan sonuçların istatistiksel olarak daha anlamlı olabileceği düşüncesiyle daha çok tercih edilmektedir. Uzun dönem aralıkları, olayın anlamlılığı ile ilgili yanlış değerlendirmelere neden olabilmesinden dolayı tercih edilmemektedir. Tahmin penceresinde (estimation window); (kontrol dönemi olarak da ifade edilmektedir), olay henüz meydana gelmemişken varlık getirilerinin piyasa getirisine kıyasla gerçekleşen normal davranışını belirlenmeye çalışılmaktadır (Sakarya vd., 2017, s. 66).

Olay çalışması kapsamında ortalama anormal getiri oranları ile kümülatif ortalama anormal getiri oranlarının hesaplanabilmesi için öncelikle hisse senetlerinin getirisini ve piyasa getirisini hesaplamak gerekmektedir. Çalışmada hisse senetlerinin getirisi Eşitlik 1 kullanılarak hesaplanmıştır. Eşitlikte yer alan R_{it} , i hisse senedinin t günündeki getirisini, P_{it} , i hisse senedinin t günündeki fiyatını, $P_{i,t-1}$ ise i hisse senedinin $t-1$ günündeki fiyatını göstermektedir.

$$R_{it} = \left(\frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} \right) - 1 \quad (1)$$

Çalışmada piyasa getirisini temsilen BIST 100 Endeksi'nin getirisi kullanılmıştır. Piyasa getirisi Eşitlik 2 yardımıyla hesaplanmıştır. Eşitlikte yer alan R_{mt} , BIST 100 Endeksi'nin t günündeki getirisini, P_{mt} , BIST 100 Endeksi'nin t günündeki değerini, $P_{m,t-1}$ ise BIST 100 Endeksi'nin $t-1$ günündeki değerini göstermektedir.

$$R_{mt} = \left(\frac{P_{mt}}{P_{m,t-1}} \right) - 1 \quad (2)$$

Çalışmada, anormal getiri (Abnormal Return - AR), ortalama anormal getiri (Average Abnormal Return - AAR) ve kümülatif ortalama anormal getiriler (Cumulative Average Abnormal Return-CAR) aşağıdaki gibi hesaplanmıştır (Ritter, 1991, s. 8);

Hisse senetlerinin t günündeki anormal getirisi (AR_{it}), Eşitlik 3'te gösterildiği gibi t gününe ait hisse senedi getirisi ile piyasa getirisi arasındaki fark alınarak hesaplanmıştır. Eşitlikte yer alan R_{it} , i hisse senedinin t günündeki anormal getirisini, R_{mt} ise piyasa getirisini temsilen kullanılan BIST 100 endeksinin t günündeki getirisini göstermektedir.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (3)$$

Ortalama anormal getiri (AAR_t), araştırma kapsamında yer alan hisse senetleri için hesaplanan t günündeki anormal getirilerin aritmetik ortalaması alınarak (Eşitlik 4) hesaplanmıştır.

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (4)$$

Kümülatif ortalama anormal getiri ($CAR_{q,s}$), Eşitlik 5'te gösterildiği gibi q ve s günleri arasındaki ortalama anormal getiriler toplanarak hesaplanmıştır.

$$CAR_{q,s} = \sum_{t=q}^s AAR_t \quad (5)$$

Olay penceresinin tamamındaki tüm günler ve olay penceresi içerisindeki seçilmiş zaman aralıkları için hesaplanan anormal getiriler ile kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadıkları parametrik ve parametrik olmayan testler kullanılarak araştırılmıştır. Çalışmada anormal ve kümülatif anormal getiriler, hisse senetlerinin getiri oranları kullanılarak hesaplandığı için parametrik ve parametrik olmayan yöntemlerden hangisinin kullanılacağına normal dağılım testi yapılarak karar verilmiştir.

Verilerin normal dağılıma sahip olması halinde parametrik testler, bu varsayımların geçerli olmaması durumunda ise parametrik olmayan testler kullanılmıştır (Kalaycı, 2014, s. 73, 85). Verilerin normal dağılıma sahip olup olmadığını araştırmak için Shapiro-Wilk Normal Dağılım Testi kullanılmıştır.

Shapiro-Wilk Testinde aşağıdaki hipotezler test edilmiştir:

H_0 : Veriler normal dağılıma sahiptir.

H_1 : Veriler normal dağılıma sahip değildir.

Shapiro-Wilk Testinde olasılık değerinin (p) 0,05'den büyük çıkması halinde H_0 hipotezi kabul edilir, dolayısıyla verilerin normal dağılıma sahip olduğu söylenir. Olasılık değerinin (p) 0,05'den küçük çıkması halinde ise H_0 hipotezi reddedilirken H_1 hipotezi kabul edilir ve verilerin normal dağılıma sahip olmadığı ifade edilir.

Anormal getiriler ve kümülatif anormal getiriler hesaplandıktan sonra verilerin normal dağılıma sahip olduğu durumlarda parametrik testlerden Tek Örneklem t Testi, verilerin normal dağılıma sahip olmadığı durumlarda ise parametrik olmayan testlerden Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi uygulanmıştır.

Tek Örneklem t Testi, herhangi bir örneklem grubuna ait ortalamanın, daha önceden belirlenen bir değerden istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde farklı olup olmadığını incelemek amacıyla kullanılır. Bu testte, analizi yapan kişinin grup ortalamasına ilişkin önceden belirlediği ya da istediği değer ile grubun ortalaması karşılaştırılmaktadır. (Kalaycı, 2014, s. 79-104). Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi, Tek Örneklem t Testinin parametrik olmayan karşılığıdır.

Olay pencerelerindeki tüm günler ve olay penceresi içerisindeki seçilmiş zaman aralıkları için hesaplanan anormal getiriler ile kümülatif anormal getirilerin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde sıfırdan farklı olup olmadığına ilişkin aşağıdaki hipotezler kurulmuştur.

H_0 : Olay penceresinde incelenen gün için hesaplanan ortalama anormal getiri oranı sıfıra eşittir ($\mu = 0$).

H_1 : Olay penceresinde incelenen gün için hesaplanan ortalama anormal getiri oranı sıfıra eşit değildir ($\mu \neq 0$).

H_0 : Olay penceresindeki zaman aralığı için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri oranı sıfıra eşittir ($\mu = 0$).

H_1 : Olay penceresindeki zaman aralığı için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri oranı sıfıra eşit değildir ($\mu \neq 0$).

4. Çalışmadan Elde Edilen Bulgular

Bu çalışmada, firmaların BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınmalarına ilişkin yapılan duyuruların, + 10 gün ile -10 günlük olay penceresinde yer alan günlerde ve seçilmiş zaman aralıklarında hisse senetlerinin istatistiksel olarak anlamlı bir anormal getiri ve kümülatif anormal getiri sağlayıp sağlamadıkları incelenmiştir. Bu sayede, firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi'ne gireceğine dair bilgiye yatırımcıların nasıl bir reaksiyon gösterdiği, bu bilgiyi yatırım kararlarında bir kriter olarak kullanıp kullanmadıkları tespit edilmeye çalışılmıştır. Ayrıca etkin piyasalar hipotezine göre, yarı güçlü formda etkin piyasalarda kamuya açıklanan tüm bilgiler fiyatlara yansıtacağı için böyle bir piyasada söz konusu bilgi ile piyasanın üzerinde bir getiri sağlanamayacaktır. Dolayısıyla firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınmalarına ilişkin piyasaya ulaşan bilgiler kullanılarak anormal getiri sağlanamaması, yarı güçlü formda piyasa etkinliğine bir kanıt sağlarken, tersine anormal getiri sağlanması ise piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığına dair bir kanıt sunacaktır.

Çalışmada öncelikle tanımlayıcı istatistikler ve anormal getiriler kullanılarak yapılan analizlerden elde edilen bulgular, daha sonra da kümülatif anormal getiriler kullanılarak yapılan analizlerden elde edilen bulgular sunulmuş ve değerlendirilmiştir. Tablo 1'de + 10 gün ile -10 günlük olay penceresinde yer alan günler için hesaplanan ortalama anormal getiri oranlarına ilişkin tanımlayıcı istatistikler verilmiştir.

Tablo 1. Anormal Getiri Oranları İçin Tanımlayıcı İstatistikler

Gün	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
-10	59	-5,738054	4,303474	-0,26832919	2,015730046
-9	59	-7,282143	4,440651	-0,55992573	2,382006602
-8	59	-5,169009	7,698680	0,40059232	2,434726812
-7	57	-3,059490	3,308870	0,48919926	1,613255602
-6	59	-4,126779	9,884104	0,08671641	2,347981482
-5	59	-3,692119	7,157977	-0,00766580	1,971523055
-4	59	-4,096921	3,944141	-0,17922992	1,706320765
-3	59	-4,278406	13,339882	0,21337595	2,532373886
-2	59	-3,173732	5,897119	0,44392388	1,759598514
-1	59	-2,544251	8,424814	0,64391868	2,495769241
0	59	-9,417302	4,835916	-0,04168005	2,181697640
+1	59	-12,338549	15,139576	0,04012832	3,553444686
+2	59	-4,212984	8,204434	-0,05387556	2,070673398
+3	58	-6,701524	3,420171	-0,62176895	1,702761828
+4	53	-4,318401	2,651446	-0,47610962	1,397433728
+5	59	-3,960135	9,356315	0,41918015	1,976237019
+6	59	-4,461319	6,188534	0,05574414	1,632644041
+7	59	-6,699133	6,219800	-0,05886202	2,321670293
+8	59	-7,053212	6,010416	0,09258619	2,325285259
+9	59	-7,089287	14,601897	-0,09004500	2,833765886
+10	59	-5,888647	4,724409	-0,55129554	1,985928512

Maksimum ve minimum değerleri incelendiğinde, firmaların ortalama anormal getiri oranının en düşük olduğu (-%12,3, -%9,4 ve -%7,3) günler sırasıyla olay tarihini takip eden 1. gün, olay tarihi ve olay tarihinden önceki 9. gündür. Ortalama anormal getiri oranının en yüksek olduğu (%15,1, %14,6 ve %13,3) günler ise sırasıyla olay tarihini takip eden 1. gün, 9. gün ve olay tarihinden önceki 3. gündür. Ortalama anormal getirilere bakıldığında, en düşük ortalama anormal getiri olay tarihini takip eden 3. gün ortaya çıkarken (-%0,62), en yüksek ortalama

anormal getiri olay tarihinden 1 gün önce (%0,64) ortaya çıkmıştır. Standart sapma değerlerinin en yüksek ve en düşük olduğu günler sırasıyla olay tarihini takip eden 1. gün ve 4. gündür. En yüksek standart sapma değerinin olay tarihini takip eden 1. güne ait olması, Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınma olayını takip eden ilk işlem gününde, söz konusu endekse alınan hisse senetlerinde fiyat hareketliliğinin, diğer bir ifadeyle volatilitenin daha fazla olduğu şeklinde yorumlanabilir. Ayrıca olay tarihini takip eden 1. günden sonra standart sapma değerlerinde düşüşler gözlenmiştir.

Olay penceresinde yer alan tüm günler için anormal getiri oranlarının normal dağılıma sahip olup olmadığı Shapiro-Wilk Normal Dağılım Testi ile incelenmiş ve sonuçlar Tablo 2'de sunulmuştur. Normal dağılım test sonuçları incelendiğinde, -10, -9, -8, -7, -4, +2, +3, +4, +6, +7, +8, +9 ve +10 günlerine ait anormal getirilere ilişkin olasılık değerlerinin 0,05'den büyük olduğu, diğer günlerde ise olasılık değerlerinin 0,05'den küçük olduğu görülmektedir. , -10, -9, -8, -7, -4, +2, +3, +4, +6, +7, +8, +9 ve +10 günlerine ait anormal getirilere ilişkin olasılık değerleri 0,05'den büyük olduğu için H_0 hipotezi kabul edilmiştir. Dolayısıyla söz konusu günler için anormal getiri oranları normal dağılım göstermektedir. Diğer günlerde ise olasılık değerleri 0,05'den küçük olduğu için H_0 hipotezi reddedilmiş, H_1 hipotezi ise kabul edilmiş ve söz konusu günler için anormal getiri oranlarının normal dağılıma sahip olmadığına karar verilmiştir.

-10 ile +10 gün olay penceresindeki normal dağılıma sahip günler (-10, -9, -8, -7, -4, +2, +3, +4, +6, +7, +8, +9, +10) için Tek rneklem t Testi, normal dağılıma sahip olmayan günler (-6, -5, -3, -2, -1, 0, +1, +5) için ise Tek rneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi uygulanmıştır.

Tablo 2. Anormal Getiri Oranları İçin Shapiro-Wilk Normal Dağılım Test Sonuçları

Gün	Statistic	p-değeri
-10	0,964	0,134*
-9	0,968	0,194*
-8	0,973	0,320*
-7	0,971	0,261*
-6	0,884	0,000
-5	0,922	0,003
-4	0,976	0,410*
-3	0,829	0,000
-2	0,885	0,000
-1	0,844	0,000
0	0,880	0,000
+1	0,796	0,000
+2	0,979	0,506*
+3	0,964	0,143*
+4	0,990	0,946*
+5	0,880	0,000
+6	0,983	0,716*
+7	0,977	0,450*
+8	0,989	0,925*
+9	0,960	0,098*
+10	0,967	0,181*

* simgesi % 5 anlam düzeyinde normal dağılıma sahip olduğunu ifade etmektedir.

Gerçekleştirilen Tek Örneklem t Testi ve Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testinden elde edilen sonuçlar Tablo 3’te yer almaktadır. Tablo 3 incelendiğinde, Kurumsal Yönetim Endeksi’ne alınmaya ilişkin duyurunun yapıldığı olay gününden önceki 7. gün, olay gününü takip eden 3., 4. ve 10. güne ait olasılık değerlerinin 0,05’den küçük ve istatistiksel olarak anlamlı olduğu görülmektedir. Dolayısıyla olay penceresinde incelenen söz konusu günler için hesaplanan ortalama anormal getiri oranının sıfıra eşit olduğunu ifade eden H_0 hipotezi reddedilirken, olay penceresinde incelenen söz konusu günler için hesaplanan ortalama anormal getiri oranının sıfıra eşit olmadığını ifade eden H_1 hipotezi kabul edilmektedir. Söz konusu günlerden, olay gününden önceki 7. güne ait anormal getiri ortalamasının işareti pozitif, diğer günlere ait anormal getiri ortalamalarının işaretleri ise negatiftir. Bu durum, Kurumsal Yönetim Endeksi’ne alınma olayına ilişkin duyurudan yani olay tarihinden önceki 7. günde hisse senetlerinin pozitif bir anormal getiri sağladığına işaret etmektedir. Olay tarihinden sonraki 3., 4. ve 10. günlerde ise hisse senetlerinde negatif anormal getiriye yol açtığını göstermektedir. Olay tarihinden önceki 7. günde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif anormal getiri varken olay tarihinden sonraki 3. 4. ve 10. günlerde istatistiksel olarak anlamlı ve negatif anormal getirilerin olması; yatırımcıların endekse dahil olma olayına ilişkin bilgiye olay öncesi dönemde pozitif bir değer atfettiklerine dair bir delil olarak değerlendirilebilir.

Tablo 3. Anormal Getiri Oranları İçin Tek Örneklem t Testi ve Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi Sonuçları

Gün	N	Ortalama	p-değeri	Kullanılan Test
-10	59	-0,26832919	0,311	Tek Örneklem t Testi
-9	59	-0,55992573	0,076	Tek Örneklem t Testi
-8	59	0,40059232	0,211	Tek Örneklem t Testi
-7	57	0,48919926	0,026*	Tek Örneklem t Testi
-6	59	0,08671641	0,728	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
-5	59	-0,00766580	0,502	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
-4	59	-0,17922992	0,423	Tek Örneklem t Testi
-3	59	0,21337595	0,934	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
-2	59	0,44392388	0,167	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
-1	59	0,64391868	0,353	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
0	59	-0,04168005	0,839	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
+1	59	0,04012832	0,970	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
+2	59	-0,05387556	0,842	Tek Örneklem t Testi
+3	58	-0,62176895	0,007*	Tek Örneklem t Testi
+4	53	-0,47610962	0,016*	Tek Örneklem t Testi
+5	59	0,41918015	0,264	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
+6	59	0,05574414	0,794	Tek Örneklem t Testi
+7	59	-0,05886202	0,846	Tek Örneklem t Testi
+8	59	0,09258619	0,761	Tek Örneklem t Testi
+9	59	-0,09004500	0,808	Tek Örneklem t Testi
+10	59	-0,55129554	0,037*	Tek Örneklem t Testi

* simgesi % 5 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Olay penceresinde yer alan -7, +3, +4 ve +10 günleri dışındaki diğer tüm günlerin ortalama anormal getiri oranlarına ait olasılık değerleri ise 0,05’den büyüktür ve dolayısıyla istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Bu durum, olay penceresinde incelenen söz konusu günler (olay günü dahil 21 günün 16’sında) için hesaplanan ortalama anormal getiri oranının sıfıra eşit olduğunu ifade eden H_0 hipotezinin kabul edilmesine, alternatif hipotez olan H_1

hipotezinin ise reddedilmesine yol açmıştır. Elde edilen bu bulgu, yatırımcıların bir firmanın Kurumsal Yönetim Endeksi'ne gireceğine dair bilgiyi kullanarak söz konusu günlerde yatırım yapmaları durumunda piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağlayamayacaklarını, diğeri bir ifadeyle anormal getiri elde edemeyeceklerini göstermektedir.

Sonuçlar biri bütün olarak değerlendirildiğinde, 4 gün hariç 21 günlük olay penceresinde yer alan diğeri tüm günlerde ortalama anormal getiri oranlarının istatistiksel olarak anlamsız çıkmasının, yarı güçlü formda piyasa etkinliğı hipotezini destekler nitelikte deliller sunduğı söylenebilir. Çünkü etkin piyasalar hipotezine göre yarı güçlü formda piyasa etkinliğinde, kamuoyuna bir hisse senedinin değerini etkileyecek nitelikte bir bilgi açıklandığında, bu bilginin anında fiyatlara yansıtacağı ve yatırımcıların bu bilgiyi kullanarak piyasanın üzerinde bir getiri sağlayamayacakları ileri sürmektedir.

Tablo 4. Kümülatif Anormal Getiri Oranları İçin Tanımlayıcı İstatistikler

Olay Penceresi	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma
-10 gün ile +10 gün arası	59	-19,541357	21,216665	-0,04785285	7,827466995
-10 gün ile -1 gün arası	59	-12,701650	32,078073	1,09405010	7,617847345
-5 gün ile -1 gün arası	59	-6,992160	27,151589	1,11432273	5,921939598
-2 gün ile olay günü (0) arası	59	-4,405993	14,541413	1,04616239	3,917323493
-1 gün ile olay günü arası	59	-4,764833	9,145694	0,60223851	2,956969171
Olay günü ile +1 gün arası	59	-14,415224	17,710258	-0,00155180	4,101332056
Olay günü ile +2 gün arası	59	-12,313168	25,914693	-0,05542736	4,685647274
Olay günü ile +3 gün arası	58	-12,560120	5,691678	-1,09869293	3,599137974
Olay günü ile +4 gün arası	59	-22,312268	20,072973	-1,00921093	5,137386253
Olay günü ile +5 gün arası	59	-21,605381	23,105503	-0,59003078	5,685490981
Olay günü ile +6 gün arası	59	-22,165269	22,383934	-0,53428663	5,947184420
Olay günü ile +7 gün arası	59	-24,288045	21,874971	-0,59314873	6,448636926
Olay günü ile +8 gün arası	59	-31,341257	20,643366	-0,50056247	6,894820344
Olay günü ile +9 gün arası	59	-20,518716	23,048909	-0,59060747	6,347271536
Olay günü ile +10 gün arası	59	-20,065622	22,396179	-1,14190302	6,405986753

Tablo 4'te + 10 gün ile -10 günlük olay penceresinde yer alan seçilmiş zaman aralıkları için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri oranlarına ilişkin tanımlayıcı istatistikler yer almaktadır. Maksimum ve minimum değerleri incelendiğinde, firmaların kümülatif ortalama anormal getiri oranının en düşük olduğu (-%31,3, -%24,3 ve -%22,3) olay pencerelerinin sırasıyla "Olay günü ile +8 gün arası", "Olay günü ile +7 gün arası" ve "Olay günü ile +4 gün arası"nda olduğu görülmektedir. Kümülatif anormal getiri oranının en yüksek olduğu (-%32,1, -%27,2 ve -%25,2) olay pencereleri ise sırasıyla "-10 ile -1 gün arası", "-5 gün ile -1 gün arası" ve "Olay günü ile +2 gün arası"ndadır.

Kümülatif ortalama anormal getiriler incelendiğinde, en düşük kümülatif ortalama anormal getirinin olay günü ile +10 gün arasındaki olay penceresinde (-%1,14), en yüksek kümülatif ortalama anormal getirinin ise -5 gün ile -1 gün arasındaki olay penceresinde (%1,1) gerçekleştiğı görülmektedir. Olay tarihinden önceki zaman aralıklarına ait kümülatif ortalama anormal getiriler -10 gün ile +10 gün arası hariç diğeri zaman aralıklarında pozitifken, olay tarihinden sonraki zaman aralıklarının tamamında negatiftir. Bu durumdan yola çıkarak, firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi'ne gireceğine dair beklentilerin yatırımcılar tarafından

önceden satın alınıp, olay tarihinden itibaren de bu beklentilere dayalı olarak alınan pozisyonlarını realize ettikleri şeklinde bir yorum yapılabilir.

Standart sapma değerlerinin en yüksek ve en düşük olduğu olay pencereleri sırasıyla -10 gün ile +10 gün arasındaki olay penceresi ve -1 gün ile olay günü arasındaki olay penceresidir. Standart sapma değerlerinin olay pencerelerindeki dağılımı incelendiğinde, olay tarihi ile olay tarihinden önceki zamanlar kullanılarak oluşturulan olay pencerelerinde, olay pencerelerini oluşturan zaman aralıkları kıaldıkça standart sapma değerlerinin düşüş gösterdiği görülmektedir. Olay tarihinden sonraki günler için oluşturulan zaman aralıklarında ise olay pencerelerini oluşturan zaman aralıkları uzadıkça standart sapma değerlerinin genel olarak yükseliş gösterdiği görülmektedir. Bu durum olay tarihinden önceki 10 günden, Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınma olayının duyurulduğu olay tarihine yaklaştıkça hisse senetlerinin volatilitésinin azaldığına, olay tarihinden sonra ise arttığına işaret etmektedir.

Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giren firmaların olay penceresinde yer alan seçilmiş zaman aralıklarındaki kümülatif anormal getiri oranlarının normal dağılıma sahip olup olmadığı Shapiro-Wilk Normal Dağılım Testi ile incelenmiştir. Normal dağılım test sonuçları Tablo 5'te sunulmuştur.

Tablo 5. Kümülatif Anormal Getiri Oranları İçin Shapiro-Wilk Normal Dağılım Test Sonuçları

Olay Penceresi	Statistic	p-değeri
-10 gün ile +10 gün arası	0,970	0,235*
-10 gün ile -1 gün arası	0,820	0,000
-5 gün ile -1 gün arası	0,814	0,000
-2 gün ile olay günü (0) arası	0,899	0,000
-1 gün ile olay günü arası	0,944	0,021
Olay günü ile +1 gün arası	0,876	0,000
Olay günü ile +2 gün arası	0,880	0,000
Olay günü ile +3 gün arası	0,914	0,002
Olay günü ile +4 gün arası	0,835	0,000
Olay günü ile +5 gün arası	0,981	0,598*
Olay günü ile +6 gün arası	0,966	0,166*
Olay günü ile +7 gün arası	0,957	0,070*
Olay günü ile +8 gün arası	0,958	0,081*
Olay günü ile +9 gün arası	0,916	0,002
Olay günü ile +10 gün arası	0,941	0,017

* simgesi % 5 anlam düzeyinde normal dağılıma sahip olduğunu ifade etmektedir.

Tablo 5'te görüldüğü üzere, normal dağılım test sonuçlarına göre, “-10 gün ile +10 gün arası”, “Olay günü ile +5 gün arası”, “Olay günü ile +6 gün arası”, “Olay günü ile 7+ gün arası” ve “Olay günü ile +8 gün arası” için kümülatif anormal getiri oranlarına ait olasılık değerleri 0,05'ten büyüktür. Dolayısıyla söz konusu zaman aralıklarında yer alan olay pencereleri için H_0 hipotezi kabul edilmiş ve kümülatif getiri oranı verilerinin normal dağılım gösterdiğine karar verilmiştir. Diğer zaman aralıklarına ait olay pencerelerinde ise olasılık değerinin 0,05'ten küçük olduğu görülmektedir. Bu nedenle, H_0 hipotezi reddedilmiş, verilerin normal dağılmadığını ifade eden H_1 hipotezi ise kabul edilmiştir.

“-10 gün ile +10 gün arası”, “Olay günü ile +5 gün arası”, “Olay günü ile +6 gün arası”, “Olay günü ile 7+ gün arası” ve “Olay günü ile +8 gün arası” olay pencerelerine ait veriler normal dağılım gösterdiği için kümülatif ortalama anormal getirilerin sıfırdan farklı olup

olmadığını test etmek için Tek Örneklem t Testi kullanılmıştır. Diğer zaman aralıklarına ait olay pencerelerine ait veriler normal dağılım göstermediği için kümülatif anormal getirilerin sıfırdan farklı olup olmadığını test etmek için Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi kullanılmıştır.

Tek Örneklem t Testi ile Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testinden elde edilen sonuçlar Tablo 6’da raporlanmıştır. Tablo 6’da görüldüğü üzere, Kurumsal Yönetim Endeksi’ne alınmaya ilişkin duyurunun yapıldığı tarih ile bu günü takip eden 3. ve 4. günler arasındaki (“Olay günü ile +3 gün arası”, “Olay günü ile +4 gün arası”) ortalama kümülatif anormal getiri oranlarının olasılık değerleri 0,05’den küçük ve istatistiksel olarak anlamlıdır. Ancak söz konusu zaman aralıklarına ait ortalama kümülatif anormal getirilerin işaretleri negatiftir. Bu bulgu, her ne kadar istatistiksel olarak anlamlı olsa da yatırımcıların, Kurumsal Yönetim Endeksi’ne alınmaya ilişkin duyurunun yapıldığı tarihte hisse senedini satın alıp, takip eden üçüncü veya dördüncü günün sonuna kadar elde tutması halinde kümülatif olarak piyasa getirisinin üzerinde değil altında bir getiri sağlayacağını göstermektedir.

Tablo 6. Kümülatif Anormal Getiri Oranları İçin Tek Örneklem t Testi ve Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi Sonuçları

Olay Penceresi	N	Ortalama	p-değeri	Kullanılan Test
-10 gün ile +10 gün arası	59	-0,04785285	0,963	Tek Örneklem t Testi
-10 gün ile -1 gün arası	59	1,09405010	0,608	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
-5 gün ile -1 gün arası	59	1,11432273	0,582	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
-2 gün ile olay günü (0) arası	59	1,04616239	0,197	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
-1 gün ile olay günü arası	59	0,60223851	0,398	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
Olay günü ile +1 gün arası	59	-0,00155180	0,728	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
Olay günü ile +2 gün arası	59	-0,05542736	0,353	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
Olay günü ile +3 gün arası	58	-1,09869293	0,039*	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
Olay günü ile +4 gün arası	59	-1,00921093	0,027*	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
Olay günü ile +5 gün arası	59	-0,59003078	0,429	Tek Örneklem t Testi
Olay günü ile +6 gün arası	59	-0,53428663	0,493	Tek Örneklem t Testi
Olay günü ile +7 gün arası	59	-0,59314873	0,483	Tek Örneklem t Testi
Olay günü ile +8 gün arası	59	-0,50056247	0,579	Tek Örneklem t Testi
Olay günü ile +9 gün arası	59	-0,59060747	0,734	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi
Olay günü ile +10 gün arası	59	-1,14190302	0,277	Tek Örneklem Wilcoxon İşaretli Sıra Testi

* simgesi % 5 düzeyinde anlamlı olduğunu ifade etmektedir.

Kümülatif ortalama anormal getiriler 15 farklı zaman aralığını içeren olay pencereleri için hesaplanmıştır. “Olay günü ile +3 gün arası” ve “Olay günü ile +4 gün arası” dışındaki 13 olay penceresi için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getirilere ait olasılık değerleri 0,05’den büyük ve dolayısıyla istatistiksel olarak anlamlı değildir. Bu bulgulara göre, söz konusu 13 olay penceresi için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiri oranlarının sıfıra eşit olduğunu ifade eden H_0 hipotezi kabul edilirken, alternatif hipotez reddedilmiştir. Elde edilen bu sonuç; firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi’ne gireceğine dair bilgiyi kullanarak; yatırımcıların söz konusu 13 olay penceresinde piyasa getirisinin üzerinde bir kümülatif anormal getiri sağlayamayacağını göstermektedir. Ortalama anormal getirilere ilişkin yapılan analizlerden elde edilen bulgulara paralel olarak, kümülatif ortalama anormal getirilere ilişkin yapılan analiz sonuçlarının da yarı güçlü formda piyasa etkinliği hipotezini destekler nitelikte kanıtlar sunduğu söylenebilir.

5. Sonuç

1990’lı yıllardan itibaren kurumsal yönetim bireysel ve kurumsal yatırımcılar, hissedarlar, yöneticiler ve finansal piyasalar ile ilgili her kesimin önem verdiği konulardan biri olmuştur. Özellikle 1990’lı yıllarda yaşanan şirket skandalları sonrasında kurumsal yönetimin önemi daha da anlaşılmış ve kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçiren firma sayısı her geçen yıl hızla artmaya başlamıştır. Uluslararası sermaye hareketlerinin öneminin artması ile birlikte yatırımcılar, ülke ve yatırım yapacağı firmalarda güven ve istikrar arayışı içinde olmuşlardır. Firmaların kurumsal yönetim ilkelerini uygulaması, gerek ulusal gerekse uluslararası yatırımcılar için bir tercih nedeni olmaya başlamıştır.

Olay çalışması yönteminin kullanıldığı bu çalışma, 2007-2018 yılları arasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne alınan 59 firmayı kapsamaktadır. Çalışmada, firmaların BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne alınmalarına ilişkin yapılan duyuruların, -10 gün ile +10 günlük olay penceresi içerisinde istatistiksel olarak anlamlı bir anormal veya kümülatif anormal getiriye neden olup olmadığı, parametrik ve parametrik olmayan testlerden faydalanılarak araştırılmıştır. Böylece, firmaların kurumsal yönetim endeksine gireceğine dair bilgiye, yatırımcıların olay penceresi içerisinde nasıl bir reaksiyon gösterdiği, bu bilgiyi yatırım kararlarında bir kriter olarak kullanıp kullanmadıkları tespit edilmeye çalışılmıştır.

Çalışmada, kurumsal yönetim endeksine alınma olayını takip eden ilk işlem gününde, endekse alınan hisse senetlerindeki fiyat hareketliliğinin, diğer bir ifadeyle volatilitenin daha fazla olduğu ancak ilk işlem gününden sonra azalış gösterdiği tespit edilmiştir. Kümülatif ortalama anormal getirilerde, olay tarihinden önceki zaman aralıklarına ait getiriler -10 gün ile +10 gün arası hariç diğer zaman aralıklarında pozitif, olay tarihinden sonraki zaman aralıklarının tamamında ise negatif çıkmıştır. Ayrıca kümülatif ortalama anormal getirilerde, olay tarihine yaklaştıkça hisse senetlerinin volatilitenin azaldığı, olay tarihinden sonra ise arttığı görülmüştür.

-10 gün ile +10 gün arasındaki 21 gün için ayrı ayrı hesaplanan ortalama anormal getirilerde, sadece 4 güne ait ortalama anormal getiriler (olay gününden önceki 7. gün, olay gününü takip eden 3., 4. ve 10. gün) istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Ancak bu günlerden sadece olay gününden önceki 7. güne ait anormal getiri ortalamasının işareti pozitifken, diğer günlere ait anormal getiri ortalamalarının işaretli negatif çıkmıştır. Olay penceresi içerisinde sadece bir günde istatistiksel olarak anlamlı ve pozitif ortalama anormal getiri sağlanmış, diğer üç günde getiriler negatif çıkmış ve 21 günlük olay penceresinde yer alan 17 güne ait ortalama anormal getiri oranlarının tamamı istatistiksel olarak anlamsız çıkmıştır. Bu bulgulardan hareketle, araştırma dönemi kapsamında yatırımcıların kurumsal yönetim endeksine alınma olayına ilişkin bilgiyi kullanarak piyasa getirisinin üzerinde bir getiri sağlamanın pek mümkün olmadığı söylenebilir.

Kümülatif ortalama anormal getiri oranlarında, olay günü ile bu günü takip eden 3. ve 4. günler arasındaki (“Olay günü ile +3 gün arası”, “Olay günü ile +4 gün arası”) kümülatif ortalama anormal getiriler istatistiksel olarak anlamlı olmakla birlikte işareti negatif çıkmıştır. 15 farklı zaman aralığını içeren olay pencerelerinden “Olay günü ile +3 gün arası” ve “Olay günü ile +4 gün arası” dışındaki 13 olay penceresi için hesaplanan kümülatif ortalama anormal getiriler ise istatistiksel olarak anlamlı bulunmamıştır. Bu sonuç; çalışmada kullanılan olay pencereleri içerisinde, firmaların kurumsal yönetim endeksine alınacağına dair bilginin

yatırımcılar tarafından kullanılarak piyasa getirisinin üzerinde kümülatif bir anormal getiri sağlanamadığını göstermektedir.

Ayrıca hem ortalama anormal getiriler hem de kümülatif ortalama anormal getiriler için yapılan analizlerden elde edilen sonuçların, yarı güçlü formda piyasa etkinliği hipotezini destekler nitelikte kanıtlar sunduğu söylenebilir. Çünkü etkin piyasalar hipotezine göre yarı güçlü formda piyasa etkinliğinde, kamuoyuna bir hisse senedinin değerini etkileyecek nitelikte bir bilgi açıklandığında, bu bilginin anında fiyatlara yansıtacağı ve yatırımcıların bu bilgiyi kullanarak piyasanın üzerinde bir getiri sağlayamayacakları ileri sürülmektedir.

Bu çalışmadan elde edilen bulguların Büyükşalvarcı ve Abdioğlu (2012), Sakarya vd. (2017), Eyüboğlu (2011), Yavuz vd. (2015), Kılıç'ın (2011) çalışmaları ile uyumlu olduğu söylenebilir. Bu çalışmalarda da endeks kapsamında yer alan firmaların hisse senetlerinden anormal getiriler elde edilemediği, bunun da yarı güçlü formda piyasa etkinliğini destekler nitelikte olduğu sonucuna varılmıştır.

Bu çalışmada anormal getirilerin hesaplanmasında, hisse senedi getirilerinin piyasa getirisine göre düzeltilmesi yöntemi kullanılmıştır. Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli gibi diğer modellerden faydalanarak hesaplanacak anormal getiriler kullanılarak da Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınma duyurusunun hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi araştırılabilir. Bu çalışmada, 21 günlük veriler kullanılarak kısa vadeli bir analiz yapılmıştır. Firmaların Kurumsal Yönetim Endeksi'ne alınmalarının uzun vadeli bir bakış açısıyla da araştırılabilir.

Araştırmacıların Katkı Oranı Beyanı

Yazarlar makaleye eşit oranda katkı sağlamış olduklarını beyan eder.

Çıkar Çatışması Beyanı

Bu çalışmada herhangi bir potansiyel çıkar çatışması bulunmamaktadır.

Kaynakça

- Atamer, M. (2006). *Halka açık anonim şirketlerde kurumsal yönetim ve doğrudan yabancı yatırımlar açısından değerlendirilmesi* (Uzmanlık Tezi). Hazine Müsteşarlığı, Ankara.
- Aygören, H. ve Uyar, S. (2007). İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi. *İMKB Dergisi*, 9(36), 31-51. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/datum/imkblog>
- Black, S. B., Jang, H. and Kim, W. (2005). *Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea* (ECGI-Finance Working Paper No. 86). Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=311275#
- Borsa İstanbul. (2018). *Kurumsal yönetim endeksi*. Erişim adresi: <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/163/kurumsal-yonetim-endeksi>
- Büyükşalvarcı, A. ve Abdioğlu, H. (2012). Kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirileri üzerine etkisi: İMKB şirketleri üzerine ampirik bir uygulama. *World of Accounting Science*, 14(1), 19-42. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/en/pub/mbdd>
- Core, J. E., Guay, W. R. and Rusticus, T. O. (2006). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *Journal of Finance*, 61(2), 655-687. Retrieved from <https://www.jstor.org/>
- Çarıkcı, İ. H., Kalaycı, Ş. ve Gök, İ. Y. (2009). Kurumsal yönetim şirket performansı ilişkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi üzerine ampirik çalışma. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi*, 1(1), 51-72. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/uaifd>
- Çıtak, L. (2006). Kurumsal yönetim sistemlerinde yakınsama. *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi*, 35, 145-172. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/siyasal>
- Ege, İ., Topaloğlu, E. E. ve Özyamanoğlu, M. (2013). Finansal performans ile kurumsal yönetim notları arasındaki ilişki: BİST üzerine bir uygulama. *Akademik Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi*, 5(9), 100-117. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/kilisiibfakademik>
- Ersoy, E., Bayrakdaroğlu, A. ve Şamiloğlu, F. (2011). Türkiye'de kurumsal yönetim ve firma performansı (Tobin Q ve anormal getiri) arasındaki ilişkinin analizi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 48(554), 71-84. Erişim adresi: <http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/>
- Eyüboğlu, K. (2011). Kurumsal yönetimin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisi: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki şirketler açısından bir değerlendirme. *Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1, 55-69. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/sbed>
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. and Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Gökçen, Z., Sözüer, A. ve Arslantaş, C. C. (2012). Yönetim kurulu özellikleri ve şirket performansları: İMKB Kurumsal Yönetim ve İMKB 50 Endekslerindeki işletmelerin karşılaştırılması. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme İktisadi Enstitüsü Yönetim Dergisi*, 23(72), 77-89. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/imj>
- Kalaycı, Ş. (2014). *SPSS uygulamalı çok değişkenli istatistik teknikleri*. Ankara: Asil Yayın Dağıtım.
- Karamustafa, O., Varıcı, İ. ve Er, B. (2009). Kurumsal yönetim ve firma performansı: İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki firmalar üzerinde bir uygulama. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 1(17), 100-119. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/kosbed>
- Kılıç, S. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine dâhil olan şirketlerin getiri performanslarının ölçülmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 48(552), 45-58. Erişim adresi: <http://www.ekonomikyorumlar.com.tr/>
- Kim, H. J. and Yoon, S. S. (2007). Corporate governance and firm performance in Korea. *Malaysian Accounting Review*, 6(2), 1-19. <http://dx.doi.org/10.24191/mar.v6i2.509>
- Ritter, J. R. (1991), The long-run performance of initial public offering. *The Journal of Finance*, 46(1), 3-27. <https://doi.org/10.2307/2328687>

- Sakarya, Ő. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamındaki Şirketlerin kurumsal yönetim derecelendirme notu ve hisse senedi getirileri arasındaki ilişkinin olay çalışması (event study) yöntemi ile analizi. *ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, 7(13), 147-162. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/ijmeb>
- Sakarya, Ő., Yazgan, K. F. ve Yıldırım, H. H. (2017). Kurumsal yönetim derecelendirmesinin hisse senedi performansına etkisi: BİST Kurumsal Yönetim Endeksi üzerine bir inceleme. *Sosyal ve BeŐeri Bilimler Araştırmaları Dergisi*, 19(40), 55-76. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/sobbiad>
- Shen, C. H. and Lin, K. L. (2010). The impact of corporate governance on the relationship between fundamental information analysis and stock returns. *Emerging Markets Finance & Trade*, 46(5), 90-105. doi:10.2753/REE1540-496X460506
- Yapa, K. (2017). BİST Kurumsal Yönetim Endeksi Őirketlerinin derecelendirme notu ilanının hisse senedi getirileri üzerine etkisi. *UŐak Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 10(3), 437-458. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/usaksosbil>
- Yavuz, S., Yıldırım, S. ve Elmas, B. (2015). Kurumsal yönetim endeksi ile Şirket hisse senedi getiri ilişkisi: BİST’de bir uygulama. *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(2), 73-82. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/erzisosbil>
- Yenice, S. ve Dölen, T. (2013). İMKB’de işlem gören firmaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun firma değeri üzerindeki etkisi. *Uluslararası Yönetim İktisat ve İŞletme Dergisi*, 9(19), 199-213. Erişim adresi: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/ijmeb>

Ek 1. BİST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde (XKURY) Yer Alan Firmaların Duyuru Tarihleri

Kod	Şirket Adı	Duyuru Tarihi	Kod	Şirket Adı	Duyuru Tarihi
1	AGHOL	AG Anadolu Grubu Holding A.Ş.	31	PRKME	Park Elektrik Üretim Maden. San.Tic. A.Ş.
2	AKSGY	Akiş Gayrimenkul Yatırım Ort. A.Ş.	32	PGSUS	Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.
3	AKMGY	Akmerkez Gayrimenkul Yat. Ort. A.Ş.	33	PETUN	Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.
4	AKSA	Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş.	34	PINSU	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.
5	ALBRK	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ş.	35	PNSUT	Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.
6	ANSGR	Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	36	SKBNK	Şekerbank T.A.Ş.
7	AEFES	Anadolu Efes Biracılık ve Malt San. A.Ş.	37	TATGD	Tat Gıda Sanayi A.Ş.
8	ARCLK	Arçelik A.Ş.	38	TAVHL	Tav Havalimanları Holding A.Ş.
9	ASELS	Aselsan Elektronik Sanayi ve Tic. A.Ş.	39	TOASO	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
10	AYGAZ	Aygaz A.Ş.	40	TRCAS	Turcas Petrol A.Ş.
11	COLLA	Coca-Cola İçecek A.Ş.	41	TUPRS	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
12	CRDFA	Creditwest Faktoring A.Ş.	42	PRKAB	Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri A.Ş.
13	DOHOL	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	43	TTKOM	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
14	DGGYO	Doğuş Gayrimenkul Yat. Ort. A.Ş.	44	TTRAK	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.
15	DOAS	Doğuş Otomotiv Servis Ve Ticaret A.Ş.	45	GARAN	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
16	ENKAI	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.	46	HALKB	Türkiye Halk Bankası A.Ş.
17	EREGL	Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.S.	47	TSKB	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
18	GARFA	Garanti Faktoring A.Ş.	48	SISE	Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.
19	GRNYO	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	49	VESTL	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
20	GLYHO	Global Yatırım Holding A.Ş.	50	YKBNK	Yapı Kredi Bankası A.Ş.
21	HLGYO	Halk Gayrimenkul Yatırım Ort. A.Ş.	51	MEMSA	Memsa Sın. Tic. Ve Mali Yat. A.Ş.
22	HURGZ	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	52	ISFIN	İş Finansal Kiralama A.Ş.
23	IHEVA	İhlâs Ev Aletleri İmalat San. ve Tic. A.Ş.	53	PETKM	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
24	IHLAS	İhlas Holding A.Ş.	54	VKGYO	Vakıf Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
25	ISGYO	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	55	EGCYH	Egeli&Co. Yatırım Holding
26	ISMEN	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	56	CEMAS	Cemaş Döküm Sanayi A.Ş.
27	İZOCM	İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.	57	AKBNK	Akbank T.A.Ş.
28	LOGO	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	58	BOYP	Boyer Perakende ve Tekstil Yat. A.Ş.
29	MGROS	Migros Ticaret A.Ş.	59	YGYO	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı
30	OTKAR	Otokar Otomotiv ve Savunma San. A.Ş.			

Kaynak: <http://www.tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-calisma-grubu-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi-kurumsal-yonetim-endeksi-tum-firmalar.html>, <https://www.kap.org.tr/>

THE EFFECT ON STOCK RETURN OF INCLUSION IN THE BIST CORPORATE GOVERNANCE INDEX

EXTENDED SUMMARY

The Aim of the Study

The aim of this study is to investigate whether the investors can get abnormal income using the information related to the corporations' getting into corporate governance index. It is thought that there can be contribution using more up-to-date and wider sample to the literature in which the number of studies related to the subject are limited. How the investors react in the event window to the information regarding the companies' getting into corporate governance index along with the event of getting into corporate governance index and the identification of its contribution as a positive abnormal or cumulative abnormal income on stocks will present useful data for investors.

Literature

When the literature is examined, it is seen that there are some contradictory results related to the subject. It can be said that the differences got from the studies related to the subject are due to the fact that the countries that are in the study and the methods along with research terms are different.

Methodology

In the study, event study method is used including 59 firms which are in BIST Corporate Governance Index starting from 2007 until the end of 2018 term. -10 and +10 event study range has been used. The event window of -10 days to +10 days was used and the average abnormal return rates for each day in the event window and the cumulative average abnormal return rates for selected time intervals in the event window were analyzed using parametric and non-parametric tests.

In the study, the returns of stocks are calculated using Equality 1.

$$R_{it} = \left(\frac{P_{it}}{P_{i,t-1}} \right) - 1 \quad (1)$$

In the study, representing the return of market, the return of BIST 100 Index is used. The market return is calculated with the help of Equality 2.

$$R_{mt} = \left(\frac{P_{mt}}{P_{m,t-1}} \right) - 1 \quad (2)$$

In the study, abnormal return (Abnormal Return - AR), average abnormal return (Average Abnormal Return - AAR) and cumulative average return (Cumulative Average Abnormal Return-CAR) are calculated as in the following (Ritter, 1991, s. 8);

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (3)$$

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (4)$$

$$CAR_{q,s} = \sum_{t=q}^s AAR_t \quad (5)$$

Shapiro-Wilk Normal Distribution Test has been used to search whether the data has normal distribution or not. Having calculated abnormal income and cumulative income, for the situations in which the data is distributed normally Single Sampling t Test has been applied. For the situations in which the data is not distributed normally, Single Sampling Wilcoxon Signed Order Test, one of non-parametric tests, has been applied.

Findings

The highest standard deviation value regarding the abnormal return amount belongs to the first day following the event date. Therefore, on the first day of trading day following the event of getting into Corporate Governance Index, the volatility of prices on stocks which are taken into the related index can be considered more. As a result of the tests, only the average abnormal return for the 7th day before the event has been found to be positive and statistically significant. The average abnormal returns for the 3rd, 4th and 10th days following the event day were found to be negative and statistically significant. In the cumulative average abnormal returns “between the event day and +3 days” and “between the event day and +4 days” were statistically significant, but the sign was negative.

Conclusion

When a general evaluation is made, it can be said that investors do not provide a return above the market return or a cumulative abnormal return by using the information regarding the inclusion in the corporate governance index within the scope of the research period. It can be said that the findings from this study are in coherence with the study of Büyüksalvarcı and Abdioğlu (2012), Sakarya etc. (2017), Eyüboğlu (2011), Yavuz etc. (2015), Kılıç (2011). In these studies, the companies that are in index cannot get abnormal returns from stocks as well, from which can be understood that it is in the quality of support in its half-power form for the market efficiency.