

BORSA İSTANBUL BÜNYESİNDE KATILIM ENDEKSİ OLUŞTURULMASININ HİSSE SENEDİ FİYATLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

THE EFFECT OF CREATING PARTICIPATION INDEX IN BORSA
ISTANBUL ON SHARE PRICES

Fatih KONAK

Doç. Dr., Hitit Üniversitesi, İşletme
Bölümü,
Çorum/Türkiye.
Assoc. Prof. Dr., Hitit University,
Business Department,
Çorum/Türkiye.
fatihkonak@hitit.edu.tr
ORCID ID: 0000-0002-6917-
5082

Diler TÜRKÖĞLU

Doktora Adayı, Hitit Üniversitesi,
Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme
Anabilim Dalı,
Çorum/Türkiye.
PhD. Candidate, Hitit University,
Graduate School of Social
Sciences, Business,
Çorum/Türkiye.
diler.turkoglu@samsun.edu.tr
ORCID ID: 0000-0001-5247-
1590

Makale bilgisi | Article Information

DOI: 10.47994/usbad.1140256

Makale Türü / Article Type: Araştırma Makalesi / Research Article

Geliş Tarihi / Date Received: 04.07.2022

Kabul Tarihi / Date Accepted: 02.12.2022

Yayın Tarihi / Date Published: 20.12.2022

Yayın Sezonu / Pub Date Season: Aralık / December

Bu Makaleye Atıf İçin / To Cite This Article: Konak, F., & Türkoğlu, D. (2022).
Borsa İstanbul Bünyesinde Katılım Endeksi Oluşturulmasının Hisse Senedi Fiyatları
Üzerindeki Etkisi. *USBAD Uluslararası Sosyal Bilimler Akademi Dergisi* 4(10), 813-
831.

İntihal: Bu makale intihal.net yazılımınca taranmıştır. İntihal tespit edilmemiştir.

Plagiarism: This article has been scanned by intihal.net. No plagiarism detected.



İletişim: Web: <https://dergipark.org.tr/tr/pub/usbad>
Mail: usbaddergi@gmail.com

Öz: Bu çalışmanın temel amacı Katılım Endeksi'nin 12 Kasım 2021 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul bünyesine dâhil edilmesinin hisse senedi fiyatlarındaki etkisini Olay Çalışması (Event Study) yöntemiyle ortaya koymaktır. Bu amaç doğrultusunda, BİST Katılım Tüm Endeksi'nde işlem gören 169 firmadan kesintisiz verisine ulaşılabilen 127 firmanın günlük kapanış fiyatları ile ortalama anormal getiriler (AAR) ve ortalama kümülatif anormal getiriler (CAAR) hesaplanmıştır. Uygulanan metodoloji kapsamında, olay günü olan 12 Kasım 2021 baz alındığında -20, - 250 hesaplama periyodunda, 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası inceleme dönemi dikkate alınmıştır. Elde edilen bulgulara göre, Borsa İstanbul Katılım Endeksi'ne dâhil olmanın hisse senedi getirileri üzerinde etkisinin olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, piyasanın bu bilgi seti çerçevesinde yarı güçlü formda etkin olmadığı neticesine ulaşılmıştır. Diğer taraftan, elde edilen istatistiksel olarak anlamlı bulguların süreklilik veya belli bir yön takip etmiyor olması, piyasa katılımcıları için bu tür bilgilerin yatırım süreçlerinde kullanılması aşamasında dikkatli olunması gerekliliğini ortaya koyduğu söylenebilir.

Anahtar Kelimeler: BİST Katılım Endeksi, Etkin Piyasalar Hipotezi, Davranışsal Finans, Olay Çalışması

Abstract: The main purpose of this study is to reveal the effect of the inclusion of the Participation Index in Borsa Istanbul as of November 12, 2021, on the stock prices, using the Event Study method. For this purpose, average abnormal returns (AAR) and average cumulative abnormal returns (CAAR) were calculated with the daily closing prices of 127 companies whose data can be accessed continuously from 169 companies according to the BIST Participation All Index. Within the scope of the methodology applied, 20 days before and 20 days after the event period were taken into account in the estimation period of -20, - 250, based on the event day, 12 November 2021. According to the findings, it has been determined that being included in the Borsa Istanbul Participation Index has an effect on stock returns. In addition, it has been concluded that the market is not efficient in a semi-strong form within the framework of this information set. On the other hand, it can be said that the statistically significant findings obtained do not follow a continuity or a certain direction, revealing the necessity of being careful when using such information in investment processes for market participants.

Key Words: BIST Participation, Efficient Markets, Behavioral Finance, Event Study

Giriş

Rasyonel yatırımcıların menkul kıymetler piyasasından beklentisi aynı risk düzeyinde maksimum getiri elde etmek ya da aynı getiri düzeyinde minimum risk almaktır. Dolayısıyla finansal piyasalarda fiyatların ön görülmesi büyük önem arz etmektedir. Yatırımcı açısından tahmin edilebilir menkul kıymet fiyatları beklenen getiriyi maksimum, riski ise minimum seviyede tutmaya yardımcı olabilecektir. Ancak Fama, Etkin Piyasalar Hipotezi ile piyasaların etkin olduğunu, dolayısıyla menkul kıymet fiyatlarının hali hazırda tüm bilgileri içerdiğini ve fiyatlardan anormal getiri elde edilemeyeceğini öne sürmektedir (Fama, 1970). Literatürde bu savı destekleyici çok sayıda çalışma bulunmaktadır (Choudhry, 1994; Narayan ve Parasad, 2007; Zeren vd., 2013; Bektur ve Aydın, 2019). Temelinde Beklenen Fayda odaklı Etkin Piyasalar Hipotezi, yatırımcının tamamen rasyonel olduğunu ve bu sebeple faydayı maksimize etmek adına beklentiler ve yatırımlar gerçekleştirdiğini iddia etmektedir. Ancak rasyonel yatırımcı odaklı ve anomalilerin mümkün olmadığını öne süren bu teorinin aksine Kahneman ve

Twersy (1979) Beklenti Teorisi ile yeni bir çalışma alanının varlığını gözler önüne sermiştir. Beklenen Fayda Teorisinin fayda odaklı yaklaşımının aksine değer odaklı bir yaklaşım olan Beklenti Teorisi varlık durumları değil, kazanç ve kayıplar olarak tanımlanabilmektedir. Başka bir ifadeyle kayıplara karşı verilen tepkiler, onlara denk düşen kazançlara karşı verilen tepkiden daha güçlüdür şeklinde özetlenebilir (Kahneman, 2018: 322-327).

Davranışsal Finans bağlamında, piyasa anomalileriyle normalüstü getiri elde edilebileceğini ispatlayan birçok çalışma finans literatüründe yer almaktadır. Bu çalışmalar piyasa ve firma anomalileri olduğu kadar yatırımcının psikolojisi odaklı da olabilmektedir. Bilişsel önyargı ve hevrestiklerin yatırımcıların karar verme aşamasındaki davranışlarını etkiledikleri, yatırımcının irrasyonel bir birey olduğu gerçeğine dayanmaktadır. Dolayısıyla yapılan çalışmalar Davranışsal finansı destekleyici anomalileri konu almaktadır.

Bireylerin irrasyonel karar vericiler olması birçok psikolojik ve sosyolojik temele dayanmaktadır. Kimi davranış bilimciler insanın doğal yolla kendiliğinden öğrenme; kimileri ise davranışın kaynağının kişinin kendisinden ziyade çevresinde olduğunu öne sürmektedir (Arkonaç, 1998: 395). Bu olgu irrasyonel bireyler açısından ele alındığında, yatırımcılar finans bilimine dini perspektiften bakabilmektedir. Buradaki karar verme kriteri İslam dininin emrettiği Kuran-ı Kerim kuralları ve dolayısıyla ortaklık esasına dayanan faizsiz, adil ve istikrarlı bir sistemin varlığıdır. Günümüzde İslami Finans enstrümanlarının kullanımının yaygınlaşması, bu enstrümanlara yatırım yapan bireylerin sayısında da artışa neden olmaktadır. Bu enstrümanlar aynı zamanda hisse senetleri ve risk ilişkisinin sonucu olarak kâr ve zarara katılma hakkını temsil etmektedir (Bayındır, 2015: 62). Bu doğrultuda İslami inanç sistemine göre yatırım yapan bireyleri Davranışsal Finans çerçevesinde değerlendirmek doğru olacaktır. Zira faydanın değil değer maksimizasyonunun ön planda tutulması İslami Finans açısından da karar vermede büyük rol oynamaktadır. İslami kriterlere uygun Hisse Senetleri, İslami birer enstrüman olup, İslami Endeks ya da Katılım Endeksi olarak anılan portföylere, belli kurallara göre seçilmektedirler. BİST Katılım Endeksi 09.07.2014 tarihinden 12.11.2021 tarihine kadar Bizim Menkul Değerler A.Ş. Danışma Kurulu onayıyla belirlenen kriterlerle Katılım 50 Endeksi olarak işlem görmekteydi. Ancak söz konusu Endeks 12.11.2021 tarihinden itibaren Borsa İstanbul bünyesine katılarak BİST Katılım Tüm Endeksi adı altında işlem görmektedir (Borsa İstanbul, 2021).

Tüm bu bilgiler ışığında çalışmanın amacı Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul'a katılmasının hisse senedi fiyatlarına etkisini, diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımı altında, Event Study (Olay Çalışması) yöntemiyle belirlemektir. Elde edilen bulguların hipotezler kapsamında değerlendirilmesi ve piyasa etkinliğinin araştırma sonuçlarıyla değerlendirilmesi hedeflenmektedir. Bu amaçlar doğrultusunda çalışmada Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans, İslami Finans ve BİST Katılım Endeksi ile ilgili teorik bilgilere yer verilmiştir. Hemen

akabinde literatür taraması gerçekleştirilmiş, veri seti ve metodoloji açıklanmıştır. Sonrasında analiz bulguları yorumlanarak, sonuçlara yer verilmiştir.

Etkin Piyasalar Hipotezi ve Davranışsal Finans

Rasyonel bir yatırımcı kitlesinin k r  maksimize etmek adına birbirleri ile rekabete girdikleri ve bilginin herkes tarafından kolay ulaşılabilir olduğu piyasa koşulları etkin piyasa olarak adlandırılmaktadır (Korkmaz ve Ceylan, 2017: 385). Etkin piyasa hipotezinin temel esasları ise Samuelson'a (1965) kadar dayanmakta olup tüm piyasa katılımcılarının bilgisi ve beklentisi tamamıyla fiyatlara yansımışsa, bilgi anlamında etkin bir piyasada fiyat değişimleri tahmin edilemez şeklinde ifade edilmektedir (D m, 2003: 2). Bu bakış açısıyla Etkin Piyasalar Hipotezi 1970 yılında Fama tarafından geliştirilerek menkul kıymet fiyatlarının mevcut bilgiyi tam olarak yansıttığı şeklinde kısaca tanımlanmaktadır (Fama, 1970: 383). Bir başka ifadeyle zaman içinde herhangi bir noktada, herhangi bir hisse senedi veyahut tahvil için fiyat, söz konusu firmanın gelecekte yapacağı tahminleri hakkında piyasa katılımcılarının toplu bilgilerini yansıtmaktadır. Yani yeni bir bilgi piyasaya ulaştığı anda menkul kıymetin fiyatına yansıyacaktır (Cornett vd., 2016: 244). Etkin Piyasalar Hipotezinin birbiriyle ilişkili iki bileşeni mevcuttur, bunlardan ilki fiyatların rasyonel olmasıyla ilgilenirken diğer piyasa alt etmenin mümkün olup olmadığı ile ilgilenmektedir (Thaler, 2019: 238).

Fama (1970) "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work" isimli çalışmasında piyasa etkinliğini  c düzeyde açıklamıştır (Fama, 1970: 383):

Zayıf formda piyasa etkinliğini, bilgi setinde tarihsel fiyatların dâhil olduğu etkinlik düzeyi olarak açıklamaktadır. Dolayısıyla tarihsel bilgilerle bugünkü fiyatları tahmin etmek olanaksızdır.

Yarı g cl  formda piyasa etkinliği, fiyatların kamuya açık olan diğer bilgileri de ( rneğin, yıllık kazanç duyuruları, hisse senedi bölünmeleri, vb.) içerdiğini, başka bir ifadeyle tarihsel bilgilere ek olarak açıklanmış kamu bilgilerinin de fiyatlara yansımış olması nedeniyle, açıklanan kamusal bilgilerle de fiyat tahmin etmek imk nsızdır.

G cl  formda piyasa etkinliğinde ise, belirli yatırımcıların veya grupların fiyat oluşumuyla ilgili herhangi bir bilgiye tek elci erişime sahip olup olmadığıyla ilgili g cl  biçim testleri gözden geçirilmektedir. Diğer bir deyişle kamuya açık duyurular da dâhil olmak üzere bütün bilgiler hisse senedi fiyatlarına yansımıştır ve yatırımcı hisse senedi fiyatlarını tahmin edememektedir.

Tüm bu bilgiler işığında etkin bir piyasada yatırımcının anormal getiri elde etmesi mümkün değildir (Karan, 2013: 277). Dolayısıyla hipoteze göre anomali elde edilememektedir. Ancak yapılan ampirik çalışmalarla elde edilen bulgular piyasalarda anormal getiri elde edilebileceğinin kanıtını ortaya koymaktadır (Koç vd., 2019; Amaroh, 2020; Konak ve  zkahveci, 2021). Kısacası Etkin Piyasalar Hipotezinin rasyonel yatırımcı perspektifi çizdiği, bir başka ifadeyle yatırımcıların

mevcut portföylerinden anormal getiri elde edemeyeceği ifade edilmektedir. Öte yandan yatırımcıların irrasyonel davranışlarının da yatırım kararlarında etkili olabileceğini öne süren ampirik Davranışsal Finans kavramının literatüre dahil olmasına sebep olmuştur. Daniel Kahneman ve Amos Tversky'ye 2002 yılı Nobel Ekonomi ödülü getiren çalışmalarında (Thinking, Fast and Slow) öne sürdükleri Beklenti Teorisi, Etkin Piyasalar Hipotezinin temelini oluşturan Beklenen Fayda Teorisine bir eleştiri olarak ortaya atılmıştır. Fayda teorisi, tüm koşullarda akılcı bir insanın faydayı ölçmesi ve bu doğrultuda tercihler yapması ve karar vermesi esasına dayanmaktadır (Bernstein, 2020: 131). Bu teoriyle birlikte beklenen fayda teorisinin aksine faydadan ziyade insanın doğasında yer alan değer maksimizasyonunun önemini ve insanın karar alma sürecinde rasyonel davranamayacağı (Kahneman, 2018) fikriyle birlikte Davranışsal Finansın kavramı çalışmalarda yerini almaya başlamıştır. Davranışsal Finans, finansal piyasalarda ve kararlarda yatırımcı psikolojisinin etkisini araştıran bir yaklaşım olarak tanımlanabilmektedir (Korkmaz ve Ceylan, 2017: 729). Geleneksel finansın aksine Davranışsal Finans piyasa anomalilerini de beraberinde getirmektedir. Tversky ve Kahneman (1989) anomaliyi "normatif modelden fiili davranış sapmalarının göz ardı edilemeyecek kadar yaygın, rastgele hata olarak reddedilemeyecek kadar sistematik ve normatif sistemi gevşeterek uyum sağlayamayacak kadar temeldir" şeklinde tanımlamaktadır. Anomaliler de kendi içerisinde sınıflandırılabilir. İlk olarak piyasa anomalilerinden bahsedilebilir. Piyasa anomalileri takvim anomalisi, haftanın günleri anomalisi, Ocak ayı anomalisi, Pazartesi anomalisi, tatil anomalisi, firma ve fiyat anomalisi olarak sıralanabilir; bir diğer anomali türü ise psikolojik ve bilişsel önyargılar olarak ifade edilmektedir. Bunlar temsililik, mevcudiyet, çıpalama, aşırı güven, inançta ısrarcılık ve doğrulayıcı önyargı, geri görüş önyargısı, optimizm önyargısı, aşına olma önyargısı, öncelik sonralık etkisi, muhafazakarlık, kendine atfetme önyargısı şeklinde sıralanabilmektedir.

İslami Finans ve Bist Katılım Endeksi

El-Mevdudi (2016)'ye göre bir ülkenin veya bir toplumun ekonomisinin felsefesinden bahsedilebilmesi için öncelikle o ülke ya da toplumun karşılaştığı ekonomik sorunlarla baş edebilme yeteneğine sahip olması ve bu sorunlara çözümcü yaklaşımlar sergilemesi gereklidir. Sonrasında söz konusu ekonominin felsefesi, o ülke ve toplumun maneviyatı ve sosyokültürel yapısı dolayısıyla gelenekleri ile uyumlu olmalıdır. Hiçbir toplum ahlaki felsefesi ve geleneksel yaşam tarzı ile ilişkili olmayan bir ekonomik sisteme adapte olamaz (El-Mevdudi, 2016: 161). El-Mevdudi'nin bu yaklaşımla geleneksel ekonominin homo economicus kavramına karşılık homo islamicus kavramını ortaya koymuştur. El-Mevdudi'nin ekonomik vizyonu insancıl, verimli, adil ve toplumun tüm bireylerin ihtiyaç ve refahının karşılanmasını garanti edecek bir işleyiş öngörmektedir. El-Mevdudi'ye göre verimlilik, ekonomistler için yıllar içinde merkezi bir önem kazanmaktadır. Kaynakların verimli paylaşımı, ekonomik analizler ve bu yönde bir politika geliştirmek için mutlaka gerekli olan bir olgudur (El-Mevdudi, 2016: 13-44). Tüm bu ilkeleri uygulamak Kur'an-ı Kerim'in öğretilerini iyi anlamaktan

geçmektedir. Bu doğrultuda İslami Finans en bilinen tanımı ile Şer'i kurallara göre işleyen finans olarak tanımlanabilmektedir.

Günümüzde İslami Finans'a artan ilginin nedenlerinden en önemlisi 2008 yılındaki küresel finansal krizin beraberinde faize dayalı finans endüstrisindeki kurumların toplum nezdinde sarsılan itibarlarıdır. Dolayısıyla son dönemde İslami Finans artan ilginin öncelikli nedeni, geleneksel finansal sisteme ahlak temelli bir alternatif olma ihtimalidir (Yanpar, 2021: 23). Geleneksel finansa alternatif olarak kabul edilen İslami Finans piyasalarına ilişkin öne çıkan ilk ilke faizden kaçınma ilkesidir (Bayındır, 2015: 28). El-Mevdudi (2018) "Faiz" adlı eserinde faizin (ribanın) yasak olması için birçok neden saymıştır, özellikle faiz için "toplumda servetin serbestçe dolaşımını durdurur, hatta servetin yönünü yoksullardan zenginlere doğru çevirir" şeklinde yapmış olduğu tanımlama İslami perspektifle yatırım yapan bireylere yol gösterici niteliktedir. Zira bu tanım sermaye piyasalarında servetin tabana yayılması ilkesini desteklemektedir ve yatırımcıların İslami Endekslere yönelmesinin sebepleri arasında önemli yer tutmaktadır. Tüm bilgilerden yola çıkarak geleneksel endekslere alternatif olarak İslami Endeksler, İslami bakış açısıyla karar veren yatırımcıların dikkatini çekmektedir. Bu endeksleri oluşturan İslami kriterlere uygun Hisse Senetleri, Şeriat hukukuna uygun alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin hisselerini ifade etmektedir. Bir hisse senedinin İslami esaslara uygunluğu şirketlerin faaliyette buldukları sektöre ve şirketlerin sermaye yapılarına bakılarak belirlenmektedir (Koç vd., 2019: 846). Ülkemizde İslami Endeksler, Katılım Endeksi adıyla işlem görmektedir. Katılım Endeksleri 12 Kasım 2021 tarihine kadar Endeks Danışmanı olan Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından Danışma Kurulu onayıyla belirlenen kriterler göz önünde bulundurularak, arındırma oranları sıralamasıyla oluşan paylardan meydana gelmekteydi. 12 Kasım 2021 tarihinden itibaren Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlayan Katılım Endeksleri Türkiye Katılım Bankaları Birliği (TKBB) bünyesinde bulunan Danışma Kurulu tarafından oluşturulmaktadır. Endekslerin kapsamı belirlenirken alkollü içki üretim ve ticareti, domuz ve domuz mamullerinin üretim ve ticareti, Tıbbi gayeler dışında uyuşturucu maddelerin üretim ve ticareti, faizli finans işlemleri, İslami değerlerle bağdaşmayan eğlence, otelcilik vb. faaliyetler, Ahlaka ve İslami değerlere aykırı yayıncılık gibi ilkeler göz önünde bulundurulmaktadır. Bu alanlardaki şirket faaliyetlerinden elde edilen gelirlerin toplam gelirler içindeki payının %5'i, bilançosunda yer alan faizli varlıkların, ortalama piyasa değeri veya toplam varlıklardan büyük olana oranının %33'ü ve yine bilançoda yer alan faizli borçların ortalama piyasa değeri veya toplam varlıklardan büyük olana oranının %33'ü aşıp aşmadığına bakılmaktadır. Bu aşamalar BİST Katılım Tüm Endeksini oluşturmaktadır. BİST Katılım 30, BIST Katılım 50 ve BIST Katılım 100 Endeksleri ise BIST Katılım Tüm Endeksi kapsamındaki şirketler arasından, işlem hacmi ve fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri en yüksek şirketler seçilerek oluşturulmaktadır. BIST Katılım 30, BIST Katılım 50, BIST Katılım 100 ve BIST Katılım Tüm endeksleri için Mayıs-Eylül ve Ekim-Nisan olmak üzere 2 endeks dönemi bulunmaktadır (Borsa İstanbul, 2021).

Literatür Taraması

Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul bünyesine dâhil edilmesinin hisse fiyatına olası etkisini belirlemeyi amaçlayan bu çalışma özelinde yapılmış akademik araştırmalardan öne çıkanlarının bir kısmına bu bölümde yer verilmiştir. İlgili literatür incelenirken kronolojik bir sıralama yerine farklı veya benzer sonuçlara birlikte yer verilip destek ve tartışma noktaları belirginleştirilmeye çalışılmıştır.

Koç, Çelik ve Çelikkol (2019) çalışmalarında Borsa İstanbul'da faaliyet gösteren şirketlerin Katılım 30 Endeksi'ne dâhil edilmesinin hisse senetlerinin finansal performansına etkisinin olup olmadığı olay çalışması yöntemi ile araştırmayı amaçlamışlardır. Çalışmada şirketlerin katılma Endeksi'ne dahil olduğu her bir tarih, olay tarihi olarak kabul edilmiş ve hisse senetlerinin kümülatif anormal getirileri istatistiksel olarak belirlenmiştir. Analiz sonucunda, şirketlerin BİST Katılım 30 Endeksi'ne dahil edilmeden önce hisse senetlerinin kümülatif anormal getirilerinde düşüş olduğu, düşüşün olay günü ve sonraki günlerde devam ettiği gözlemlenmiştir. Tablo değerleri, olay tarihinde ve takip eden günlerde %1, %5 ve %10 anlamlılık seviyelerinde istatistiksel olarak anlamlı ancak olumsuz sonuçların elde edildiğini göstermektedir. Buna göre şirketlerin Katılım Endeksi'ne dâhil edilmesinin hisse senedi fiyatlarını olumsuz etkilediği söylenebilmektedir. Amaro (2020) ise çalışmasında Endonezya Devlet Başkanı Joko Widodo'nun 2 Mart 2020'de Endonezya'daki ilk COVID-19 hastasıyla ilgili açıklamasına piyasa tepkisinin kanıtını sunmamayı amaçlamıştır. Jakarta İslami Endeksi 70 (JII)'de işlen gören şirketlerin duyuru öncesi ve sonrasında ortalama anormal getirileri arasında bir fark olup olmadığını olay çalışması yöntemiyle inceleyen çalışmada, duyurudan 9 gün önce ve duyurudan 9 gün sonra gözlemler yapılmıştır. Yapılan analizler neticesinde JII 70'in ortalama hisse senedi getirileri, duyurudan sonraki ilk gün artan, ancak duyurunun beşinci gününden sonra keskin bir şekilde düşen dalgalı bir seyir izlemiştir. Test, duyurudan önce ve sonra ortalama anormal getirilerin negatif olduğunu göstermektedir. Sonuç olarak negatif ortalama anormal getiri ile duyuruya piyasa olumsuz tepki vermekte ve yarı güçlü piyasa hipotezini desteklemektedir. Başka bir bakış açısıyla Konak ve Özkahveci (2021) çalışmalarında Katılım 50 Endeksi'ne kote olmuş firmalarda belirlenen zaman aralarında bu endekse dâhil olan ve endeksten çıkarılan hisselerinin getirileri üzerindeki etkiyi amaçlamaktadırlar. 2014 ve 2020 yılları arası endekse dâhil olan 181 ve endeksten çıkarılan 184 firmanın hisse senedi getirilerini olay çalışması yöntemiyle analiz edilmiştir. Çalışmada 181 ve endeksten çıkarılan 184, toplamda 414 (olay çalışması kapsamında duyuru/olay) şirket verisi -20, -250 hesaplama periyodunda -20, +20 olay penceresi dikkate alınmıştır. Sonuç olarak piyasanın yarı-güçlü formda olmadığı tespit edilmiştir.

Erdoğan ve Demir (2015) çalışmalarında BİST-100 Endeksi'nde 2007-2013 yılları arasında faaliyet gösteren şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dâhil olmaları ve yönetim kurulu bünyesinde bulunan komitelerin yapısının şirket performanslarına etkisini test etmeyi amaçlamaktadırlar. Panel veri analizi

yöntemi kullanılarak yapılan analizlerin bulguları incelendiğinde söz konusu etkenlerin firma performansı üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir.

Kılıç (2011) çalışmasında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan 28 şirketin, hisse senetlerinin üzerinde etkisi ve endekse dahil olduktan sonraki 5 günlük süreçte elde edilmesi muhtemel anormal getirilerin (Sermaye Varlıları Fiyatlama Modeli) CAPM ile test edilmesi amaçlanmıştır. Ampirik çalışmalar sonucunda şirketlerin İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girdikten birkaç gün içerisinde %60'ının yatırımcısına pozitif yönde anormal getiri sağladığı; ancak takip eden günlerde bu getirinin görece azaldığı gözlemlenmiştir. Benzer şekilde Kassim, Ramlee ve Kassim (2017) çalışmaları ile Financial Times Menkul Kıymetler Borsası Malezya EMAS Şeriat Endeksi'nden Haziran 2007 - Haziran 2014 döneminde 107 şirketin endekse dâhil olması ve 95 şirketin endeksten çıkarılması işleminden yola çıkarak, oluşabilecek anomaliyi olay çalışması metoduyla tahminlemeyi amaçlamışlardır. Çalışmada, dâhil edilen hisse senetlerinin önemli ve kalıcı normalüstü getiriler ve anormal hacimler gösterdiği tespit edilmiştir. Öte yandan, endeksten çıkarılan hisse senetlerinde ise ilan ve değişim tarihlerinden sonra geçici olarak anlamlı negatif getiriler ve normalin altında hacimlerin söz konusu olduğu bulgularına rastlanmıştır.

Çıtak ve Ersoy (2016) Firmaların BİST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne dâhil edilmesine yatırımcı tepkisini ölçtükleri çalışmalarında olay çalışması ve ortalama testleri yapılmıştır. Ortalama testleri sonucu Sürdürülebilirlik Endeksi'nde yer alan ve almayan firmaların getiri oranı ortalamaları arasında anlamlı farklara rastlanmamıştır. Olay çalışması sonuçları incelendiğinde ise Sürdürülebilirlik Endeksi'ne kote olan firmaların, açıklanma tarihi öncesi 10 gün ve sonrasındaki 10 günü kapsayan olay penceresinde yer alan herhangi bir gün için anormal getiri oranını ortalamasının sıfırdan farklı çıkmadığı görülmektedir. Farklı bir bakış açısıyla Eyüboğlu ve Bulut (2016) çalışmalarında 2003-2012 dönemleri için BİST-30 Endeksi'nde işlem gören şirketlerce yapılan duyuruların hisse senedi performansına etkisi araştırılmaktadır. Analizler, AAR açısından olay günü yatırımcıların en çok finansal haberler ile yeniden yapılanmaya ilişkin duyurulara tepki gösterdiği tespit edilmiştir. Bunun yanı sıra olay öncesi ve sonrası gözlemlenen istatistiksel açıdan anlamlı CAAR değerleri Borsa İstanbul'un yarı-güçlü formda etkin olmadığını işaret etmektedir. Benzer şekilde Jamil vd (2020) 2007-2015 yılları arasında olay çalışması metoduyla, bir hisse senedinin İslami kriterlere uygun hisse senetleri arasında girmesi ya da çıkmasının duyurulmasının hisse senedi üzerindeki etkisini Malezya'da piyasasında test etmiştir. Netice olarak bir hisse senedinin Şeriat Uyumlu Listesine dâhil edilmesiyle hisse senetlerinde fiyat artışının meydana geldiğine dair açık kanıtlar sunmakta olup listeden çıkarılması, hisse senedi fiyatının düşmesi nedeniyle negatif hisse senedi getirisine neden olmaktadır.

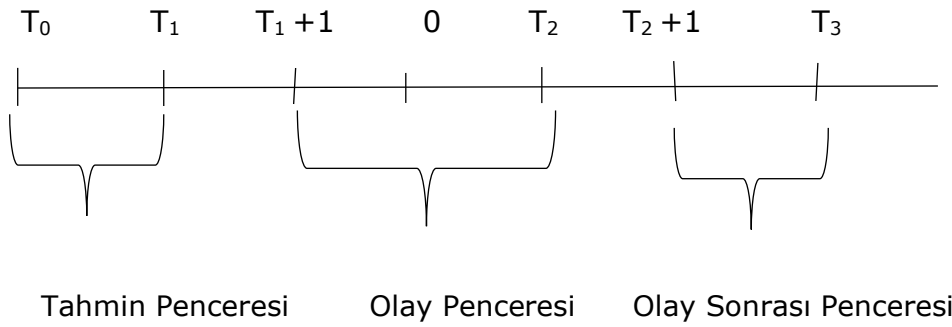
Shahzad vd. (2021) çalışmalarında 2011'den 2020 yılına kadar COVID-19 ve diğer bulaşıcı hastalıkların Pakistan'da işlem gören bankalar için hisse senedi

getirilerinin üzerindeki etkisini olay çalışması yöntemiyle tespit etmeyi amaçlamaktadırlar. Çalışma neticesinde yedinci gün hariç olay günden sekizinci güne kadar COVID-19 Pakistan'daki tüm bankaların hisse senedi getirileri üzerinde olumsuz ve önemli bir etkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Veri Seti ve Metodoloji

Çalışmada, Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul'da işlem göremeye başladığı 12 Kasım 2021 tarihi olay günü alınarak, söz konusu endekste kesintisiz bir şekilde işlem gören 127 firmanın verisi kullanılmıştır. Bu doğrultuda AAR ve CAAR hesaplamalarının yapıldığı süre olay günü olan 12 Kasım 2021'den -20-250 hesaplama periyodunda 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası inceleme dönemi dikkate alınmıştır. Uygulanan metodoloji kapsamında Olay alışması Zaman izelgesi Şekil 1'de gösterilmektedir. Hesaplama penceresi, olay penceresi ve olay sonrası penceresi Şekil 1'de ifade edilmektedir. Olay penceresi için olayın geçtiği gün etrafında ilgili olayın etki edebilmesi muhtemel kısa vadeli zaman aralığı araştırmacılar tarafından ön görülerek belirlenmesinin yanı sıra her gün için hesaplanan AR ve AAR değerleri birbirinden bağımsız olduğu için aralarında doğrudan bir etkileşim söz konusu değildir (Benninga, 2008: 372-373).

Şekil 1: Olay alışması Zaman izelgesi



Kaynak: (Benninga, 2008)

- "T₀" tahmin penceresinin başlangıç tarihini,
- "T₁" tahmin penceresinin bitiş tarihini,
- "[T₀ : T₁]" tahmin penceresi aralığını,
- "T₁ + 1" olay penceresinin başlangıç tarihini,
- "0" olay tarihini,
- "T₂" olay penceresinin bitiş tarihini,
- "[T₁ + 1: T₂]" olay penceresini aralığını,
- "T₂ + 1" olay sonrası penceresinin başlangıç tarihini,
- "T₃" olay sonrası penceresinin bitiş tarihini,
- "[T₂ + 1: T₃]" olay sonrası penceresi aralığını ifade etmektedir.

Bu bilgi doğrultusunda yukarıda bahsedilen olay penceresi -20-20 olarak incelemeye dâhil edilmiştir. Olay alışması metodolojisinde, beklenmedik bir olay seçilerek olayın kesin tarihi belirlenip ve bu olaydan etkilenen şirketlerin olay öncesi ve sonrası verileri analize dahil edilmektedir. Söz konusu olayın etkisini

değerlendirmek için menkul kıymetin ortalama ve kümülatif ortalama anormal getiri oranı belirlenmektedir. Olay penceresindeki gözlemlere dayalı anormal getiriler tahmin edildikten sonra anormal getiriler, olay penceresindeki gerçek getiriler ile olay penceresindeki normal getiriler arasındaki fark olarak tanımlanıp bulgular yorumlanmaktadır (Koç vd., 2019: 849). Veri setine dahil edilen endeksler değerlendirilirken, diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımı altında, olay çalışmasının metodolojisi şu şekilde ilerlemektedir:

Öncelikle hisse senetlerinin günlük getirileri, normal dağılıma yaklaştırmak amacıyla doğal logaritmaları alınarak aşağıda gösterildiği şekilde hesaplanır:

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \times 100 \quad (1)$$

R_t = t döneminde hisse senedine ait getirinin logaritmasını,

P_t = t döneminde hisse senedi fiyatını,

P_{t-1} = t-1 döneminde hisse senedi fiyatını ifade etmektedir.

İkinci olarak olay çalışmasında şirketlerin hisse senedi getirilerindeki değişim piyasa modeli kullanılarak hesaplanmaktadır (Koç vd, 2019).

$$E_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_t \quad (2)$$

α_i = i hisse senedine ait piyasa tarafından açıklanamayan ortalama getiriyi,

β_i = i hisse senedinin piyasa hareketlerine karşı duyarlılığını,

R_{mt} = piyasa endeksinin günlük getirisini ifade etmektedir.

Eşitlikte yer alan α_i ve β_i katsayıları en küçük kareler regresyonu yöntemiyle tahmin edilerek elde edilmektedir (Benninga, 2008, s. 333).

Üçüncü aşama duyuru sürecinde oluşan aşırı getiri hesaplanmaktadır (Brown ve Warner, 1985).

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

R_{it} = t gününde hisse senedinin getirini,

$E_{(r)it}$ = t gününde hisse senedinin beklenen getirisini ifade etmektedir.

Dördüncü aşamada ise t gününde n hisse senedinin ortalama anormal getirisi, AAR_t verilmektedir (Yazıcı ve Muradoğlu, 2002).

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

Son olarak her bir menkul kıymet için, olay tarihinden T gün sonra ortalama kümülatif anormal getiriler, $CAAR_t$ o dönem boyunca ortalama anormal getirilerin toplamı hesaplanmaktadır (Yazıcı ve Muradoğlu, 2002).

$$CAAR_t = \sum_{i=0}^x AR_t \quad (5)$$

Amaç kapsamında Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul'a dâhil olmasının etkisini gözlemlemek için oluşturulan hipotezler şu şekildedir:

H_0 : Borsa İstanbul Katılım Tüm Endeksi'ne dâhil olunan 20 günlük dönemde, endekste yer alan şirketlerin ortalama anormal getiri düzeyi sifıra eşittir.

H_1 : Borsa İstanbul Katılım Tüm Endeksi'ne dâhil olunan 20 günlük dönemde, endekste yer alan şirketlerin ortalama anormal getiri düzeyi sıfırdan farklıdır.

Bu hipotezler doğrultusunda yapılan analizlerden elde edilen bulgular sonucunda, Katılım Endeksi'nin BİST Endeksi'ne dâhil olma durumunda istatistiksel olarak anlamlı sonuçların elde edilmesi halinde H_0 hipotezi reddedilecektir.

Analiz ve Bulgular

Bu bölümde Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul bünyesine dâhil edilmesinin hisse fiyatına olası etkisinin tespiti amacıyla Data Stream Veri Bankası'ndan temin edilen veriler analiz edilerek kümülatif ortalama anormal getirilere ait bulgular değerlendirilmiştir. Analiz kapsamında dikkate alınan 127 şirkete ait AR değerlerinin anlamlılığının dışında, araştırma özelinde metodoloji bölümünde bahsedilen 4. eşitlikteki AAR değerleri ilgili olayın etkisinin incelenmesi için dikkate alınmıştır. Bu kapsamda AAR değerlerinin normal dağılım gösterip göstermediği Jarque-Bera testi uygulanarak ölçülmüştür. Elde edilen bulgulara göre ortalama anormal getirilerin Jarque-Bera istatistik değeri 23.18442 ve istatistiksel olarak anlamlı olması (prob: 0.000009) verilerin normal dağıldığını göstermektedir. Bu sonuçlar perspektifinde analiz için parametrik testlerin uygun olacağına karar verilmiştir.

Tablo 1: BIST Katılım Tüm Endeks'ine Giren Şirketler için AAR Sonuçları

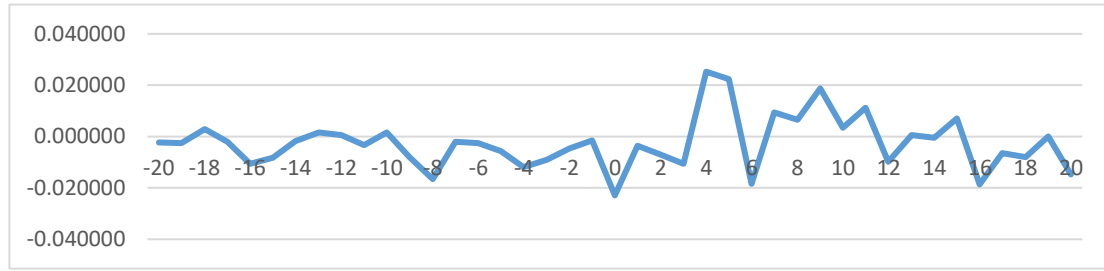
Gün	AAR	Standart Sapma	P-Değeri	Negatif AARs (%)
-20	-0.002399	0.022161	0.0860*	0.61
-19	-0.002504	0.024051	0.0827*	0.69
-18	0.002874	0.017994	0.12664	0.46
-17	-0.001924	0.024077	0.0635*	0.60
-16	-0.010545	0.017722	0.44710	0.76
-15	-0.008308	0.015457	0.40813	0.78
-14	-0.001761	0.023041	0.0608*	0.65
-13	0.001724	0.018645	0.0735*	0.54
-12	0.000604	0.021771	0.0221**	0.49
-11	-0.003433	0.020522	0.13260	0.62
-10	0.001494	0.027367	0.0434**	0.54
-9	-0.008126	0.028049	0.22748	0.69
-8	-0.016564	0.025114	0.48926	0.83
-7	-0.001941	0.023562	0.0655*	0.59

-6	-0.002536	0.021096	0.0954*	0.65
-5	-0.005566	0.019692	0.22210	0.71
-4	-0.011852	0.023525	0.38471	0.75
-3	-0.009093	0.025526	0.27772	0.80
-2	-0.004640	0.024346	0.15084	0.69
-1	-0.001440	0.019574	0.0585*	0.62
0	-0.022905	0.025618	0.62703	0.87
1	-0.003472	0.025140	0.10963	0.67
2	-0.006872	0.022952	0.23488	0.74
3	-0.010671	0.023990	0.34280	0.80
4	0.025272	0.027060	0.64787	0.15
5	0.022432	0.026006	0.60998	0.14
6	-0.018463	0.034489	0.40663	0.75
7	0.009492	0.031938	0.23321	0.42
8	0.006432	0.031786	0.16004	0.53
9	0.018706	0.034747	0.40872	0.31
10	0.003361	0.033786	0.079*	0.57
11	0.011286	0.031338	0.28066	0.35
12	-0.009793	0.035126	0.21914	0.67
13	0.000554	0.034065	0.12900	0.46
14	-0.000353	0.036226	0.00775	0.54
15	0.006977	0.034859	0.15831	0.42
16	-0.018620	0.034431	0.41039	0.76
17	-0.006447	0.032479	0.15704	0.64
18	-0.008118	0.032709	0.19560	0.67
19	-0.000044	0.032453	0.001***	0.54
20	-0.014761	0.035927	0.31813	0.75

*,** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlılığı ifade etmektedir.

Şirketlerin BİST Katılım Endeksi'ne dâhil edilmesi sonrası ortalama anormal getiri (AAR) grafik halinde şu şekilde gösterilmektedir:

Grafik 1: BIST Katılım Tüm Endeksi'ne Giren Şirketler için AAR Sonuçlarının Grafik Gösterimi



Borsa İstanbul'a dâhil olan Katılım Endeksi şirketler için AAR sonuçları Tablo 1 ve Grafik 1'de gösterilmektedir. Olayın gerçekleşme günü olan 0. gün negatif AAR sonucu dikkat çekmektedir; ancak bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir. Tablo 1 incelendiğinde olay gününde önceki 20 günlük periyotta 7 adet anlamlı negatif AAR değeri dikkat çekerken, 3 adet pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı AAR değeri gözlemlenmektedir. Olay gününden sonraki 20 günlük periyot incelendiğinde ise biri pozitif diğeri negatif olmak üzere 2 adet anlamlı sonuca ulaşılmaktadır. Endeks Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladıktan sonraki 10. günde pozitif ve %10 düzeyde anlamlı, 19. günde ise negatif ve istatistiksel açıdan %1 düzeyde anlamlı AAR değeri görülmektedir. Anlamlı bulguların gözlemlenmesi etkin piyasalar hipotezi anlamında baktığımızda BİST Katılım Endeksi açısından yarı güçlü formda etkin olmadığı ancak bu verilerin süreklilik arz etmemesi piyasanın anormal ortalamasının üzerinde getiri elde etmesine olanak sağlamamaktadır.

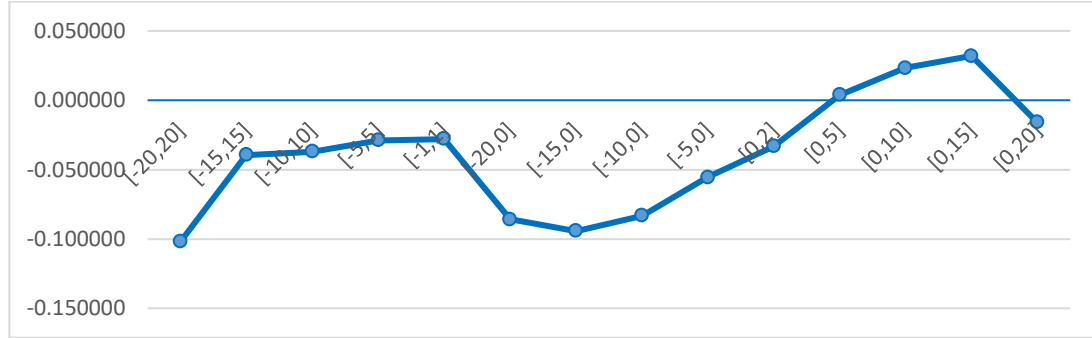
Tablo 2: BIST Katılım Tüm Endeksi'ne Giren Şirketler için CAAR Sonuçları

Gün	CAAR	Standart Sapma	P-Değeri	Negatif CAARs (%)
[-20,20]	-0.101940	0.225667	0.34776	74%
[-15,15]	-0.039453	0.187857	0.16600	65%
[-10,10]	-0.036950	0.184742	0.15821	69%
[-5,5]	-0.028808	0.098981	0.22850	69%
[-1,1]	-0.027817	0.046001	0.45354	80%
[-20,0]	-0.085934	0.119441	0.52682	81%
[-15,0]	-0.094342	0.107585	0.61779	85%
[-10,0]	-0.083168	0.096238	0.61087	86%
[-5,0]	-0.055496	0.061341	0.63266	89%
[0,2]	-0.033249	0.044660	0.54204	84%
[0,5]	0.003783	0.083137	0.036**	55%
[0,10]	0.023313	0.143146	0.12911	50%
[0,15]	0.031984	0.136672	0.18465	39%
[0,20]	-0.016005	0.161663	0.078*	61%

*,** ve *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel açıdan anlamlılığı ifade etmektedir.

[-20,+20] Şirketlerin BİST İstanbul Katılım Endeksi'ne dahil edilmesi sonrası ortalama kümülatif anormal getiri (CAAR) grafik halinde gösterimi ise şu şekildedir:

Grafik 2: BIST Katılım Tüm Endeksi'ne Giren Şirketler için CAAR Sonuçlarının Grafik Gösterimi



Tablo 2 ve Grafik 2'de ise Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul'a katıldığı tarih itibariyle farklı inceleme aralıklarında CAAR sonuçları gösterilmektedir. Tablo 2 incelendiğinde genel itibariyle istatistiksel olarak anlamsız sonuçlar elde edilmiş olsa dahi [0,5] ve [0,20] pencerelerinde sırasıyla %5 pozitif ve %10 negatif ve istatistiksel olarak anlamlı CAAR değerleri gözlemlenmektedir. Katılımın gerçekleştiği günden önceki pencerelerde ise hepsinde negatif kümülatif ortalama oluşmaktadır ancak sonuçlar istatistiksel olarak anlamsızdır. Nihayetinde BİST Katılım Tüm Endeksinin yarı güçlü formda etkin olmadığı söylenebilmektedir. Ayrıca tahmin edilebilir bir trendin oluşmaması, katılımcıların bu bilgileri kullanarak piyasayı alt etme olasılığının düşük olduğu sinyali vermektedir.

Sonuç

Bu çalışma Katılım Endeksi'nin 12 Kasım 2021 tarihi itibariyle Borsa İstanbul'a katılan hisse senetlerindeki fiyat değişikliklerini Olay Çalışması yöntemiyle belirlemeyi amaçlamaktadır. Piyasanın etkinliğinin test edildiği çalışmada söz konusu tarih itibariyle yatırımcının anormal getiri elde edip edemeyeceği araştırılmaktadır. Zira Etkin Piyasalar Hipotezine göre tüm bilgiler hali hazırda hisse senedi fiyatına yansımıştır ve yeni bir olay ya da duyuruyla yatırımcının piyasayı alt etmesi mümkün değildir. Öte yandan firmaya ya da pazara özgü anomalilerin hisse senedi fiyatlarına etki ederek anormal getiri elde edilebileceğini savunan Davranışsal Finans, aynı zamanda yatırımcının irrasyonel davranabileceğini başka bir ifadeyle bilişsel önyargıları ve psikolojik etmenlerin etkisi altında kalarak karar verebileceklerini öne sürmektedir. Literatürde yer alan birçok çalışma da bu savı desteklemektedir. İslami Finans perspektifinden bakıldığında ise yatırımcının dini inançları doğrultusunda verdiği kararlar da Davranışsal Finans konusuna girmektedir. Bu bakış açısıyla oluşturulan portföylerin İslami kurallara uygun bir başka ifadeyle İslami Finans kriterleriyle uyumlu olması gerekmektedir. Bu kriterler göz önünde bulundurulduğunda BİST Tüm Endeksi'nde işlem gören hisse senetlerinden oluşturulan ve İslami Endeks kuralları doğrultusunda arındırma oranlarına göre portföye dâhil edilen hisse

senetlerine yapılan yatırımlar ön plana çıkmakta ve yeni araştırma alanı ve konusu oluşturmaktadır. Bu teorik altyapı çerçevesinde, BİST Katılım Tüm Endeksi'nde işlem gören 169 firmadan süreklilik gösteren 127 firmanın günlük kapanış fiyatları ile veri seti oluşturulmuştur. Oluşturulan veri seti ile AAR ve CAAR hesaplamalarının yapıldığı süre olay günü olan 12 Kasım 2021'den -20-250 hesaplama periyodunda 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası inceleme dönemi dikkate alınmıştır.

Elde edilen bulgulara göre ortalama anormal getiri (AAR) sonuçları olay gününden sonraki 20 günlük dönem dikkate alındığında biri pozitif diğeri negatif olmak üzere 2 adet istatistiksel olarak anlamlı sonuca ulaşılmaktadır. Endeks Borsa İstanbul'da işlem göremeye başladıktan sonraki 10. günde pozitif ve %10 düzeyde anlamlı, 19. günde ise negatif ve istatistiksel açıdan %1 düzeyde anlamlıdır. Aynı şekilde kümülatif ortalama getiri (CAAR) sonuçları incelendiğinde ise [0,5] ve [0,20] pencerelerinde sırasıyla %5 pozitif ve %10 negatif yönde istatistiksel olarak anlamlı sonuçlara ulaşılmıştır. Sonuç olarak, Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul'a dâhil olmasıyla, diğere değişkenlerin sabit olduğu varsayımı altında, istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiş ve dolayısıyla piyasanın yarı güçlü formda etkin olmadığı gözlemlenmiştir. Bu sonuca göre H_0 hipotezi reddedilmektedir; ancak bu verilerin süreklilik arz etmemesi piyasada ortalamanın üzerinde getiri elde edilmesine olanak sağlamamaktadır. Dolayısıyla endekse dâhil olmanın pozitif ya da negatif yönlü baskın bir etkisinden söz etmek mümkün görünmemektedir. Çalışma da elde edilen bulgulara göre sonuçlar Erdoğan ve Demir (2015) ve Amaroh (2020) çalışmalarıyla çelişmekte; ancak Kılıç (2011), Eyüboğlu ve Bulut (2016) ve Koç, Çelik ve Çelikkol (2019) çalışmaları ile uyumluluk göstermektedir. BİST Katılım Endeksi'nin henüz yeni bir Endeks olarak değerlendirildiği göz önünde bulundurulduğunda yeni çalışma yapacak araştırmacılara, Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul'a katılmadan önceki ve katıldıktan sonraki süreç değişik teknik ve modeller uygulanarak volatilité, firma performansı gibi farklı çalışma konuları yaratabileceği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

- Amaroh, S. (2020). Covid-19 Outbreak And Capital Market Reaction: An Evidence From The Jakarta Islamic Index 70. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan Islam* 9(2), 227-244.
- Arkonaç, S. (1998). *Psikoloji Zihin Süreçleri Bilimi* (2. bsm.). İstanbul: Alfa Basım Yayım.
- Bayındır, S. (2015). *Fıkhi ve İktisadi Açından İslami Finans (Para ve Sermaye Piyasaları)* 2. İstanbul: Süleymaniye Vakfı Yayınları.
- Bektur, Ç., & Aydın, M. (2019). Borsa İstanbul ve Alt Endekslerinde Zayıf Formda Piyasa Etkinliğinin Analizi: Fourier Yaklaşımı. *Akademik İncelemeler Dergisi* 14(2), 59-76.
- Benninga, S. (2008). *Financial Modeling*. (3rd ed.). MIT Press.
- Bernstein, P. (2020). *Tanrılara Karşı Riskin Olağanüstü Tarihi*. (Çev.).C. Feyyat. İstanbul: Scala Yayıncılık.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case Of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14(1), 3-31.

- Borsa İstanbul. (2021). Mart 14, 2022 tarihinde Borsa İstanbul: <https://borsaistanbul.com/tr/sayfa/6842/bist-katilim-endeksleri> adresinden alındı.
- Brown, S., & Warner, J. (1985). Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics* 14(1), 3-31.
- Choudhry, T. (1994). Stochastic Trends and Stock Prices: an International Inquiry. *Applied Financial Economics* 4(6), 383-390.
- Cornett, M. M., Adair, T. A., & Nofsinger, J. (2016). *Finans*. (Çev.). V. Sarıkovanlık. Ankara: Nobel.
- Çıtak, L., & Ersoy, E. (2016). Firmaların BIST Sürdürülebilirlik Endeksi'ne Alınmasına Yatırımcı Tepkisi: Olay Çalışması ve Ortalama Testleri ile Bir Analiz. *Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi* 8(1), 43-57.
- Döm, S. (2003). *Yatırımcı Psikolojisi*. İstanbul: Değişim Yayınları.
- El-Mevdudi, E. A. (2018). *Faiz*. (Çev.). A. Genceli. İstanbul: Hilal Yayınları.
- El-Mevdudi, E. A. (2016). *İslam Ekonomisinin Temel İlkeleri*. (2. bsm). İstanbul: Çıra.
- Erdoğan, D., & Demir, Y. (2015). BİST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne Tabi Olmanın Firmanın Finansal Performansına Etkisi: 2007-2013 BİST 100 Örneği. *Sosyal Bilimler Metinleri* 2, 1-13.
- Eyüboğlu, K., & Bulut, H. (2016). Şirketlere Özgü Haberlerin Hisse Performansına Etkisi: BisT-30 Şirketleri Örneği. *Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi* 16, 113-138.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25(2), 383-417.
- Jamil, N. S., Hassan, H., & Bujang, I. (2020). The Effect of Shari'ah Compliance Announcements on Stock Returns in Malaysia. *International Journal of Business and Society* 21(1), 217-233.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica* 47(2), 363-391.
- Kahneman, D. (2018). *Hızlı ve Yavaş Düşünme*. (9. bs.). (Çev.). F. Deniztekin, & O. Ç. Deniztekin. İstanbul: Varlık Yayınları.
- Karan, M. (2013). *Yatırım Analizi ve Portföy Yönetimi*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kassim, N., Ramlee, R., & Kassim, S. (2017). Impact of Inclusion into and Exclusion From the Shariah Index on a Stock Price and Trading Volume: An Event Study Approach. *International Journal of Economics and Financial Issues* 7(2), 40-51.
- Kılıç, S. (2011). İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne Dâhil Olan Şirketlerin Getiri Performanslarının Ölçülmesi. *Finans Politik ve Ekonomik Yorumlar* 48(552), 45-58.
- Koç, Y., Çelik, S., & Çelikkol, H. (2019). The Stock Price Behavior of Participation Index Firms: The Event Study on Borsa İstanbul. *Business and Economics Research Journal* 4, 845-853.
- Konak, F., & Özkahveci, E. (2021). İslami Finans Perspektifinin Finansal Piyasalara Etkisi: Katılım 50 Endeksi Üzerine Bir Uygulama. *Avrasya Sosyal ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi (ASEAD)* 8(3), 217-239.
- Korkmaz, T., & Ceylan, A. (2017). *Sermaye Piyasası ve Menkul Değerler Analizi*. (8. bs.). Bursa: Ekin Yayınevi.

Narayan, P., & Parasad, A. (2007). Mean Reversion in Stock Prices: New Evidence from Panel Unit Tests for Seventeen European Countries. *Economics Bulletin* 3(34), 1-6.

Samuelson, P. A. (2016). Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. in *The World Scientific Handbook of Futures Markets*, 25-38.

Shahzad, F., Yannan, D., Kamran, H. W., Suksatan, W., Nik Hashim, N. A. A., & Razzaq, A. (2021). Outbreak of Epidemic Diseases and Stock Returns: An Event Study of Emerging Economy. *Economic Research-Ekonomika Istraživanja*, 1-20.

Thaler, R. (2019). *Akıllı İnsanların Mantıksız Kararları*. (1. Bs.). (Çev.). Z. Akın. İstanbul: Pegasus Yayınları.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1989). Rational Choice and the Framing of Decisions. In *Multiple Criteria Decision Making and Risk Analysis Using Microcomputers (Springer)*, 81-126.

Yanpar, A. (2021). *İslami Finans İlkeler, Araçlar ve Kurumlar*. (3. Bs.). İstanbul: Scala Yayıncılık.

Yazıcı, B., & Muradoğlu, G. (2002). Dissemination of Stock Recommendations and Small Investors: Who Benefits? *Multinational Finance Journal* 6(1), 29-42.

Zeren, F., Kara, H., & Arı A. (2013). Piyasa Etkinliği Hipotezi: İMKB İçin Ampirik Bir Analiz. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* 36, 141-148.

GENİŞLETİLMİŞ ÖZET: Bu çalışmada diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımıyla Katılım Endeksi'nin 12 Kasım 2021 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul bünyesine dâhil edilmesinin hisse senedi fiyatlarındaki etkisini, ölçmek amaçlanmıştır. Aynı zamanda elde edilen bulguların hipotezler kapsamında değerlendirilmesi ve piyasa etkinliğinin araştırma sonuçlarıyla değerlendirilmesi hedeflenmektedir. Çalışmada, Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul'da işlem göremeye başladığı 12 Kasım 2021 tarihi olay günü alınarak, söz konusu endekste kesintisiz bir şekilde işlem gören 127 firmanın verisi kullanılmıştır. Bu çerçevede AAR ve CAAR hesaplamalarının yapıldığı süre olay günü olan 12 Kasım 2021'den -20-250 hesaplama periyodunda 20 gün öncesi ve 20 gün sonrası inceleme dönemi dikkate alınmıştır. Amaç kapsamında Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul'a dâhil olmasının etkisini gözlemlemek için oluşturulan hipotezler şu şekildedir:

H₀: Borsa İstanbul Katılım Tüm Endeksi'ne dâhil olunan 20 günlük dönemde, endekste yer alan şirketlerin ortalama anormal getiri düzeyi sifıra eşittir.

H₁: Borsa İstanbul Katılım Tüm Endeksi'ne dâhil olunan 20 günlük dönemde, endekste yer alan şirketlerin ortalama anormal getiri düzeyi sifırdan farklıdır.

Bu hipotezler doğrultusunda yapılan analizlerden elde edilen bulgular sonucunda, Katılım Endeksi'nin BİST Endeksi'ne dâhil olma durumunda istatistiksel olarak anlamlı sonuçların elde edilmesi halinde H₀ hipotezi reddedilecektir. Olayın gerçekleşme günü olan 0. gün negatif AAR sonucu dikkat çekmektedir; ancak bu sonuç istatistiksel olarak anlamlı değildir. Olay gününden önceki 20 günlük periyotta 7 adet anlamlı negatif AAR değeri dikkat çekerken, 3 adet pozitif ve istatistiksel olarak anlamlı AAR değeri gözlemlenmektedir. Olay gününden sonraki 20 günlük periyot incelendiğinde ise biri pozitif diğeri negatif olmak üzere 2 adet anlamlı sonuca ulaşılmaktadır. Endeks Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladıktan sonraki 10. günde pozitif ve %10 düzeyde anlamlı, 19. günde ise negatif ve istatistiksel açıdan %1 düzeyde anlamlı AAR değeri görülmektedir. Anlamlı bulguların gözlemlenmesi etkin piyasalar hipotezi anlamında baktığımızda BİST Katılım Endeksi açısından yarı güçlü formda etkin olmadığı ancak bu verilerin süreklilik arz etmemesi piyasanın anormal ortalamasının üzerinde getiri elde etmesine olanak sağlamamaktadır. Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul'a katıldığı tarih itibarıyla farklı inceleme aralıklarında CAAR sonuçları genel itibarıyla istatistiksel olarak anlamsız sonuçlar elde edilmiş olsa dahi [0,5] ve [0,20] pencerelerinde sırasıyla %5 pozitif ve %10 negatif ve istatistiksel olarak anlamlı CAAR değerleri gözlemlenmektedir.

Katılımın gerçekleştiği günden önceki pencerelerde ise hepsinde negatif kümülatif ortalama oluşmaktadır ancak sonuçlar istatistiksel olarak anlamsızdır. Nihayetinde BİST Katılım Tüm Endeksinin yarı güçlü formda etkin olmadığı söylenebilmektedir. Ayrıca tahmin edilebilir bir trendin oluşmaması, katılımcıların bu bilgileri kullanarak piyasayı alt etme olasılığının düşük olduğu sinyali vermektedir. Sonuç olarak, Katılım Endeksi'nin Borsa İstanbul Katılım Endeksi'ne dahil olmasının, diğer değişkenlerin sabit olduğu varsayımı altında, istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmiş ve dolayısıyla piyasanın yarı güçte etkin olmadığı gözlemlenmiştir ve bu sonuca göre H_0 hipotezi reddedilmektedir; ancak bu verilerin süreklilik arz etmemesi piyasanın anormal ortalamanın üzerinde getiri elde etmesine olanak sağlamamaktadır. Dolayısıyla endekse dâhil olmanın pozitif ya da negatif yönlü baskın bir etkisinden söz etmek mümkün görünmemektedir.

EXTENDED ABSTRACT: In this research, it is aimed to determine the variation in the related stock prices with the inclusion of the Participation Index in Borsa Istanbul on 12 November 2021, from a behavioral point of view, under the assumption that other variables likely to affect share prices remain constant. At the same time, it is, also be aimed to contribute to the knowledge set on the efficiency of the market in line with the findings. While 12 November 2021, when the Participation Index started to be traded on Borsa Istanbul, was taken into account as the Event Day, the Estimation Window (-20,-250) and the (-20,+20) Event Window were determined. During this period, 127 companies that were traded in the index without interruption and provided data continuity were included in the analysis. The hypotheses created to observe the effect of the Participation Index being included in Borsa Istanbul within the scope of the purpose are as follows:

H0: The average abnormal return level of the companies included in the Borsa Istanbul Participation All Index in the 20-day period after the Event is equal to zero.

H1: The average abnormal return level of the companies included in the Borsa Istanbul Participation All Index in the 20-day period after the Event is different from zero.

According to the findings obtained from the analyzes made in line with these hypotheses, if statistically significant results are obtained, the H_0 hypothesis will be rejected. The negative AAR on the day of the event is not statistically significant. On the other hand, in the 20-day period before the event, 7 significant negative AAR values were noted, while 3 positive and statistically significant AAR values were detected. When the 20-day period after the event was examined, 2 significant results were obtained, one positive and the other. Negative. On the 10th day after the index started to be traded in Borsa Istanbul, a positive and 10% significant AAR value emerged, and on the 19th day, a negative and statistically significant AAR value at the 1% level. When we consider the results of AAR within the framework of the efficient markets hypothesis, it highlights the interpretation that the BIST Participation Index is not efficient in semi-strong form, but the fact that these data are not continuous does not allow to obtain above-average returns from the market. According to CAAR results that are analyzed at different examination intervals as of the date of Participation Index's participation in Borsa Istanbul, 5% positive and 10% negative and statistically significant CAAR values were observed in windows [0.5] and [0,20], respectively, while statistically significant CAAR values were observed in other examination windows. No significant results could be found. To reiterate, it can be said that the BIST Participation Whole Index is ineffective in semi-strong form. In addition, the absence of a predictable trend signals that the probability of participants to beat the market by using this information is low. As a result, it has been observed that the inclusion of the Participation Index in Borsa Istanbul has a statistically significant effect on share prices, under the assumption that other variables are constant, and therefore the market is not efficient in the semi-strong form. In addition, according to these results, the H_0 hypothesis is rejected. However, the lack of continuity of these data does not allow to obtain returns above the average in the market. Therefore, it does not seem possible to talk about a positive or negative

dominant effect of being included in the index. It should be noted that these results are interpreted under the limitations of the dataset, methodology and specific perspective used.