

Değer Hisse Senetleri ve Büyüme Hisse Senetlerinin Tahakkuk Uygulamaları Açısından Farklılıkları*

The Differences Between Value Stocks and Growth Stocks' Accruals Applications

Yrd.Doç.Dr. H. Cem Sayın - Prof.Dr. Semra Karacaer

Öz

Bu çalışmanın amacı, Değer ve Büyüme hisse senetleri olarak adlandırılan iki büyük yatırım kategorisinin kâr yönetimi pratiklerinin ortaya konulmasıdır. Bu amaç doğrultusunda gerçekleştirilen analizler için, 1999-2007 döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'na kayıtlı firmalara ait 807 firma yılı gözlem kullanılmıştır. Analizler sonucunda, Değer firmalarının Büyüme firmalarına kıyasla kârlarını daha fazla yönettikleri görülmüştür.

Bulunan sonuçlar doğrultusunda İMKB'ye kayıtlı Değer ve Büyüme firmalarıyla ilgili kararlar alınırken kâr yönetimi uygulamalarının dikkate alınması gerektiği ortaya çıkmıştır. Bu doğrultuda analiz sonuçlarının, yatırımcılara, finansal tablo kullanıcılarına, düzenleyici kurumlara ve ilgililere, Değer ve Büyüme firmalarının performansları, risklilik durumları ve kâr yönetimi yapıp yapmadıkları hakkında bazı önemli ipuçları sağlayarak, karar süreçlerinde ve çalışmalarında katkı sağlayacağı ifade edilebilir.

Anahtar Kelimeler: Değer Hisse Senetleri, Büyüme Hisse Senetleri, Kâr Yönetimi, Tahakkuklar.

Abstract

The aim of this study is to determine earnings management practices of two big investment categories which named value and growth stocks. For this purpose, 807 firm-years data of firms which listed in Borsa Istanbul

(İMKB) during 1999-2007 were analyzed. The analysis showed that value firms manage earnings more than growth firms.

According to the results of the study, investors should consider earning management practices when making decisions about growth and value stocks which are listed in İMKB. Therefore it can be stated that the analysis results can support the investors, users of financial tables, regulatory authorities, and other related parties in their decision processes and studies by providing important pointers and clues about the performances, risk levels and use of earning management of value and growth firms.

Keywords: Value Stocks, Growth Stocks, Earnings Managements, Accruals.

Giriş

Finansal varlıkların fiyat hareketleri gerek yatırımcılar gerekse ekonominin tamamı için büyük önem arz etmektedir. Gerçekleştirilen yatırımlardan elde edilen getirilerin düşük olması çeşitli likidite problemlerine neden olabilmekte ve hatta bu problemler yatırımcının iflasına kadar giden olumsuz etkilere yol açabilmektedir. Söz konusu kayıplara maruz kalan yatırımcı sayısının yüksek düzeyde olması durumunda ise, bütün ülke ekonomisi bundan etkilenebilmektedir.

Yrd. Doç. Dr. H. Cem Sayın, Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme Bölümü, hcsayin@anadolu.edu.tr
Prof. Dr. Semra Karacaer, Hacettepe Üniversitesi İİBF İşletme Bölümü, semra@hacettepe.edu.tr

* Bu makale, "Değer Hisse Senetleri ve Büyüme Hisse Senetlerinin Yapısal Özellikleri ve Tahakkuk Uygulamaları Açısından Farklılıkları" başlıklı Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi'nden türetilmiştir.

Bu soruna yol açan etmenlerin başında firmalar tarafından piyasaya sunulan bilgilerin çeşitli kaygılarla manipüle edilmesi, diğer bir adıyla kâr yönetimi¹ gelmektedir. Özellikle firma yöneticilerinin çıkarları doğrultusunda firmanın gerçek finansal durumunu ve faaliyet sonuçlarını olduğundan farklı gösterme çabaları, söz konusu firmaların hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların zarar etmelerine ve manipüle edilmiş bilgilere dayalı hatalı menkul kıymet alım-satım kararları nedeniyle fonların verimsiz alanlara kaymasına neden olmaktadır. Yatırımcılar için en önemli bilgi kaynağı olan finansal tabloların üretildiği muhasebe sisteminin, farklı durumlara uygulanabilirliği sağlamak amacıyla esnek bir yapıda oluşturulmuş düzenlemeleri ve kuralları içeriyor olması da bu tip faaliyetlere uygun ortam yaratmaktadır. Bunun sonucunda ise, ülke ekonomisini ciddi finansal krizlere sürükleyecek maliyetler ortaya çıkmaktadır.

Finans literatüründe ilgi odağı olan bir diğer konu ise, Değer ve Büyüme firmalarına ait hisse senetleridir. Değer ve Büyüme hisse senetleri literatürde Fiyat/Kazanç (F/K), Piyasa Değer/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Nakit Akımı (F/NA), Fiyat/Satışlar (F/S), hisse başına kârlardaki büyüme (HBKB) ve satışlardaki büyüme oranı gibi farklı ölçütler temelinde tanımlanmaktadır. Buna göre, Değer hisse senetleri düşük F/K, PD/DD, F/NA, F/S rasyoları ve düşük büyüme oranları ile karakterize olurken, yüksek rasyo değerlerine ve büyüme oranlarına sahip firmalara ait hisseler Büyüme hisse senetleri olarak nitelendirilmektedirler.

Doğru yatırım kararlarının alınmasında ve ekonomideki kaynak dağılımının etkin bir biçimde gerçekleşmesinde, firmaların performanslarının ve risk durumlarının yatırımcılar tarafından doğru bir biçimde değerlendirilmesinin yanı sıra yatırım kararlarının temel dayanak noktası olan finansal tabloların güvenilir olması da büyük önem taşımaktadır. Firma yöneticilerinin çıkarları doğrultusunda finansal tablolarda gösterilen firma kârını olduğundan farklı gösterme eğilimleri, firmaların elde ettikleri sonuçlara dayanarak karar veren finansal tablo kullanıcılarını yanıltabilmektedir. Bu bağlamda, önemli miktarlarda fon akışına konu olan Değer ve Büyüme firmalarının kâr yönetimi konusundaki pratiklerinin aydınlatılmaya çalışılmasının, gerek yatırımcılar gerekse ülke ekonomisinin alınacak yanlış yatırım kararları sonu-

cunda maruz kalacağı sıkıntılıların önüne geçilmesi konusunda etkili bir adım olacağına inanılmaktadır. Dolayısıyla, çalışmanın amacı, iki büyük yatırım kategorisi olan Değer ve Büyüme firmalarının kâr yönetimi pratiklerinin ortaya konularak, kâr yönetiminden kaynaklanan finansal kriz risklerinin azaltılmasına ve yatırımcıların hisse senedi piyasasında büyük kayıplara maruz kalmalarını önlemeye yardımcı olmaktır.

Söz konusu amaç doğrultusunda gerçekleştirilecek analizler için, 1999-2007 döneminde İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'na kayıtlı firmalara ait 807 firma yılı gözlem kullanılmıştır. Çalışmada öncelikle kapsamlı bir literatür taraması yapılarak araştırmanın teorik temeli oluşturulmuştur. Daha sonra, analizler için gerekli veriler hazırlanmıştır. Söz konusu veriler İMKB ve FİNNET veri tabanlarından derlenmiştir. Analizlerin gerçekleştirilmesinde ise, istatistiksel analiz paket programlarından yararlanılmıştır. Bu bağlamda ilk olarak, PD/DD, F/K ve HBKB oranları olmak üzere üç farklı ölçüt temelinde Değer ve Büyüme firmaları belirlenmiştir. Büyüme firmalarının Değer firmalarına kıyasla kârlarını daha fazla yönetip yönetmediklerini araştırmak amacıyla ise literatürde kâr yönetimi göstergesi olarak yaygın bir biçimde kullanılan isteğe bağlı tahakkuk değişkeni temel alınarak toplam tahakkuk yaklaşımı kullanılmıştır. Firmaların rapor ettikleri kârlarındaki isteğe bağlı tahakkuk unsurlarının ayrıştırılmasında DeAngelo modeli kullanılmıştır. Daha sonra, PD/DD, F/K ve HBKB kriterlerine göre sınıflandırılmış Değer ve Büyüme firmalarının tahakkuk uygulamaları konusundaki farklılıklarını ortaya koyabilmek için, çalışma kapsamında geliştirilen çok değişkenli regresyon modellerinden yararlanılmıştır.

Çalışma sonucunda ortaya konulan bulguların; Değer ve Büyüme firmalarına ait hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında yatırımcılara ipuçları sunacağı ve söz konusu firmaların yatırımcılar tarafından değerlendirilmesi sürecinde olası kâr yönetimi unsurlarının da göz önünde bulundurulması konusunda yardımcı olacağı düşünülmektedir. Bunlara paralel olarak, yatırımcılar tarafından alınması olası yanlış kararların ortaya çıkabileceği olumsuzlukların etkilerinin azaltılmasına katkıda bulunacağına inanılmaktadır.

Değer ve Büyüme firmalarının tahakkuk uygulamaları konusundaki farklılıklarını tespit etmek amacıyla gerçekleştirilen bu çalışmanın ilk bölümünde, çalışma kapsamında analiz edilmesi düşünülen Değer ve

¹ Kâr yönetimi, belirli yöntemler veya süreçler aracılığıyla kârların yöneticiler tarafından çeşitli çıkarlar doğrultusunda kasıtlı biçimde manipüle edilmesi olarak tanımlanmaktadır.

Büyüme firmalarının literatürde yer alan belirlenme kriterleri hakkında bilgiler verilmiş, Değer ve Büyüme hisse senedi kavramlarına ilişkin literatürde yapılmış tanımlamalar ortaya konulmaya çalışılmış, söz konusu hisse senetlerinin sahip olduğu özellikler hakkında bilgiler verilmiştir. İkinci bölümde, sırasıyla, Değer ve Büyüme hisse senetleri ile kâr yönetimi konusunda literatürde ortaya konulmuş bulgular ışığında çalışmada test edilecek hipotez geliştirilmiş, çalışmada kullanılan veriler ve örneklem hakkında bilgiler verilmiş, analizlerde kullanılacak değişkenler tanımlanmış, Değer ve Büyüme firmalarının belirlenmesinde izlenen prosedür anlatılmış, araştırmanın dizaynı (izlenen istatistiksel prosedür) açıklanmış ve çalışma kapsamında geliştirilen modeller tanıtılmıştır. Üçüncü bölümde ise, uygulamaya ilişkin özet istatistikler hakkında bilgiler verilmiş, çalışma kapsamında geliştirilmiş olan modeller aracılığıyla gerçekleştirilen regresyon analizi sonuçları sunulmuştur. Çalışmanın sonuçlarının tartışıldığı ve genel bir değerlendirme yapılarak önerilerin aktarıldığı sonuç ve değerlendirme bölümü ile çalışma sonlandırılmıştır.

Değer Hisse Senetleri ve Büyüme Hisse Senetleri

Bu bölümde ilk olarak, Değer ve Büyüme hisse senetlerinin sınıflandırılmasında kullanılan oranlar hakkında bilgi verilecek daha sonra Değer ve Büyüme hisse senedi kavramlarına ilişkin literatürde yapılmış tanımlamalar ortaya konulmaya çalışılacaktır.

Değer ve Büyüme Hisse Senetlerinin Sınıflandırılmasında Kullanılan Oranlar

Değer (Value) ve *Büyüme* (Growth) kavramları yalnızca iki farklı yatırım stratejisini ifade etmek için kullanılmaz. Aynı zamanda yatırımcıların yatırım amaçları doğrultusunda hisse senetlerini sınıflandırmak için kullandıkları iki kavramdır. *Değer* ve *Büyüme* Hisse senetlerine ilişkin her ne kadar kesin bir tanım olmasa da, bu iki kavramın tanımı hakkında birçok yatırımcının hem fikir olduğu bazı genel kıstaslar vardır. *Değer* ve *Büyüme* hisse senetlerinin tanımlanmasında kullanılan birincil ölçütler Fiyat/Kazanç Rasyosu (price-to-earnings ratio), Piyasa Değeri/Defter Değeri Rasyosu (price-to-book ratio) ve Fiyat/Nakit Akımı Rasyosu (price to cash flow ratio)'dur. Bunların yanı sıra, Fiyat Kazanç/Büyüme Oranı (price-earning to growth rate ratio) ve Fiyat/

Satışlar (price/sales ratio) Rasyoları da kullanılan ölçütler arasındadır.²

Genellikle yüksek Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Fiyat/Nakit Akımı rasyolarına sahip senetler Büyüme hisse senetleri olarak tanımlanırken, görece olarak daha düşük Fiyat/Kazanç, Piyasa Değeri/Defter Değeri ve Fiyat/Nakit Akımı rasyolarına sahip senetler ise Değer hisse senedi olarak nitelendirilmektedirler. Söz konusu oranların hesaplanmasına ilişkin ayrıntılı bilgiye çalışmanın uygulama kısmında yer verilmiştir.

Değer Hisse Senetleri

Değer hisse senetlerinin, üzerinde hem fikir olunan ortak bir tanımı bulunmamaktadır. Bazı tanımlar düşük F/K çarpanlarını temel alırken bazıları düşük nakit akımı çarpanları veya düşük PD/DD rasyoları üzerine odaklanmaktadır (Faerber, 2008, s. 225). Bu bağlamda, *değer* hisse senetleri genel olarak, piyasa fiyatı hisse başına kârlarına (Basu, 1977), hisse başına nakit akımlarına (Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1994), defter değerlerine (Fama ve French, 1992) ve hisse başına temettülerine (Blume, 1980) kıyasla daha düşük olan senetler biçiminde tanımlanmaktadır. Bunun yanı sıra, son dönem kârlarının büyüme oranı düşük veya negatif olan firmalara ait ve piyasada popüler olmayan hisse senetleri de bu tanıma dâhil edilmektedir (Bauman ve Miller, 1997). Örneğin, La Porta, Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1997) Değer hisse senetlerini geçmişte zayıf büyüme oranları sergilemiş olan ve gelecekte de yavaş büyümesi beklenen senetler olarak tanımlamışlardır. La Porta ve diğerleri (1997), Değer hisse senetlerinin geçmiş yıllara ait satış büyüme oranlarının ve cari dönem nakit akımı çarpanlarının düşük olduğunu ifade etmişlerdir.

Değer hisse senetleri, kötü performans sergileyen fakat uzun dönemde başarı şansı yüksek olan firmalara ait hisse senetleridir (Uludağ, 2007, s. 20). Bu senetlerin temel özellikleri yüksek kâr payı getirisine sahip olmaları ve PD/DD ile F/K rasyolarının düşük olma-

2 Hisse senetlerinin değer ve büyüme yatırım kategorilerine yerleştirilmesinde PD/DD ve F/K rasyoları gibi ölçütlerin yanı sıra kullanılan bir başka ölçüt ise hisse senetlerinin piyasa değeri yani diğer bir ifadeyle firma büyüklüğüdür (Michaud, 1999: 1). Örneğin, yatırım fonu sektörünün büyük firmalarından Morningstar ve Lipper Analytical Services şirketleri fonlarını değer ve büyüme kategorilerine ayırırken, F/K ve/veya PD/DD rasyolarının yanı sıra piyasa kapitalizasyonu boyutunu da kullanmaktadırlar (Tengler, 2003: 145).

sıdır. Değer firmaları görece olarak daha az büyüme fırsatlarına sahip firmalardır. Hisse senedi değerinin büyük bir kısmını cari faaliyetlerden elde edilen nakit akımları oluşturur (Brealey, Myers ve Allen, 2008'den aktaran: Prombutr, Lockwood ve Diltz, 2010, s. 292). Değer firmalarının düşük F/K rasyolarına sahip olmalarının nedeni, değerlerinin hali hazırdaki aktiflerine bağlı olmasıdır. Yine bu nedenle, söz konusu firmaların PD/DD rasyoları da düşüktür (Prombutr, Lockwood ve Diltz, 2010).

Değer grubu aynı zamanda yatırımcılar tarafından henüz fark edilmeye başlanmış yeni firmalara ait hisse senetlerini de içermektedir. Değer firmaları, yüksek duran varlık/toplam varlık oranlarına, yetersiz sermaye yatırım düzeylerine, yüksek finansal kaldıraç ve faaliyet kaldıraç oranlarına sahiptir³ (Gulen, Xing ve Zhang, 2008).

Değer hisse senetleri kâr payı, kazanç, satışlar gibi temel unsurlarına göre daha düşük bir fiyattan işlem gördükleri için yatırımcılar tarafından, eksik değerlendirilmiş hisse senetleri olarak nitelendirilirler. Diğer bir ifadeyle, değer hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcılar, piyasanın her zaman etkin olmadığına ve bundan dolayı, değerinden daha düşük işlem gören firmalar bulmanın mümkün olduğuna inanırlar.

Özetle, Değer hisse senetleri hisse başına kârlarına, hisse başına nakit akımlarına, hisse başına defter değerine ve/veya hisse başına temettülerine kıyasla piyasa fiyatı daha düşük olan ve son dönemlerdeki kazanç büyüme oranları düşük veya negatif olan, dolayısıyla çok popüler olmayan hisse senetleridir.

Büyüme Hisse Senetleri

Büyüme hisse senetleri, *Değer* hisse senetlerinin tersine piyasa fiyatı hisse başına kârlarına, hisse başına nakit akımlarına, hisse başına defter değerlerine, hisse başına temettülerine kıyasla daha yüksek olan ve hisse başına kârlara ilişkin geçmiş büyüme oranları yüksek senetler biçiminde tanımlanmaktadır (Bauman, Conover ve Miller, 1998).

Büyüme hisse senetleri, gelirleri ve kârları pazar ortalamasının üstünde büyümesi beklenen firmalara ait hisse senetleridir (D. Scott, 2003). Diğer bir ifadeyle, geçmiş birkaç yıldaki kazancı ortalama kazançların üstünde olan ve yüksek kâr büyümesi düzeyini sürdürmesi beklenen firmaların senetleri büyüme hisse senedi olarak nitelendirilir. Büyüme hisse senetleri-

nin fiyatı, firmanın kazançlarının çok iyi olmadığı durumlarda bile oldukça yüksek olabilmektedir. Bunun nedeni, büyüme yatırımcılarının firmanın gelecekte yüksek kazançlar sağlayacağına inanması ve bundan dolayı risk almaya istekli olmasıdır (Sincere, 2004, s. 31). Büyüme firmalarının sahip olduğu değer önemli bir kısmını gelecekteki büyüme fırsatlarının bugünkü değeri oluşturur (Brealey, Myers ve Allen, 2008, s. 98-101'den aktaran: Prombutr, Lockwood ve Diltz, 2010, s. 291). Söz konusu büyüme fırsatları yeni ürünler, süreçler ve teknolojiler geliştirmesi gibi değerli fırsatlardır. Büyüme hisse senetlerinin yüksek F/K rasyo değerlerinden satılmasının nedeni, yatırımcıların Büyüme firmaları tarafından gelecekte yapılacak yatırımlardan beklediği üstün performans nedeniyle bugünden ödeme yapmaya istekli olmasıdır. Bunun sonucu olarak, söz konusu firmalar aynı zamanda yüksek PD/DD rasyosuyla karakterize olurlar (Prombutr, Lockwood ve Diltz, 2010).

Büyüme hisse senetleri genellikle kâr payı dağıtmazlar. Bunun nedeni, kâr payı ödemelerinin değerinin hisse senedinin fiyatından düşüyor olmasıdır. Dolayısıyla, bir hisse senedinin daha hızlı büyümesini sağlamanın yolu kâr payı ödemelerini durdurmak ve bununla yeniden firmaya yatırım yapmaktır. Firmalar dağıtılmayan kârlarla sermaye projelerine yeni yatırımlar yapmayı tercih ederler. Teknoloji firmalarının pek çoğunun hisse senetleri büyüme hisse senetleridir (Sincere, 2004, s. 31). Bu firmalar elde ettikleri kârları gelecekteki büyüme hedefleri için araştırma ve geliştirme projelerine yeniden yatırırlar.

1990'ların sonlarında, Büyüme hisse senedi kavramı teknoloji firmalarına yapılan yatırımlarla eş anlamlı olarak kullanılmaktaydı. Fakat Büyüme hisse senetleri yalnızca teknoloji firmalarına özgü bir unsur değildir. Büyüme firmaları aynı zamanda bankacılık, televizyon ve radyo yayıncılığı, elektrikli aletler, gıda üretimi, sağlık, inşaat, otel, ev ürünleri, sigorta, doğal gaz, petrol, ilaç ve perakende gibi sektörlerde de bulunabilmektedir (Domash, 2006, s. 288).

Özetle, Değer hisse senetleri kârlar, varlıkların defter değeri, nakit akımları, temettüler gibi finansal değişkenlere kıyasla düşük bir piyasa fiyatına sahip olan senetler olarak tanımlanırken, Büyüme hisse senetleri söz konusu değişkenlere oranla daha yüksek bir piyasa değerine sahip olan senetler biçiminde tanımlanmaktadır (Ryan ve Hajiyev, 2004). Değer ve Büyüme hisse senetlerinin özellikleri Tablo 1'deki gibi özetlenebilir:

³ Büyüme firmalarında tersi bir durum söz konusudur.

Tablo 1. Büyüme ve Değer Hisse Senetlerinin Tanımlanma Özellikleri

Büyüme Hisse Senetleri	Değer Hisse Senetleri
<ul style="list-style-type: none"> - Pazarın kalanından daha yüksek fiyatlandırılmıştır. - Yüksek kâr büyüme geçmişine sahiptir. - Pazarın kalanından daha oynaktır. - PD/DD rasyosu yüksektir. - F/K rasyosu yüksektir. - F/NA rasyosu yüksektir. - Temettü getirisi düşüktür. - Getirisi düşüktür. - Hisse başına kârlardaki geçmiş büyüme oranları yüksektir. 	<ul style="list-style-type: none"> - Pazarın kalanından daha düşük fiyatlandırılmıştır. - Cari fiyatı sektördeki benzer firmaların fiyatının altındadır. - Pazarın kalanından daha yüksek risk taşır. - PD/DD rasyosu düşüktür. - F/K rasyosu düşüktür. - F/NA rasyosu düşüktür. - Temettü getirisi yüksektir. - Getirisi yüksektir. - Hisse başına kârlardaki geçmiş büyüme oranları düşüktür.

Kaynak: "TD Ameritrade, "Growth vs. Value: Two Approaches to Stock Investing", <http://planning.tdameritrade.com/sites/client/tda/tdap/article.vm?siteContent=5222&topic=5054&c_name=#001#001>; "Speidell, L. S. ve J. Graves (2003) "Are Growth and Value Dead?: A New Framework for Equity Investment Styles", *The Handbook of Equity Style Management*, Third Edition, Edited by T. D. Coggin ve F. J. Fabozzi, John Wiley & Sons Inc., s. 175" ve "Bauman, W. S. ve R. E. Miller (1997) "Investor Expectations and the Performance of Value Stocks versus Growth Stocks", *The Journal of Portfolio Management*, Spring, Vol: 23, No: 3, ss. 57-68"den derlenmiştir.

Değer ve Büyüme Hisse Senetleri ile Kâr Yönetimine İlişkin Literatür

Firmalar tarafından raporlanan kâr rakamları yatırımcılar ve analistler tarafından gerçekleştirilen değerlendirme sürecinin önemli bir girdisini oluşturmaktadır. Kârların gücü yatırım değerinin temel belirleyicilerindedir ve hisse başına kârlar menkul kıymet analistlerinin temel odak noktasıdır (Stowe ve diğerleri, 2002, s. 183). Bu bağlamda, raporlanmış hisse başına kâr unsurlarının gerek firmalar gerekse piyasa oyuncularının açısından büyük önem taşıdığını söylemek yanlış olmayacaktır. Nitekim literatürde yapılmış olan çalışmalar da, firmalar tarafından açıklanan kâr rakamlarının yatırımcıların ve diğer piyasa oyuncularının beklentilerini karşılamaması durumunda hisse senedi fiyatlarında ciddi düşüşlere yol açtığına dair kanıtlar ortaya konulduğu görülmektedir.⁴

Bir firmanın açıkladığı kârların beklenenden önemli ölçüde yüksek (pozitif kâr sürprizi) ya da düşük (negatif kâr sürprizi) olması durumunda, yatırımcıların söz konusu firmaya ilişkin beklenen büyüme oranı

4 Örneğin Bartov, Givoly ve Hayn (2002), analistlerin kar beklentilerini karşılayan veya üzerine çıkan firmaların yatırımcılar tarafından ödüllendirildiğine, diğer bir ifadeyle daha yüksek getiriler elde ettiklerine, söz konusu tahminleri karşılama konusunda başarısız olan firmaların ise getiri düzeylerinin düştüğüne dair kanıtlar ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde, Skinner ve Sloan (2002) analistlerin veya yönetimin kar tahminleri gibi referans noktaları (benchmark) ile piyasa fiyatı arasında güçlü ilişkiler olduğuna, dolayısıyla söz konusu kıstasların karşılanmasının hem yöneticiler hem de yatırımcılar açısından önem arz ettiğine işaret eden kanıtlar ortaya koymuşlardır.

algılarının eş zamanlı olarak değişebildiği ve bu durumun hisse senedi fiyatlarını etkileyebildiği ifade edilmektedir (Damodaran, 2002, s. 474). Nitekim Debondt ve Thaler (1987), hisse başına kâr beklentilerinin karşılanmaması durumunda, Büyüme hisse senetlerinin piyasa fiyatının Değer hisse senetlerine kıyasla daha fazla olumsuz etkilendiğine dair kanıtlar ortaya koymuşlardır.

Yine bu bağlamda, Büyüme ve Değer portföylerinin getirileri ile kâr sürprizlerini karşılaştıran Bauman ve Miller (1997) da, yatırımcıların negatif kâr sürprizlerini algılamasıyla birlikte Büyüme portföyünün getirilerinin azaldığını ve oynak hale geldiğini, diğer taraftan sergilediği pozitif kâr sürprizlerinin yatırımcılar tarafından fark edilmesiyle birlikte ise Değer portföyü getirilerinin arttığını ifade etmişlerdir. Yazarlar, hisse başına kârlardaki büyüme oranlarını da inceledikleri çalışmalarında, yüksek büyüme oranlarının yüksek getiriler elde etmek için gerekli bir unsur olmadığı sonucuna ulaşmışlardır. Kâr sürprizleri ile geçmiş büyüme oranları arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu ve Büyüme hisse senetlerinin hisse başına kâr rakamlarının çoğu zaman olması gerekenden fazla tahmin edildiğini ortaya koymuşlardır. Benzer şekilde La Porta ve diğerleri (1997), düşük düzeyde de olsa Büyüme hisse senetlerinin zayıf getirilerinin kâr duyurularının yapıldığı dönemlerde yoğunlaştığına dair kanıtlar ortaya koymuşlardır. Yazarlar, Büyüme hisse senetlerinin getirilerinin kâr duyurularını izleyen dönemlerde düşüş gösterdiğini gözlemlemişler ve bu durumu negatif kâr sürprizlerine bağlamışlardır.

Griffin ve Lemon (2002), yüksek PD/DD rasyolu hisse senetlerinin diğer bir ifadeyle yüksek finansal başarısızlık riski bulunan Büyüme firmalarının sahip olduğu düşük ortalama getirilerin, söz konusu firmaların geçmişteki zayıf hisse senedi fiyat performansları tarafından yönlendirildiğini ortaya koymuşlardır. Yazarlar, yanlış fiyatlandırmaların (mispricing) bilgi asimetrisinin yüksek düzeylerde olduğu firmalarda daha belirgin bir biçimde ortaya çıktığını ileri sürmüşlerdir. Ayrıca, yüksek finansal başarısızlık riskine sahip Büyüme firmalarının getirilerinde, özellikle kâr duyurularının yapıldığı dönemlerde önemli miktarlarda ters yönlü hareketler yaşandığını ifade etmişlerdir.

Skinner ve Sloan (2002), Büyüme hisse senetlerinin kâr sürprizlerine asimetrik tepkiler verdiğine dair bulgular elde etmişlerdir. Buna göre, Büyüme firmalarının, rapor ettikleri kârların beklentileri karşılama düzeyinin küçük olması durumunda yani analist tahminlerinden negatif yönde en küçük bir sapmada dahi, ciddi ölçüde fiyat düşüşlerine maruz kaldıkları ifade edilmiştir. Yazarlar, Lakonishok ve diğerleri (1994) ile benzer şekilde, Büyüme hisse senetlerinin düşük getirilerinin söz konusu hisse senetlerine yönelik aşırı iyimser beklentisel hataların ortaya çıkan negatif kâr sürprizleriyle birlikte doğrulanmasından kaynaklandığı sonucuna varmışlardır. Bu durumda, şayet hisse senedi fiyatlarının kârlarla ilgili olumsuz haberlere güçlü negatif tepkiler verdiği Büyüme firmalarının yöneticileri tarafından biliniyorsa, firma yönetiminin kârlarla ilgili olumsuz raporlar açıklamaktan kaçınmalarını beklemek mantıksız olmayacaktır.

Yapılan çalışmalar, firma yöneticilerinin negatif kâr sürprizlerinden ve bundan dolayı ortaya çıkan zararlardan kaçınma yönünde eğilimleri olduğunu göstermektedir. Burgstahler ve Dichev (1997), birçok firmanın ortaya çıkabilecek zararlardan kaçınmak için kârlarını yönettiklerine dair kanıtlar ortaya koymuşlardır. Dechow ve Skinner (2000), özellikle hisse senedine dayalı ödeme planlarının yaygınlaşmasıyla tepe yöneticilerinin firmadaki sahiplik düzeylerinin artmasının ve kişisel zenginliklerinin hisse senedi fiyatına endekslenmesinin, yöneticilerin kâr sürprizlerinden kaçınma konusunda daha güçlü eğilimlere sahip olmalarına yol açtığını ifade etmişlerdir. Bunun yanı sıra, firmaların istikrarlı ve güçlü kâr rakamları açıklayabilmek için kârlarını yönettikleri konusunda kural koyucular (sermaye piyasası kurulu vb.) ve yatırımcılar arasında da yaygın bir görüş birliği bulunduğu ifade edilebilir. Literatürde yapılan çalışmalarda

ortaya konulan kanıtlarla da desteklenen bu görüşe göre, firmalar yıllar itibariyle çok yüksek veya çok düşük kârlara sahip olmaktansa, daha istikrarlı kâr rakamları açıklamayı tercih etmekte ve bundan dolayı tahakkuklar aracılığıyla kârlarını yönetme çabası içine girmektedirler.⁵

Bu görüş doğrultusunda, Büyüme firmalarının yöneticilerinin, hayal kırıklığı yaratan kârlar rapor ettiklerinde firmalarının hisse senedi fiyatlarının aşağı çekilmesine yönelik ciddi ayarlamalar yapılmasından çekinmeleri durumunda, negatif kâr sürprizlerinden kaçınmak amacıyla açıklayacakları kâr rakamlarını manipüle etme konusunda güdülere sahip olacakları ileri sürülmektedir (Bartov, Givoly ve Hayn, 2002). Benzer şekilde Matsumoto (2002), yüksek büyüme beklentilerine sahip firmaların yöneticilerinin, negatif kâr sürprizlerinin önüne geçebilmek için analistlerin kârlara ilişkin beklentilerini yönlendirme konusunda güçlü bir eğilime sahip olduklarını ifade etmektedir. Matsumoto (2002) çalışmasında, finansal analistlerin şirketlerin lehine olacak şekilde kâr tahminleri açıklamalarını sağlamaya yönelik parasal teşviklerin Büyüme firmalarında çok daha yaygın olduğunu göstermiştir. Bu bağlamda Skinner ve Sloan (2002) tarafından ortaya konulan sonuçların, Büyüme firmalarının yöneticilerinin kârları yönetme konusunda daha fazla güdülenmiş olabileceğine dair kanıtlar sunduğu ifade edilebilir. Bu durumda, Büyüme firmalarının yöneticilerinin yetersiz kârlar açıklamamak için kâr yönetimine başvurmaları, beklenen bir davranış olacaktır.

Kârları yönetebilmenin ön koşulunun, yöneticiler ve üçüncü kişiler arasındaki bilgi asimetrisi düzeyi ol-

5 Collins ve Hribar (2000: 102-103), karların manipülasyonunda (yönetiminde) tahakkukların rolünü şu şekilde açıklamaktadırlar: "Karlar tahakkukların ve nakit akımlarının toplamına eşittirler. Bundan dolayı, yöneticiler kar sürprizlerinin büyüklüğünü ve yönünü etkilemek için tahakkukları kullanabilmektedirler. Bazı durumlarda, tahakkuklar kar sürprizlerini oluşturan birincil unsur olabilmektedirler. Örneğin, büyük bir negatif kar sürprizi, yönetimin isteğe bağlı uygulamalarının (yeniden yapılandırılmış ödemeler, elden çıkarılan varlıkların kaydedilmesi vb.) neden olduğu büyük tutarlarda negatif tahakkukların bir sonucu olabilmektedir. Benzer şekilde, büyük pozitif kar sürprizleri, alacaklardaki artışı yansıtmayan şüpheli alacak karşılıklarından veya başka işlemlerden kaynaklanabilmektedir. Bazı durumlarda ise, yöneticiler kar yönetiminin derecesini etkilemek için tahakkukları kullanabilmektedirler. Örneğin, beklenenin üstünde (altında) kar rakamları rapor etme durumuyla karşı karşıya kalan yöneticiler ortaya çıkacak kar sürprizinin büyüklüğünü azaltmak için gelir azaltıcı (artırıcı) tahakkukları kullanabileceklerdir."

duğu ifade edilmektedir. Dye (1988), kâr yönetiminin genellikle, hissedarlar karşısında bilgi asimetrisi avantajını ele geçirmiş yöneticiler söz konusu olduğunda ortaya çıktığını ileri sürmüştür. Firma yöneticileri ve yatırımcılar arasında yüksek düzeyde bilgi asimetrisi bulunmasının yöneticiler tarafından gerçekleştirilen uygulamaların gözlenmesini güçleştiren bir unsur olduğu belirtilmektedir. Dolayısıyla, bilgi asimetrisi düzeyinin yüksek olmasının yöneticilere üçüncü kişiler tarafından tespit edilmeden kârları yönetebilmeleri için uygun ortam yarattığı belirtilmektedir (Madhogarhia, Sutton ve Kohers, 2009). Nitekim Stolowy ve Breton (2000) da kâr yönetiminin çoğu zaman, yöneticilerin hissedarlar karşısında bilgi asimetrisi avantajına sahip oldukları durumlarda ortaya çıktığını ifade etmişlerdir.

Bilgi asimetrisi, ticari faaliyetlerin taraflarından bir ya da birkaçının diğerlerine kıyasla daha fazla bilgi avantajına sahip olması durumunda söz konusu olmaktadır (W. Scott, 2003, s. 8). Yöneticiler ve finansal bilgi kullanıcıları arasındaki bilgi asimetrisi, firmaya ilişkin finansal raporların hazırlanması ve sunulması sürecinde yöneticilerin kendi çıkarları doğrultusunda kişisel yargılarını (takdir yetkilerini) kullanmalarına olanak tanımaktadır. Healy ve Wahlen (1999) kâr yönetiminin, yöneticilerin finansal raporları firmanın gerçek performansı hakkında bazı pay sahiplerinin yanlış yönlendirilmesini veya sözleşmelere dayalı çıktılarının etkilenmesini sağlayacak şekilde değiştirebilmek için, gerek finansal raporlama sürecinde verdikleri kararlarda gerekse işlemlerin oluşturulması sırasında kişisel yargılarını kullanmaları durumunda ortaya çıktığını ifade etmişlerdir. Dechow ve Skinner (2000, s. 247) ise, yöneticilerin finansal raporlama sürecinde yargılarını kullanmaları ile kâr yönetiminin ortaya çıkması arasındaki ilişkiyi aşağıdaki biçimde ifade etmişlerdir:

“...Kâr yönetiminin bazı uygulamalarının ortaya çıkması kaçınılmazdır ve zorunlu olarak sermaye piyasası içinde varolmalıdır. Bu durum, tahakkuka dayalı muhasebeleştirilmeyi uygulayabilmek için yargılara ve tahminlere duyulan ihtiyaç nedeniyle ortaya çıkmaktadır...”

Düzenleyici kurullar tarafından getirilen standartlara, konulan kurallara ve uygulanan denetimlere rağmen firma yöneticilerinin kişisel kazançlar elde ede-

bilmek amacıyla muhasebeleştirme sürecinde kişisel yargılarını kullandıklarına dair literatürde çok sayıda kanıt bulunmaktadır.⁶

Gaver ve Gaver (1995), hissedarlar ve yöneticiler arasındaki bilgi asimetrisinin Büyüme firmalarında Değer firmalarına kıyasla daha yüksek düzeyde olduğunu ifade etmişlerdir. Yazarlar, Büyüme ve Değer firmalarındaki bilgi asimetrisi düzeyi ile ilgili kanıtlar ortaya koydukları çalışmalarında, Fortune 1000’de yer alan 321 firmadan oluşan bir örneklem kullanarak 1992 yılı itibarıyla yönetici primleri, uzun dönemli teşvik ödemeleri ve hisse bazlı ödemeler gibi teşviklerin oranlarını incelemişlerdir. Çalışmalarının amacını kamu firmalarının sahip oldukları yatırım olanakları ile ödeme politikaları arasındaki ilişkinin araştırılması olarak ifade eden yazarlar, yatırım olanakları fazla olan firmaların, yöneticilerine daha yüksek düzeylerde ödemeler yaptıklarını tespit etmişlerdir.⁷ Bu bağlamda, Büyüme firmalarının yöneticilerinin aldıkları ücretlerin büyük bir kısmını uzun dönemli teşvik ödemelerinin⁸, diğer firma yöneticilerine yapılan ödemelerin tamamına yakın kısmını ise sabit ücretlerin oluşturduğunu ifade etmişlerdir. Değerli büyüme fırsatlarına sahip firmalarda, diğer bir ifadeyle Büyüme firmalarında yöneticiler ile hissedarlar arasındaki bilgi asimetrisinin Değer firmalarına daha yüksek düzeylerde olduğunu ifade eden yazarlar, uzun dönemli teşvik sözleşmelerini Büyüme firmalarında bilgi asimetrisinden kaynaklanan vekillik maliyetlerini (agency costs) azaltmaya yönelik bir

6 Bknz.; Kasznik, R. (1999) “On The Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management”, Journal of Accounting Research, Vol: 33, No: 1, 57-82; Perry, S. E. ve T. H. Williams (1994) “Earnings Management Preceding Management Buyout Offers”, Journal of Accounting and Economics, Vol: 18, No: 2, 157-179; Dechow, P. M., R. G. Sloan ve A. P. Sweeney (1996) “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC”, Contemporary Accounting Research, Vol: 13, No: 2, Spring, 1-36.

7 Prombutr, Lockwood ve Diltz (2010), kısıtlı yatırım olanaklarına sahip firmaları Değer firması, çok sayıda yatırım olanağına sahip firmaları ise Büyüme firması olarak tanımlamışlardır.

8 Söz konusu teşviklerden bazıları şunlardır: performans ödülleri (performance awards), sınırlandırılmış hisse senedi verilmesi (restricted stock grants: borsada alım ve satım yaşağı bulunan, ancak yetkili kurum tarafından verilen izin ile işlem görebilen hisse senedi) ve belirli bir süre içinde belirli sayıda şirket hisse senedini satın alma önceliği hakkı verilmesi (restricted stock option).

çaba olarak nitelendirmişlerdir. Benzer şekilde, Chen, Elder ve Hung (2008), yüksek yatırım olanaklarına sahip firmaların oldukça büyük tutarlarda isteğe bağlı tahakkuklar ortaya koyduklarını tespit etmişlerdir. Diğer bir ifadeyle, yüksek yatırım olanaklarına sahip firmaların büyük bir olasılıkla kâr yönetimi yaptıklarına dair kanıtlar elde etmişlerdir.

Bu bağlamda, Büyüme firmalarının sahip olduğu çok sayıda yatırım olanağının firma yöneticilerinin gelecekteki projeler hakkında sahip olduğu özel bilgi miktarını arttırması ve yöneticilerin faaliyetlerinin gözlenmesini güçleştirmesi gibi faktörlerin Büyüme firmalarına ilişkin belirsizlikleri arttırdığı, bu durumun ise Büyüme firmaları hakkında ulaşılabilen bilgilerin miktarını ve kalitesini düşürdüğü belirtilmektedir (Smith ve Watts, 1992; Madhogarhia, Sutton ve Kohers, 2008). Bu doğrultuda, Büyüme firmalarında Değer firmalarına kıyasla bilgi asimetrisi düzeyinin arttığı ve bu durumun kâr yönetimi için daha uygun koşullar oluşturduğu ifade edilebilir. Nitekim Madhogarhia ve diğerleri (2009), 1997-2001 yıllarını kapsayan ve toplam 2275 gözlemden yararlandıkları çalışmalarında Büyüme firmalarının Değer firmalarına göre daha fazla kârlarını yönettiklerine ilişkin sonuçlara ulaşmışlardır. Ayrıca, Büyüme firmalarındaki zayıf içsel kontrol ortamının, tahakkukların kasıtlı olarak yöneticilerin çıkarları doğrultusunda şekillendirilmesine olanak tanıyabileceği ve bundan dolayı, Büyüme firmalarının güvenilir olmayan finansal raporlara sahip olma olasılığının çok yüksek olduğu ileri sürülmektedir (Chen, Elder ve Hung, 2008). Söz konusu faktörlerin de, Büyüme firmalarında kâr yönetimi olasılığını artıracığı düşünülebilir.

Bunun yanı sıra, yüksek F/K veya yüksek PD/DD rasyolarına sahip firmaların (Büyüme firmalarının), gerçekleştirecekleri kazanç manipülasyonlarının hisse senedi fiyatı üzerinde yaratacağı etkinin diğer firmalara oranla çok büyük olması nedeniyle, kazançları manipüle etme konusunda güçlü eğilimlere sahip olacaklarına inanılmaktadır (Chan, Jegadeesh ve Sougiannis, 2004). Dechow, Sloan and Sweeney (1996), kârlarını yüksek göstermek için Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri (GKGMİ)'ni ihlal eden firmaların yüksek F/K ve PD/DD rasyolarına sahip olduklarını ortaya koymuştur. Bunun yanı sıra, kârları yüksek göstermeye yönelik gelir artırıcı muhasebeleştirme uygulamalarının çoğunlukla hisse senedi fiyatının görece olarak yüksek olduğu firmalarda ortaya çıktığı ifade edilmektedir (Burgstahler and Dichev, 1997;

Beneish, 1997, 1999; Chan, Jegadeesh ve Sougiannis, 2004). Ayrıca, önceki çalışmalarda hisse senedi ihraçları öncesinde isteğe bağlı tahakkuk düzeylerinde artış olduğuna dair pozitif ve anlamlı kanıtlar ortaya konulmuştur (Teoh, Welch ve Wong, 1998a; Teoh, Welch ve Wong, 1998b; Erickson ve Wang, 1999). Söz konusu ihraçların genellikle yüksek F/K veya PD/DD rasyolarına sahip Büyüme firmaları tarafından gerçekleştirildiği ifade edilmektedir (Brav, Geczy and Gompers, 2000). Houmes ve Skantz (2010), Compustat yıllık veri tabanında yer alan firmaların isteğe bağlı tahakkuk düzeyleri üzerinden kârları yönetme olasılıklarını inceledikleri çalışmalarında, F/K oranı yüksek firmaların diğer bir ifadeyle büyüme firmalarının kârları yönetme konusunda F/K oranı düşük firmalara yani değer firmalarına kıyasla daha yüksek bir eğilime sahip olduklarına dair kanıtlar ortaya koymuşlardır.

Diğer taraftan, Dechow, Kothari ve Watts (1998), satışlardaki büyüme ile tahakkuklar arasında pozitif bir ilişki olduğunu, nakit akımları ile tahakkuklar arasında ise negatif bir ilişki bulunduğunu belirtmişlerdir. Bu bağlamda, yüksek satış büyüme oranlarına ve dolayısıyla yüksek F/NA rasyolarına sahip Büyüme firmalarının büyük tutarlarda pozitif tahakkuklara sahip olmalarını beklemenin mantıklı olacağı ifade edilebilir. Benzer şekilde, düşük satış büyüme oranlarına ve dolayısıyla düşük F/NA rasyolarına sahip Değer firmalarının da negatif tahakkuklara sahip olma olasılığı söz konusudur. Bununla birlikte, cari tahakkuklardaki artışın izleyen dönemlerde kârlarda düşüşe yol açacağını belirten Chan, Jegadeesh ve Sougiannis (2004), söz konusu negatif tahakkuk etkisinin yüksek F/K, PD/DD rasyolarına ve yüksek tahakkuk düzeylerine sahip firmalarda daha belirgin olduğunu ifade etmişlerdir. Yazarlar, bu durumun söz konusu firmalarda kâr yönetiminin ortaya çıkma olasılığının artmasına neden olan bir zemin yarattığını vurgulamışlardır.

Namazi ve Khansalar (2011), Tahran Menkul Kıymetler Piyasası'nda kayıtlı tüm firmaların 2003-2007 yıllarındaki verileri üzerinden gerçekleştirdikleri çalışmalarında, Jones Modeli ve Eckel modelini kullanarak Değer firmaları ve Büyüme firmalarının kâr yönetimi pratiklerini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, her iki modelde de Büyüme firmalarının kârlarını Değer firmalarına kıyasla daha fazla yönettiklerini ortaya koymuştur.

Badertscher (2011), fazla değer biçilmiş (aşırı değerlendirilmiş) firmaların yöneticilerinin hem Genel Kabul

Görmüş Muhasebe İlkeleri dahilinde hem de bu ilkelere dışına çıkarak kâr yönetimi uygulamaları gerçekleştirdiklerine dair kanıtlar ortaya koymuştur. Badertscher (2011), bir firmaya uzun süre olması gerekenden değer biçilmesinin söz konusu firma yöneticisini kârları yönetme konusunda alternatif yöntemler aramaya yönelttiğini ifade etmiştir. Benzer şekilde, Raoli (2013), Milan Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 209 firmanın 1997-2010 yıllarına ait verileri üzerinden piyasa değeri ile kâr yönetimi uygulamaları arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasında, aşırı değerlendirilmiş yani PD/DD değeri yüksek firmaların diğer bir ifadeyle büyüme firmalarının yöneticilerinin kârları yönetme eğilimlerinin PD/DD değeri düşük firmalara kıyasla daha yüksek olduğunu ortaya koymuştur. Shiri, Salehi ve Khalatbari (2013), Tahran Menkul Kıymetler Borsası'na kayıtlı 60 firmanın 2006-2010 yıllarına ait 300 firma-yılı veri üzerinden gerçekleştirdikleri çalışmalarında, olması gerekenden fazla değer biçilmiş başka bir deyişle aşırı değerlendirilmiş (overvalued) firmaların düşük değerlendirilmiş firmalara kıyasla daha fazla kâr yönetimi yaptıklarını ortaya koymuşlardır.

Hipotez, Veri ve Yöntem

Çalışmanın bu bölümünde önceki bölümde gerçekleştirilmiş literatür taraması temelinde araştırma hipotezi geliştirilecek, daha sonra çalışmada kullanılan veri seti, yöntem ve modeller hakkında bilgiler verilecektir. Bu doğrultuda, kısım 3.1'de, Değer ve Büyüme hisse senetleri ile kâr yönetimi konusunda literatürde ortaya konulmuş bulgular ışığında çalışmada test edilecek hipotez geliştirilecek; kısım 3.2'de ise çalışmada kullanılan veriler, değişkenler, yöntem ve modeller tanıtılacaktır.

Araştırmanın Hipotezi

Literatür taraması bölümünde ele alınmış teorik ve ampirik çalışmalarda ortaya konulan söz konusu kanıtlar, Büyüme firmalarının yöneticilerinin hayal kırıklığı yaratacak kârlar rapor etmekten kaçınma yönünde güçlü eğilimlere sahip olma olasılıklarının yüksek olduğuna işaret etmektedir (Lakonishok ve diğerleri (1994), Burgstahler ve Dichev (1997), Bartov, Givoly ve Hayn (2002), Chan, Jegadeesh ve Sougiannis (2004), Madhogarhia, Sutton ve Kohers (2008), Madhogarhia, Sutton ve Kohers (2009), Humes ve Skantz (2010), Badertscher (2011), Namazi ve Khansalar (2011), Raoli (2013), Shiri, Salehi ve

Khalatbari (2013)). Dolayısıyla, Büyüme firmalarının yöneticilerinin kârları yönetme konusunda Değer firmalarının yöneticilerine kıyasla daha güçlü güdülere sahip oldukları düşünülmektedir. Bu bağlamda, çalışmanın hipotezi aşağıdaki biçimde formüle edilmiştir:

H: Büyüme firmaları Değer firmalarına göre daha fazla kârlarını yönetmektedirler.

Yukarıdaki hipotez doğrultusunda, kâr yönetimi göstergesi olan isteğe bağlı tahakkuk tutarlarının Büyüme firmalarında Değer firmalarına kıyasla daha yüksek olup olmadığı araştırılacak, diğer bir ifadeyle Türkiye piyasasında Büyüme firmalarının kâr yönetimi çabalarının Değer firmalarından daha fazla olup olmadığı test edilecektir.

Araştırmanın Dizaynı

Bu kısımda, yukarıda ifade edilmiş olan hipotezin test edilmesi amacıyla çalışmada kullanılan veriler, değişkenler ve modeller hakkında bilgi verilecektir. Ayrıca, örnekleme yer alan Değer ve Büyüme firmalarının sınıflandırılmasında kullanılan değişkenler ve sınıflandırma kriterleri açıklanacaktır.

Veri ve Örneklem

Bu çalışma, Ocak 1999 - Aralık 2007 tarihleri arasında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB)'nda işlem gören firmaları kapsamaktadır.⁹ Çalışmanın amacı, önceki bölümde de ifade edildiği üzere, Türkiye piyasasında Değer ve Büyüme firmalarının kâr yönetimi uygulamaları açısından ne tür farklılıklar sergilediğinin ortaya konulmasıdır. Bu amaç doğrultusunda, çalışmanın kapsadığı dönemler itibarıyla İMKB'de işlem gören firmalara ait defter değeri, kâr, satışlar, borçlar, özsermaye ve tahakkuklar gibi firmalara ait bilanço ve gelir tablosu verileri ile hisse senetlerinin fiyat ve getiri verileri kullanılmıştır. Çalışmada kullanılan verilerin elde edilmesinde ve testlerde kullanılan değişkenlerin hesaplanmasında, İMKB resmi internet sitesi (borsaistanbul.com) ile FİNNET Mali Analiz veri tabanından yararlanılmıştır.

Varlık yapılarının farklı olmasından dolayı bankalar, özel finans kurumları, sigorta şirketleri, finansal kiralama ve faktoring firmaları ile gayrimenkul yatırım

9 Çalışmada firmaların 10 yıllık (1998-2007 dönemi) verileri kullanılmıştır. Fakat çalışmada yer alan bazı değerlerin hesaplanmasında bir önceki döneme ait değerler kullanıldığı için (örneğin değerleri deflate ederken önceki dönemin aktif toplamının kullanılması gibi) inceleme yapılan dönem 9 yılı (1999-2007) kapsamaktadır.

ortaklıkları ve menkul kıymet yatırım ortaklıkları örneklem dışında tutulmuştur. Araştırma kapsamındaki yıllar itibariyle, analizler için gerekli olan verilere sahip olmayan firmalar da örneklem dışında tutulmuşlardır. Fakat herhangi bir yılda gerekli verilere sahip olmayan bir firmanın başka bir yılda tüm kriterlere sahip olması durumunda, söz konusu firma örnekleme dâhil edilmiştir. Sonuç itibariyle 807 firmadan oluşan bir örneklem elde edilmiştir.

Çalışmada kullanılan örnekleme ilişkin yukarıda belirtilen kısıtlamalar ve dikkate alınan kriterler doğrultusunda, her yıl inceleme kapsamına alınan firma sayıları farklı olmuştur. Tablo 2'de yıllar itibariyle araştırma kapsamına dâhil edilen firma sayıları yer almaktadır.

Çalışmada karşılaşılan önemli bir kısıt, analiz kapsamına alınan şirketlerin finansal tabloları ile ilgili

Tablo 2. Yıllar İtibariyle Örneklem Hacmi

Yıllar	N	Yıllar	N	Yıllar	N
1999	117	2002	121	2005	-
2000	125	2003	105	2006	117
2001	114	2004	-	2007	108
				Toplam	807

dir. Vergi Usul Kanunu'nda yapılan bir değişiklikle 1.1.2004 tarihinden itibaren finansal tabloların enflasyona göre düzeltilmiş, konsolide veya Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi (UFRS)'ne uygun yayınlanma zorunluluğu getirilmiştir (Yükseltürk, 2006). Bu durum, firmaların 2004 ve 2005 yıllarına ait finansal tabloları ile diğer yıllara ait tabloları arasında karşılaştırmalar yapılmasında bir takım sıkıntıların doğmasına yol açmıştır.¹⁰ Tarihi maliyetli finansal tablolar ile enflasyona göre düzeltilmiş finansal tabloların karşılaştırılmasındaki sakıncalar, büyük ölçüde enflasyon muhasebesinin finansal tablo kalemlerini parasal olan ve parasal olmayan kalemler olarak ayırma tabi tutmasından kaynaklanmaktadır. Söz konusu iki tür kalem, enflasyona göre yapılan düzeltmelerden aynı ölçüde etkilenmemektedir (Canbaş ve diğerleri, 2007). Dolayısıyla bu çalışmada, enflasyon muhasebesine ve tarihi maliyetlere göre hazırlanmış finansal tabloların karşılaştırılmasının neden olacağı sakıncalardan kaçınmak amacıyla 2004 ve 2005 yılı finansal tablolarından yararlanılmamıştır.

Değer ve Büyüme Firmalarının Sınıflandırılmasında Kullanılan Değişkenler ve Verilerin Sınıflandırılması
Finans literatüründe bir firmanın Değer ya da Büyüme firması olup olmadığının tespitinde ilk bölümde açıklandığı üzere çeşitli değişkenlerden yararlanılmaktadır. Söz konusu değişkenler arasında literatür-

de en yaygın kullanılanların; Fiyat/Kazanç (F/K)¹¹, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)¹², Fiyat/Nakit Akım (F/NA)¹³ rasyoları ve satışlardaki büyüme oranları¹⁴ olduğu görülmektedir. Bunların yanı sıra, Fiyat/Temettü (F/T)¹⁵, Fiyat Kazanç/Büyüme Oranı (FKB)¹⁶ ve Fiyat/Satışlar (F/S)¹⁷ rasyoları gibi ölçütler de kullanılmaktadır.

Değer ve Büyüme firmalarının sınıflandırılmasında yaygın bir biçimde kullanılan bir değerlendirme aracı

- 11 Bknz., Nicholson, 1960; McWilliams, 1966; Basu, 1977; Cook ve Rozeff, 1984; Jaffe, Keim ve Westerfield, 1989; Fama ve French, 1992; Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1994; Fama ve French, 1996; Bauman ve Miller, 1997; Fama ve French, 1998; Beneda, 2002; Ryan ve Hajiyev, 2004; Ding, Chua ve Fetherston, 2005; Chahine, 2008; Athanassakos, 2009.
- 12 Bknz., Rosenberg, Reid ve Lanstein, 1985; Chan, Hamao ve Lakonishok, 1991; Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1994; Capaul, Rowley ve Sharpe, 1993; Fama ve French, 1995; Fama ve French, 1996; La Porta, Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1997; Barber ve Lyon, 1997; Arshanapalli, Coggin ve Doukas, 1998; Fama ve French, 1998; Bauman, Conover ve Miller, 2001; Griffin ve Lemon, 2002; Black ve Fraser, 2004; Fama ve French, 2007; Phalippou, 2008; Gulen, Xing ve Zhang, 2008; Athanassakos, 2009; Prombutr, Lockwood ve Diltz, 2010.
- 13 Bknz., Chan, Hamao ve Lakonishok, 1991; Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1994; Fama ve French 1996; La Porta, Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1997; Bauman, Conover ve Miller, 1998; Fama ve French, 1998; Uludağ, 2007.
- 14 Bknz., Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1994; Fama ve French, 1996; La Porta, Lakonishok, Shleifer ve Vishny, 1997; Xing ve Zhang, 2005.
- 15 Bknz., Claessens, Dasgupta ve Glen, 1995; Bauman, Conover ve Miller, 1998; Ding, Chua ve Fetherston, 2005
- 16 Bknz., Peters, 1991.
- 17 Bknz., Park ve Lee, 2003; O'Shaughnessy, 2005; The Brandes Institute, 2008.

¹⁰ Söz konusu yasal düzenleme, her ne kadar 1.1.2004 tarihinden sonra düzenlenecek finansal tablolarda enflasyon düzeltmesi yapılmasını zorunlu hale getirmiş olsa da 2003 yılında da farklı esaslara göre finansal tablo düzenleyen firmalar olmuştur.

olan PD/DD rasyosu, bir firmanın özsermayesinin yatırımcılar tarafından algılanan piyasa değeri ile bilançosunda kayıtlı defter değeri arasındaki farkın derecesini göstermektedir (Saunders ve Cornett, 2004, s. 616). Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1994), farklı sınıflandırma ölçütleri kullanarak gerçekleştirdikleri çalışmalarında, Değer ve Büyüme firmalarının tanımlanmasında en iyi ölçütün PD/DD rasyosu olduğu sonucuna varmışlardır.

Değer ve Büyüme firmalarının sınıflandırılmasında kullanılan bir diğer ölçüt olan F/K rasyosunun, hisse senedinin gerçek değerini belirlemeye yönelik ve uygulanması kolay bir değerlendirme aracı olduğu ifade edilmektedir. F/K rasyosu çoğu zaman, yatırımcıların bir firmanın gelecekteki büyüme fırsatları hakkındaki inanışlarının bir göstergesi olarak kabul edilmektedir (Beneda, 2002; Chahine, 2008). Söz konusu rasyo, yatırımcılar tarafından firmaların karşılaştırılmasında sıkça kullanılmaktadır.

Son dönemde yapılan çalışmalar, Büyüme ve Değer firmalarının yalnızca F/K veya PD/DD rasyosu gibi tek bir değişken kullanılarak yapılan tanımlarının yeterliliğine ilişkin şüphelere ışık tutmuş ve çok değişkenli analizler temelinde yapılan tanımlamaların firmanın büyüme karakteristiklerini daha iyi ortaya koyacağını ifade etmişlerdir (Chahine, 2008). Ahmed ve Nanda (2000), 1982-1997 yıllarını kapsayan çalış-

malarında Amerika piyasalarındaki büyümeyi tespit edebilmek için hisse başına kârlardaki büyümeyi kullanmışlardır. Yaptıkları çalışma sonucunda, iki niteliğe birden sahip olan firmalara, yani düşük F/K oranı ve yüksek hisse başına kâr büyümesine sahip hisse senetlerine yapılan yatırımların yalnızca düşük F/K oranına sahip hisse senetlerine yapılan yatırımlardan daha yüksek bir performansa sahip olduğunu ortaya koymuşlardır. Xing ve Zhang (2005), Değer ve Büyüme firmalarının ekonomideki hareketler karşısındaki tepkilerini analiz ettikleri çalışmalarında, değişken olarak kazançlardaki büyüme oranlarını da kullanmışlardır. Chahine (2008) tarafından 1988'den 2003'e kadar Avrupa piyasalarında elde edilen ampirik bulgular, kâr büyüme seviyelerinin Değer ve Büyüme hisse senedi portföylerinin performanslarının belirlenmesinde çok önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermiştir.

Yukarıdaki açıklamalar ışığında ve literatürle tutarlı biçimde, bu çalışma kapsamındaki firmaların BÜ-YÜME ve DEĞER firmaları olarak sınıflandırılmasında F/K rasyosu, PD/DD rasyosu ve Hisse Başına Kârlardaki Büyüme (HBKB) oranı kullanılmıştır.

F/K ve PD/DD rasyoları esas alınarak yapılan sınıflandırmada şöyle bir prosedür izlenmiştir. Öncelikle, aşağıdaki denklem yardımıyla örnekleme yer alan her bir firmanın piyasa değeri hesaplanmıştır:¹⁸

$$Piyasa\ Değeri_i = Dolaşımdaki\ Hisse\ Senedi\ Sayısı_i \times Hisse\ Senedi\ Kapanış\ Fiyatı_i$$

Daha sonra, firmaların F/K ve PD/DD rasyoları hesaplanmıştır. F/K rasyoları, ilgili firmanın piyasa değerinin aynı firmanın net kâr rakamına oranlanması yoluyla hesaplanmıştır. İMKB Aylık Bültenleri'nde yayınlanan firmalara ait değerlendirme oranlarının hesaplanmasında da, firmaların kazancı net kâr olarak kabul edilmiştir (Canbaş, Kandır ve Erişmiş, 2007). Buna göre, firmaların F/K rasyoları aşağıdaki denklem aracılığıyla hesaplanmıştır:

$$Fiyat / Kazanç\ Rasyosu_i = \frac{Piyasa\ Değeri_{i-1}}{Net\ Kar_{i-1}}$$

PD/DD rasyoları ise, özsermayenin piyasa değerinin özsermayenin defter değerine bölünmesiyle hesaplanmıştır (Bknz., Gonenc ve Karan, 2003; Phalippou, 2008). Bunun için aşağıdaki formülden yararlanılmıştır:

$$Piyasa\ Değeri / Defter\ Değeri_i = \frac{Firmanın\ Piyasa\ Değeri_{i-1}}{Firmanın\ Özsermayesi_{i-1}}$$

Literatürdeki çalışmalarla tutarlı biçimde, olası veri sorunlarını ortadan kaldırmak amacıyla negatif veya aşırı yüksek pozitif F/K ve PD/DD rasyo değerlerine sahip olan firmalar örneklemeden çıkarılmıştır (Bknz., Bauman ve Miller, 1997; La Porta, Lakonishok, Schleifer ve Vishny, 1997; Bauman ve diğerleri, 1998; Griffin ve Lemmon, 2002; Gregory, Haris ve Michou, 2001; Athanassakos, 2009).

Daha sonra, Değer ve Büyüme firmalarının yer aldığı portföylerin oluşturulabilmesi için, hisse senetleri

18 Dolaşımdaki Hisse Senedi Sayıları, firmaların bilançolarında yer alan sermaye tutarının 1000'e bölünmesiyle hesaplanmıştır (borsaistanbul.com).

1999'dan 2007'ye her takvim yılının sonu itibarıyla F/K ve PD/DD rasyolarına göre sıralanmış ve ardından örneklemin MEDYAN değeri hesaplanmıştır. Son olarak da, F/K ve PD/DD rasyo değerleri MEDYAN değerinin altında kalan firmalar DEĞER firması, diğerleri ise BÜYÜME firması olarak sınıflandırılmıştır. Diğer bir ifadeyle, F/K ve PD/DD değerleri en alt %50'lik dilimde yer alan firmalar Değer, En üst %50'lik dilimde yer alan firmalar ise Büyüme firması olarak tanımlanmıştır. Literatürde, Değer ve Büyüme firmalarının sınıflandırılmasında ayırım noktası olarak %50 oranını kullanan çalışmalara örnek olarak; Arshanapalli, Coggin ve Doukas (1998), Chan ve Lakonishok (2004) ve Uludağ (2007, s. 77) verilebilir.¹⁹

HBKB oranına göre DEĞER ve BÜYÜME firması ayrımı yapılmasında ise şu şekilde bir prosedür uygulanmıştır. Öncelikle aşağıdaki denklem yardımıyla firmaların HBKB oranları hesaplanmıştır:

$$HBKB_{i,t} = \frac{(HBK_{i,t} - HBK_{i,t-1})}{HBK_{i,t-1}}$$

Daha sonra büyüme oranları negatif olanlar DEĞER, pozitif olanlar ise BÜYÜME firmaları olarak kabul edilmiştir.

Her yıl için söz konusu değişkenler bazında Değer ve Büyüme portföyleri oluşturulduktan sonra, her bir portföy için aşağıdaki denklem yardımıyla, t yılının Ocak ayı başlangıcından Aralık ayı sonuna kadar olan dönemler itibarıyla getiriler (RET) hesaplanmıştır:

$$RET = \frac{[(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + D_{i,t}]}{P_{i,t-1}}$$

Denklemden yer alan değişkenlerden,

$P_{i,t}$ = i firmasının t dönem sonu hisse senedi fiyatını,

$P_{i,t-1}$ = dönem başı hisse senedi fiyatını,

$D_{i,t}$ = temettü ödeme tutarını göstermektedir.

19 Arshanapalli, Coggin ve Doukas (1998), çalışmaları kapsamındaki her bir ülke için hisse senetlerini PD/DD rasyolarına göre sıralamış ve en alt %50'lik dilimde yer alan hisse senetlerinden Değer ve en üst %50'lik dilimde yer alan hisse senetlerinden Büyüme portföyleri oluşturulmuşlardır. Chan ve Lakonishok (2004), 200 büyük firmayı PD/DD rasyolarına göre sıralamış ve en düşük %50'yi Değer, en büyük %50'yi Büyüme firması olarak nitelendirmişlerdir.

Kâr Yönetimi Değişkenleri ve Ampirik Modeller

Çalışmanın amacı, önceki kısımlarda ifade edildiği üzere, Değer ve Büyüme firmalarının, tahakkuk uygulamaları açısından herhangi bir farklılık gösterip göstermediklerinin incelenmesidir. Bu amaç doğrultusunda geliştirilen hipotezi test edebilmek için, literatürde kâr yönetimi göstergesi olarak yaygın bir biçimde kullanılan isteğe bağlı tahakkuk değişkeninden yararlanılmıştır (Bknz., Dechow, Sloan ve Sweeney, 1996; Teoh - Welch ve Wong, 1998 a,b; Defond ve Park, 2001; Xie, 2001).

Kâr yönetimine ilişkin çalışmaların büyük bir kısmında toplam tahakkuklar, yöneticilerin kâr yönetimi uygulamalarını tespit etmek için kullanılan temel araç olmuştur. Tahakkuk yaklaşımının en önemli avantajı, firma dışındaki kişiler tarafından tespit edilmesinin güçlüğü nedeniyle yöneticiler tarafından tercih edilen hemen göze çarpmayan gelir azaltıcı teknikleri açığa çıkarma potansiyeline sahip olmasıdır. Tahakkuklar aynı zamanda, muhasebe tahminlerinin etkilerini, tahminlerdeki değişimleri ve muhasebe yöntemlerindeki değişiklikleri de ortaya koyma gücüne sahiptir (DeAngelo, 1986). Toplam tahakkuk yaklaşımına göre tahakkuklar, isteğe bağlı ve isteğe bağlı olmayan şeklinde iki kısımdan oluşmaktadır (Healy, 1985):

Toplam tahakkuklar = İsteğe bağlı olmayan tahakkuklar (nondiscretionary accruals) + İsteğe bağlı tahakkuklar (discretionary accruals)

Bu yaklaşıma göre, kâr yönetiminin ölçümünde öncelikle firmaların toplam tahakkuk tutarları belirlenmekte ve ardından, toplam tahakkuklar "isteğe bağlı olmayan" ve "isteğe bağlı olan" tahakkuklar şeklinde ayrıştırılmakta ve toplam tahakkukların "isteğe bağlı" kısmı kâr yönetiminin göstergesi olarak kabul edilmektedir. Toplam tahakkukların bu şekilde ayrıştırılmasındaki temel amaç, kâr yönetiminin göstergesi olarak kabul edilen isteğe bağlı tahakkuk tutarlarının belirlenmesidir. İsteğe bağlı tahakkuk tutarları direkt olarak hesaplanmadığı için literatürde ilk önce toplam tahakkukların (TACC) isteğe bağlı olmayan (NDACC) kısımları hesaplanmakta, daha sonra hesaplanan bu tutar toplam tahakkuklardan çıkartılarak isteğe bağlı tahakkuk (DACC) tutarları hesaplanmaktadır:

$$DACC = TACC - NDACC$$

Bu bağlamda, kâr yönetiminin tespitine yönelik olarak öncelikle firmaların toplam tahakkuk tutarlarının belirlenmesi gerekmektedir. Toplam tahakkuklar literatürde, “Bilanço Yaklaşımı” ve “Nakit Akım Tablosu Yaklaşımı” olmak üzere iki farklı biçimde hesaplanmaktadır (Hribar ve Collins, 2002). Kâr yönetimi üzerine yapılan çalışmalar incelendiğinde toplam tahakkukları hesaplamada daha çok bilanço yaklaşımının kullanıldığı görülmektedir (Jones, 1991; Dechow, Sloan ve Sweeney, 1995; Sloan, 1996). Dolayısıyla, bu çalışmada tahakkukların hesaplanmasında, nakit akımı yaklaşımı yerine, literatürde yaygın biçimde kullanılan bilanço yaklaşımı prosedürü izlenmiştir. Buna göre, söz konusu yaklaşım, İç (2009) ile benzer şekilde, Türkiye muhasebe sistemindeki öznel koşullara göre uyarlanmış ve toplam tahakkuklar aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$CACC = \Delta COA + \Delta COL + \Delta STI + \Delta FINS \quad (1)$$

$$NCACC = \Delta NCOA + \Delta NCOL + \Delta LTI + \Delta FINL \quad (2)$$

$$TACC = CACC + NCACC \quad (3)$$

Denklemlerde yer alan değişkenler ise sırasıyla;

CACC : Cari Tahakkukları

ΔCOA : Kısa Vadeli Faaliyet Varlıklarındaki Değişimi

ΔCOL : Kısa Vadeli Borçlardaki Değişimi

ΔSTI : Menkul Kıymetlerdeki Değişimi

$\Delta FINS$: Kısa Vadeli Finansal Borçlardaki Değişimi

NCACC : Cari Olmayan Tahakkukları

$\Delta NCOA$: Uzun Vadeli Faaliyet Varlıklarındaki Değişimi

$\Delta NCOL$: Uzun Vadeli Borçlardaki Değişimi

ΔLTI : Finansal Duran Varlıklardaki Değişimi

$\Delta FINL$: Uzun Vadeli Finansal Borçlardaki Değişim

TACC : Toplam Tahakkukları ifade etmektedir.

Firmaların toplam tahakkuk tutarları yukarıda ifade edildiği biçimde hesaplandıktan sonra, çalışma kapsamında geliştirilmiş olan kâr yönetimine ilişkin hipotezin test edilmesi amacıyla gerekli olan isteğe bağlı tahakkukların (DACC) hesaplanmasında DeAngelo Modeli kullanılmıştır. DeAngelo Modeli'nin tercih edilmesinin nedeni, NDACC değerlerinin hesaplanmasında kullanılan diğer modellerin uzun tahmin dönemlerine ihtiyaç duymasıdır. Diğer modeller, tahmin döneminden elde edilen parametreler yardımıyla kâr yönetiminin ölçüldüğü gözlem dönemine ait NDACC değerlerini hesaplayabilmektedir. Diğer taraftan DeAngelo Modeli, diğer modellerden fark-

lı olarak isteğe bağlı olmayan tahakkukların hesaplanmasında bir tahmin dönemi gerektirmemekte ve bundan dolayı, araştırma dönemine ve verilere daha uygun olduğu düşünülmektedir.

DeAngelo yönteminin temel varsayımlardan biri, isteğe bağlı olmayan tahakkukların yıllar itibarıyla sabit kaldığıdır. DeAngelo Modeli'nde bir önceki döneme ilişkin toplam tahakkuklar incelenen dönemin isteğe bağlı olmayan tahakkukları olarak kabul edilmekte ve içinde bulunan dönem için toplam tahakkuklar isteğe bağlı olmayan tahakkuklardan çıkarılmak suretiyle isteğe bağlı tahakkuklar tespit edilmektedir. Ayrıca, elde edilen tahakkuk rakamları toplam varlıklara bölünerek deflate edilmektedir.²⁰

DeAngelo Modeli, t döneminin isteğe bağlı olmayan tahakkuk tutarı hesaplanırken, bir önceki dönemin toplam varlıkları (A_{t-2}) ile deflate edilmiş son dönemin toplam tahakkuk tutarını ($TACC_{t-1}$) kullanır. Buna göre, çalışma kapsamındaki firmaların toplam tahakkuklarının isteğe bağlı olmayan (NDACC) kırsımları aşağıdaki biçimde hesaplanmıştır:

$$NDACC_{i,t} = \frac{TACC_{i,t-1}}{A_{i,t-2}}$$

Modelde yer alan değişkenler ise aşağıdaki gibi tanımlanmıştır:

$NDACC_{i,t}$ = i firmasının t dönemindeki isteğe bağlı olmayan tahakkuk tutarı

$TACC_{i,t-1}$ = i firmasının t-1 dönemindeki toplam tahakkuk tutarı

20 DeAngelo, firmanın karını düşük gösterme isteğinden kaynaklanmasa da, amortisman tutarlarının tahakkuk esasına dayalı olarak oluşturulan kalemler içinde önemli bir paya sahip olduğunu belirtmiş ve amortisman gibi isteğe bağlı olmayan tahakkuklar nedeniyle birçok firma için toplam tahakkukların negatif değer alacağını belirtmiştir. Bu nedenle tahakkuklar için kıyaslama yapılabilecek bir ölçü oluşturmayı amaçlayarak, bir önceki dönemin toplam tahakkuklarını ölçü olarak kullanmıştır. Bu doğrultuda çalışmasında kullandığı modelde, toplam tahakkuklardaki bir önceki döneme göre değişimleri esas almış ve bunları standardize etmek amacıyla yine bir önceki döneme göre aktif toplamındaki değişime bölmüştür. Ayrıca, inceleme döneminde isteğe bağlı olmayan tahakkuklardaki değişim oranının sabit kalacağını varsaymış, dolayısıyla toplam tahakkuklardaki değişimin isteğe bağlı tahakkuklardan kaynaklanacağını belirtmiştir. Bu anlayışla, normal şartlarda toplam tahakkuklardaki değişimin yıllar itibarıyla sıfır olmasını beklemekte ve toplam tahakkukların belirgin bir şekilde negatif olması halinde ise, yöneticilerin kar yönetimi uygulamalarına başvurduğunu belirtmektedir (Küçüksözen, 2005, s. 139).

$A_{i,t-2}$ = i firmasının t-2 dönemindeki toplam varlıkları

t= İlgili yıl

DeAngelo Modeli, isteğe bağlı olmayan tahakkuk tutarının hesaplanmasında bir tahmin dönemine ihtiyaç duymadığından, örnekleme dahil olan 807 firmanın NDACC tutarları hesaplanırken gözlem dönemindeki (1999 - 2007) her yıl için bir önceki yılın TACC değerleri dikkate alınmıştır. Örneğin, 1999 yılında bir firmanın NDACC tutarı hesaplanırken, firmanın 1998 yılındaki TACC tutarı dikkate alınmıştır. Bu şekilde her firmanın NDACC değerleri hesaplandıktan sonra, tahakkukların isteğe bağlı kısmı ($DACC_t$) ise aşağıdaki biçimde hesaplanmıştır:

$$DACC_{i,t} = \left(\frac{TACC_{i,t}}{A_{t-1}} \right) - \left(\frac{TACC_{i,t-1}}{A_{t-2}} \right)$$

Buna göre, tahakkukların isteğe bağlı kısmı ($DACC_t$), bir önceki dönemin toplam varlıkları (A_{t-1}) ile deflate edilmiş t gözlem dönemi toplam tahakkukları ($TACC_t$) ile yine t yılındaki isteğe bağlı olmayan tahakkuk tutarı ($NDACC_t$) arasındaki farka eşittir. Bu şekilde gözlem dönemine (1999-2007) ait 807 adet firma-yıl verisinden oluşan örneklem oluşturulmuştur. Daha sonra bu örneklemeden F/K, PD/DD ve HBKB oranlarına göre Değer ve Büyüme firmaları sınıflandırılarak, kâr yönetiminin olmadığı düşünülen gruba (Değer firmaları) 0, kâr yönetimi yapıldığı düşünülen gruba (Büyüme firmaları) 1 değeri atanmış ve aşağıdaki regresyon modelleri aracılığıyla elde edilen katsayı değerlerine göre söz konusu firmalarda kâr yönetiminin varlığı ölçülmeye çalışılmıştır.

MODEL I

$$DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 VG_FK_{it} + \beta_2 SGROWTH_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

MODEL II

$$DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 VG_MB_{it} + \beta_2 SGROWTH_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

MODEL III

$$DACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 VG_EPS_{it} + \beta_2 SGROWTH_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

Modellerde yer alan değişkenler ise aşağıdaki biçimde tanımlanmıştır:

$DACC_{it}$ = İsteğe Bağlı Tahakkuk Değeri

$SGROWTH_{it}$ = Satışlardaki Büyüme

LEV_{it} = Borçlanma Oranı

ROA_{it} = Varlıklardan Elde Edilen Getiri Oranı

$SIZE_{it}$ = Piyasa Kapitalizasyon Değeri

VG_FK_{it} = Fiyat/Kazanç rasyosu temelinde yapılan Değer ve Büyüme ayırımını temsil eden kukla değişken; 0 = Değer firması, 1= Büyüme firması

VG_MB_{it} = Piyasa Değeri/Defter Değeri rasyosu temelinde yapılan Değer ve Büyüme ayırımını temsil eden kukla değişken; 0 = Değer firması, 1= Büyüme firması

VG_EPS_{it} = Hisse Başına Kârlardaki Büyüme Oranı temelinde yapılan Değer ve Büyüme ayırımını temsil eden kukla değişken; 0 = Değer firması, 1= Büyüme firması

Söz konusu modellerin test edilmesinde, istatistiksel analiz paket programlarından yararlanılmıştır. Buna göre, kukla değişkenlerin (VG_FK_{it} , VG_MB_{it} ve VG_EPS_{it}) katsayılarının anlamlı ve pozitif olması durumunda, Büyüme firmalarının Değer firmalarına kıyasla kârlarını daha fazla yönettiklerini ifade eden H hipotezi kabul edilecektir.

Firmaların satışlar aracılığıyla kârlarını yönetebildiklerine dair kanıtlar bulunmaktadır. Jones (1991) ile Dechow ve diğerleri (1995), kâr yönetimi göstergesi olarak kullanılan isteğe bağlı tahakkukları, hesaplar arasında satışlardaki değişimlerden faydalanmışlardır. Dechow, Sloan ve Sweeney (1996) yaptıkları çalışmada SEC tarafından uyarılmış 32 firmanın 18'inin manipüle edilmiş satışlara sahip olduğunu belirtmişlerdir. Beneish (1997) yaptığı çalışmada GKGMİ'ni ihlal eden firmalardan oluşan örneklem kitlesindeki 83 firmanın 43'ünün manipüle edilmiş satışlar rapor ettiğini tespit etmiştir. Değer ve Büyüme hisse senetleri göstergeleri olarak satışlardaki büyüme oranını ve F/NA, PD/DD, F/K rasyolarını kullanan Desai, Rajgopal ve Venkatachalam (2004), gerçekleştirdikleri analizler sonucunda, satışlardaki büyüme oranı ile tahakkukların büyüklükleri arasında güçlü bir ilişki

olduğunu gözlemlemiştir. Bu bulgular doğrultusunda, *Satışlardaki Büyüme* (SGROWTH) kontrol değişkeni olarak modellere dâhil edilmiştir.

Watts ve Zimmerman (1986), yöneticilerin, kredi (borç) sözleşmelerindeki hükümleri ihlal etmekten kaçınmak için raporlanmış kârları artırıcı muhasebeleştirme politikaları ve yöntemleri seçebileceklerini ileri sürmüştür. DeFond ve Jiambalvo (1994) ile Sweeney (1994), kredi sözleşmelerindeki hükümleri ihlal etme olasılığıyla karşı karşıya kalan firmaların yöneticilerinin muhasebeleştirme yöntemlerini, muhasebeleştirme tahminlerini ve tahakkukları kullanarak kârları yönetme konusunda eğilimlere sahip oldukları yönünde kanıtlar sunmuşlardır. Literatürde ortaya konulan bu kanıtlar doğrultusunda, firmanın borç sözleşmesi koşullarını yerine getirme potansiyelini kontrol altına almak için *Borçlanma Oranı* (LEV) değişkeni modellere dâhil edilmiştir.

Capkun, Cazavan-Jeny, Jeanjean ve Weiss (2008), yerel muhasebe standartlarından Uluslararası Finansal Raporlama Sistemi (IFRS)'ne geçmek zorunda kalan 1722 Avrupa menşeli firmanın, geçiş sürecindeki kâr yönetimi uygulamalarını analiz ettikleri çalışmalarında bir takım değişkenlerin yanı sıra kontrol değişkeni olarak ROA'yı da kullanmışlardır. Yazarlar, söz konusu geçiş sürecinde firmaların, kârlarını daha iyi göstermek ve daha yüksek varlık getirileri (ROA) sergilemek amacıyla kâr yönetimine başvurduklarını tespit etmişlerdir. Yine bir başka çalışmada, Burgstahler ve Dichev (1997) ile DeGeorge ve diğerleri (1999) tarafından ileri sürülen "*kamu firmaları kârlarında küçük artışlar rapor etmekten çok küçük azalışlar rapor etmeyi tercih etmektedirler*" şeklindeki kâr yönetimi argümanının geçerliliğini inceleyen Beatty, Ke ve Petroni (2002)'nin, bu amaçla özel ve kamu bankalarında kâr yönetiminin varlığını ve yönünü test ederken kullandıkları modellerde ROA değişkenine de yer verdikleri görülmektedir. Hribar ve Nichols (2007), kâr yönetiminin test edilmesinde isteğe bağlı tahakkukların mutlak değerlerinin kullanılmasının etkilerini inceledikleri çalışmalarında, performansla ilişkili isteğe bağlı tahakkukların hesaplanmasında kullandıkları değişkenlerin arasında ROA'ya da yer vermişlerdir. Lee, Li ve Yue (2006), kâr yönetimi büyüklüğü, firma kâr performansı ve gelecek kârlardaki beklenen büyüme arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmalarında, firma performansı göstergesi olarak ROA'yı kullanmışlardır. Yazarlar, gerçekleştirdikleri analizler sonucunda, kâr yönetimi ile ROA arasında

pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit etmişler ve yönetilen kârların büyüklüğü ile ROA arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Lee, Li ve Yue (2006), firmalarının kâr performansları arttıkça fiyat duyarlılıklarının da arttığını ve bundan dolayı yüksek performansa sahip firmaların daha büyük tutarlarda yüksek kârlar rapor ettiklerini ifade etmişlerdir. Ayrıca, isteğe bağlı tahakkukların performans ve büyüme unsurlarından ayırarak analiz edilmesinin, kâr yönetimi miktarının yanlı bir biçimde tahmin edilmesine yol açacağını ileri sürmüşlerdir. Literatürdeki bulgular doğrultusunda, çalışma kapsamında geliştirilmiş olan modellerde yer alan kontrol değişkenlerinin arasına *Varlıklardan Elde Edilen Getiri Oranı* (ROA) da dâhil edilmiştir.

Watts ve Zimmerman (1986), siyasi süreçlerin muhasebeleştirme seçimleri üzerindeki etkili olduğunu ileri sürmüştür. Buna göre, siyasal süreç, toplumda aşırı kazanç elde ettiği düşünülen veya kamu yararının önemli olduğuna inanılan endüstriler ve firmalar üzerine ek maliyetler yükleyebilmektedir. Bundan dolayı, söz konusu firmaların yöneticilerinin raporlanan kârları azaltmak ve böylece daha az siyasi maliyetle karşılaşmak için muhasebeleştirme yöntemlerinin seçiminde ve uygulamalarında kâr yönetimi güdüleyicilerine sahip olabilecekleri ifade edilmektedir. Bunun yanı sıra, Zmijewski ve Hagerman (1981)'den aktaran: Madhogarhia ve diğ., 2009, s. 1773)²¹, politik maliyetlerin firma büyüklüğü ve firma riskiyle doğru orantılı biçimde arttığını göstermiştir. Dolayısıyla, büyük ve/veya riskli firmaların politik maliyetleri azaltmak amacıyla kârlarını yönetme konusunda daha güçlü güdülere sahip olacakları düşünülmektedir (Madhogarhia ve diğ., 2009). Bu çalışma kapsamında her ne kadar, firma büyüklüğü ile kâr yönetimi derecesi arasındaki ilişkinin yönü tahmin edilmeye çalışılmasa da, yukarıda ifade edilen nedenlerden dolayı *Firma Büyüklüğü* (SIZE) bir kontrol değişkeni olarak modellere dâhil edilmiştir.

Çalışmanın bu bölümünde, analizlerde kullanılacak veriler ve örneklem hakkında bilgiler verilmiş, araştırma hipotezleri geliştirilmiş ve araştırmanın dizaynı (istatistiksel prosedür) açıklanmıştır. Çalışmanın takip eden bölümünde, gerçekleştirilen ampirik analizlerin sonuçları ortaya konulacak ve elde edilen bulguların yorumlarına yer verilecektir.

21 Zmijewski, M. E. ve Hagerman, R. L. (1981) "An Income Strategy Approach to the Positive Theory of Accounting Standard Setting/Choice", *Journal of Accounting and Economics*, 3, 129-149.

Ampirik Analiz ve Bulgular

Çalışmanın bu bölümünde, yukarıdaki açıklamalar doğrultusunda gerçekleştirilen analizlerden elde edilen sonuçlar ve söz konusu sonuçlara ilişkin yorumlar sunulacaktır. Bu bağlamda, kısım 4.1'de uygulamaya ilişkin özet istatistikler hakkında bilgiler verilecek, kısım 4.2'de çalışma kapsamında geliştirilmiş olan modeller aracılığıyla gerçekleştirilen regresyon analizi sonuçları sunulacaktır. Son olarak ise, analizler aracılığıyla elde edilen bulgular yorumlanarak tartışılacaktır.

Özet İstatistikler

Analiz kapsamında İMKB'de işlem gören firmaların 1999-2007 yıllarına ilişkin verileri kullanılmıştır. Toplam 807 firma yılı gözleminde yararlanılan çalışmada gerçekleştirilen ampirik analizlerde kullanılan değişkenlere ilişkin özet istatistikî bilgiler Tablo 3'te verilmiştir.

Tablodan görüldüğü üzere analiz kapsamında yer alan firmaların hisse senedi getirisi ortalaması %49

Tablo 3. Özet İstatistikler

Değişkenler	Gözlem Sayısı	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Hata
SGROWTH	807	-.99	82.89	1.8848	6.72732
LEV	807	.01	.94	.4698	.19348
ROA	807	-.32	.79	.0870	.08703
SIZE	807	5.95	10.20	7.6897	.73905
RET	807	-.85	11.46	.4907	1.17972
DACC	807	-.48	1.04	.0735	.13885

olmuştur. Değer ve Büyüme firmalarının performans göstergeleri olarak kullanılan satışlardaki büyüme (SGROWTH) ve varlıklardan elde edilen getiri oranı (ROA)'nın ortalama değerleri ise sırasıyla 1.88 (%188) ve 0.08 (%8) olarak gerçekleşmiştir. Kontrol değişkeni olarak kullanılan firma borçlanma oranı (LEV) yaklaşık olarak ortalama % 47 iken, firma büyüklüğü faktörü (SIZE) ise 7.6897 olmuştur. Tüm firmaların uygulama dönemindeki isteğe bağlı tahakkuklarının ortalaması ise, 0.073 (%7) olarak gerçekleşmiştir.

Regresyon Analizi Sonuçları

Ampirik modellere ilişkin regresyon analizi sonuçları Tablo 4, Tablo 5 ve Tablo 6'da görülmektedir. Fiyat/Kazanç rasyolarına göre sınıflandırılmış Değer ve Büyüme firmalarının isteğe bağlı tahakkuklar vasıtasıyla kârları yönetme konusundaki farklılıklarını analiz etmeyi amaçlayan MODEL I'e ait analiz sonuçları Tablo 4'te özetlenmiştir. Söz konusu modelde bağımlı değişken olarak, isteğe bağlı toplam tahakkuklar (DACC) kullanılmıştır.

Tablo 4'te sunulan sonuçlar incelendiğinde, kâr yönetimi göstergesi olarak kullanılan isteğe bağlı tahakkukların (DACC) bağımlı değişken biçiminde yer aldığı regresyon modelinde, VG_FK değişkeninin katsayısının beklenenin aksine negatif ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. VG_FK değişkeninin negatif bir katsayıya sahip ol-

ması, Değer firmalarıyla karşılaştırıldığında Büyüme firmalarında kâr yönetiminin daha az olduğu anlamına gelmektedir. Firma performans göstergesi olarak kullanılan SGROWTH ve DACC arasında %10 düzeyinde negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu sonuç, satışlarda büyümenin yüksek olduğu firmalarda, diğer bir ifadeyle Büyüme firmalarında kâr yönetiminin daha az olduğu şeklinde yorumlanabilir. Diğer taraftan, bağımsız değişken olarak kullanılan ROA ile DACC arasında %1 düzeyinde pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuç kâr yönetim uygulamalarının kârlılıkları yüksek firmalarda daha fazla yapıldığı şeklinde değerlendirilebilir. F/K ayrımına göre yapılan performans analizlerinde elde edilen bulgularla birlikte ele alındığında, bu sonuçta Değer firmalarında kâr yönetiminin daha fazla olduğu şeklinde yorumlanabilir.²²

VG_FK değişkeni için beklenen işaret: pozitif

Firma büyüklüğünü temsil eden SIZE değişkenine ait negatif katsayı ise, küçük firmaların isteğe bağlı tahakkuklarını büyük firmalardan daha fazla yönettikleri şeklinde yorumlanabilmekle birlikte, sonuç istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Kontrol de-

22 F/K ayrımı temelinde gerçekleştirilen performans analizleri sonucunda, düşük F/K rasyolu firmaların (DEĞER firmalarının) kârlılıklarının yüksek F/K rasyolu firmaların (BÜYÜME firmalarının) kârlılıklarından daha büyük olduğu görülmüştür (sırasıyla %12 ve %5).

Tablo 4. F/K Rasyosuna Göre Tanımlanmış Değer ve Büyüme Firmalarının Kâr Yönetimi Uygulamaları Açısından Farklılıkları

$$DACC_{it} = \theta_0 + \theta_1 VG_FK_{it} + \theta_2 SGROWTH_{it} + \theta_3 LEV_{it} + \theta_4 ROA_{it} + \theta_5 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

Bağımlı Değişken: İsteğe Bağlı Toplam Tahakkuklar (DACC)

Değişken ve Parametreler	θ (t)
Sabit	.091 (2.036)**
VG_FK	-.080 (-2.516)**
SGROWTH	-.051 (-1.764)*
LEV	-.040 (-1.335)
ROA	.530 (16.024)***
SIZE	-.045 (-1.526)
D-W	2.225
F Değeri	80.335***
Düz. R ²	.330
Gözlem Sayısı	807

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

ğişkeni LEV ise, negatif fakat anlamsız bir katsayıya sahiptir. Modelin bağımlı değişkeni açıklama gücünü gösteren düzeltilmiş R² (%33) ve F (80.335; sig. %1) değerleri incelendiğinde ise, modelin açıklayıcı gücünün makul seviyelerde olduğu ve modelin kabul edildiği görülmektedir. Zaman serisi analizi yapıldığında, artan değerlerin birbirlerinden bağımsız olduğu varsayımı yapılmıştır. Bu bağlamda, regresyonda oluşan artık değerler (residuals) arasındaki otokorelasyonu tespit etmek için gerçekleştirilen Durbin-Watson test istatistiğinin 2'ye yakın (2.225) bir değere sahip olduğu görülmüştür. Bu değer, artık değerler arasında otokorelasyonun olmadığı şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 5'te, Piyasa Değeri/Defter Değeri rasyolarına göre sınıflandırılmış Değer ve Büyüme firmalarının isteğe bağlı tahakkuklar vasıtasıyla kârları yönetme konusundaki farklılıklarını analiz etmeyi amaçlayan MODEL II'ye ait analiz sonuçları özetlenmiştir. Söz konusu modelde bağımlı değişken olarak, isteğe bağlı toplam tahakkuklar (DACC) kullanılmıştır.

Tablo 5'te yer alan sonuçların, F/K rasyosu ayrımı temelinde gerçekleştirilen analizden elde edilen sonuçlarla (Tablo 4) paralellik arz ettiği görülmektedir. Model I sonuçlarıyla tutarlı biçimde, Model II'den elde edilen bulgular da tahakkuklar ile VG_MB değişkeni arasında negatif ve %10 düzeyinde anlamlı bir ilişki ortaya koymuştur. Benzer şekilde, firma performans göstergesi olarak kullanılan SGROWTH ve DACC arasında %10 düzeyinde negatif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuçlar, yukarıda ifade edildiği gibi, Değer firmalarında Büyüme firmalarına kıyasla daha fazla kâr yönetimi olduğuna işaret etmektedir. Diğer taraftan, ROA ile DACC arasında %1 düzeyinde pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuç kâr yönetim uygulamalarının kârlılıkları yüksek firmalarda daha fazla yapıldığı şeklinde değerlendirilebilir. PD/DD ayrımına göre yapılan performans analizlerinin Büyüme firmalarının kârlılıklarının daha yüksek olduğunu gösteren sonuçlar ortaya koyduğu göz önünde bulundurulursa, elde edilen bulgu PD/DD değerine göre tanımlanmış Büyüme firmalarında isteğe bağlı tahakkukların daha fazla olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 5. PD/DD Rasyosuna Göre Tanımlanmış Değer ve Büyüme Firmalarının Kâr Yönetimi Uygulamaları Açısından Farklılıkları

$$DACC_{it} = \theta_0 + \theta_1 VG_MB_{it} + \theta_2 SGROWTH_{it} + \theta_3 LEV_{it} + \theta_4 ROA_{it} + \theta_5 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

Bağımlı Değişken: İsteğe Bağlı Toplam Tahakkuklar (DACC)

Değişken ve Parametreler	θ (t)
Sabit	.058 (1.234)
VG_MB	-.060 (-1.873)*
SGROWTH	-.051 (-1.753)*
LEV	-.021 (-.668)
ROA	.579 (18.553)***
SIZE	-.033 (-1.063)
D-W	2.237
F Değeri	79.493***
Düz. R ²	.327
Gözlem Sayısı	807

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

VG_MB değişkeni için beklenen işaret: pozitif

Yine önceki bulgularla paralel biçimde, firma büyüklüğünü temsil eden SIZE değişkenine ait katsayının negatif olması, küçük firmaların isteğe bağlı tahakkuklarını büyük firmalardan daha fazla yönettikleri şeklinde yorumlanabilmekle birlikte, sonuç istatistiksel olarak anlamlı çıkmamıştır. Kontrol değişkeni LEV ile isteğe bağlı tahakkuklar arasında ise, negatif fakat anlamsız bir ilişki gözlenmiştir. Modelin bağımlı değişkeni açıklama gücünü gösteren düzeltilmiş R² (%32.7) ve F (79.493; sig. %1) değerleri incelendiğinde ise, modelin açıklayıcı gücünün makul seviyelerde olduğu ve modelin kabul edildiği görülmektedir. Regresyonda oluşan artık değerler arasındaki ardışık bağımlılığı tespit etmek için gerçekleştirilen Durbin-Watson test istatistiği ise 2.237 olarak çıkmıştır. Bu değer, artık değerler arasında otokorelasyonun olmadığı şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 6'da, hisse başına kârlardaki büyüme (HBKB) oranlarına göre sınıflandırılmış Değer ve Büyüme firmalarının isteğe bağlı tahakkukları kullanarak kârlarını yönetme konusundaki farklılıklarını analiz etmeyi amaçlayan MODEL III'e ait analiz sonuçları

yer almaktadır. Söz konusu modelde bağımlı değişken olarak, isteğe bağlı toplam tahakkuklar (DACC) kullanılmıştır.

Tablo 4 ve Tablo 5'te olduğu gibi Tablo 6'da da tahakkuklar ile VG_EPS değişkeni arasında negatif bir ilişki olduğu görülmektedir. Ancak bu ilişki istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer değişkenler olan borçlanma oranı (LEV) ve firma büyüklüğü (SIZE) değişkeni ile isteğe bağlı tahakkuklar arasında negatif bir ilişki söz konusudur. Fakat bu ilişki LEV değişkeni açısından istatistiksel olarak anlamlı değildir. Diğer taraftan, SIZE değişkeni ile DACC arasındaki negatif ilişki istatistiksel olarak %10 düzeyinde bir anlamlılığa sahiptir. Söz konusu ilişki, firma büyüdükçe isteğe bağlı tahakkuk tutarlarının azaldığına işaret etmektedir. Bu durum, küçük firmalarda kâr yönetiminin daha fazla olduğu şeklinde yorumlanabilir. Diğer taraftan, ROA ile DACC arasında, önceki bulgularla tutarlı biçimde, %1 düzeyinde pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit edilmiştir. Bu sonuç kâr yönetim uygulamalarının kârlılıkları yüksek firmalarda daha fazla olabileceğine işaret etmektedir. Bununla birlikte, performans analizi sonuçları, HBKB oranları temelinde sınıflandırılan Değer ve Büyüme firmalarının kârlılık düzeyleri arasında anlamlı bir farklılık ortaya koymamıştır.

Tablo 6. HBKB Oranına Göre Tanımlanmış Değer ve Büyüme Firmalarının Kâr Yönetimi Uygulamaları Açısından Farklılıkları

$DACC_t = \beta_0 + \beta_1 VG_EPS_t + \beta_2 SGROWTH_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 SIZE_t + \epsilon_t$	
Bağımlı Değişken: İsteğe Bağlı Toplam Tahakkuklar (DACC)	
Değişken ve Parametreler	β (t)
Sabit	.045 (1.834)*
VG_EPS	-.001 (-.049)
SGROWTH	-.048 (-1.667)*
LEV	-.038 (-1.243)
ROA	.564 (18.630)***
SIZE	-.050 (-1.716)*
D-W	2.233
F Değeri	78.449***
Düz. R ²	.325
Gözlem Sayısı	807

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

VG_EPS değişkeni için beklenen işaret: pozitif

Bunun yanı sıra, modelin bağımlı değişkeni açıklama gücünün (Düz. R²) %32.5 ve F değerinin 78.449 (sig. %1) olduğu görülmektedir. Buna göre, modelin açıklayıcı gücünün makul seviyelerde olduğu ve modelin kabul edildiği ileri sürülebilir. Ardışık bağımlılığı tespit etmek için gerçekleştirilen Durbin-Watson test

istatistiği ise 2.223 olarak çıkmıştır. Bu değer, artık değerler arasında ardışık bağımlılığın olmadığı şeklinde yorumlanabilir.

Tablo 7'de, üç modelden elde edilen sonuçlar toplu olarak gösterilmiştir. Her üç modelde bağımlı değişken olarak isteğe bağlı tahakkuklar (DACC) kullanılmıştır.

Tablo 7. Değer ve Büyüme Firmalarının Kâr Yönetimi Uygulamaları Açısından Farklılıklarına İlişkin Analizlerin Toplu Sonuçları

Değişken ve Parametreler	MODEL I Bağımlı Değişken: DACC	MODEL II Bağımlı Değişken: DACC	MODEL III Bağımlı Değişken: DACC
Sabit	.091(2.036)**	.058(1.234)	.045(1.834)*
VG	-.080(-2.516)**	-.060(-1.873)*	-.001(-.049)
SGROWTH	-.051(-1.764)*	-.051(-1.753)*	-.048(-1.667)*
LEV	-.040(-1.335)	-.021(-.668)	-.038(-1.243)
ROA	.530(16.024)***	.579(18.553)***	.564(18.630)***
SIZE	-.045(-1.526)	-.033(-1.063)	-.050(-1.716)*
D-W	2.225	2.237	2.233
F Değeri	80.335***	79.493***	78.449***
Düz. R ²	.330	.327	.325
Gözlem Sayısı	807	807	807

***, ** ve * sırasıyla % 1, % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlılığı göstermektedir.

Kurulan her üç modelde de kâr yönetimi göstergesi olarak kullanılan isteğe bağlı tahakkuklar ile Değer ve Büyüme firmalarının ayırımında kullanılan VG kukla değişkeni arasında, beklenilen aksine, negatif bir ilişki ortaya çıkmıştır. Bu negatif ilişki, Model I ve Model II'de sırasıyla % 5 ve % 10 düzeyinde anlamlı iken Model III için istatistiksel açıdan anlamlılık göstermemiştir. Söz konusu negatif ilişki, Büyüme firmaları ile karşılaştırıldığında Değer firmalarında kâr yönetiminin daha fazla olduğuna işaret etmektedir. Firma büyüklüğü ile kâr yönetimi arasında her üç modelde de ortaya çıkan negatif ilişki, yine beklenilen aksine, büyük firmalardan ziyade küçük firmalarda kâr yönetimi uygulamasının varlığına işaret etmektedir. Fakat söz konusu ilişki yalnızca MODEL III'te istatistiksel olarak anlamlı olmuştur. Regresyon analizlerinden elde edilen önemli bir bulgu da satışlardaki büyüme ve kâr yönetimi arasındaki negatif ve anlamlı ilişkidir. Bu negatif ilişki, satışlarında büyümenin olduğu firmalarda kâr yönetiminin daha az olduğu şeklinde yorumlanabilir. Büyüme firmalarının literatürde satış büyüme oranları yüksek firmalar olarak nitelendirildiği göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu sonucun Büyüme firmalarında kâr yönetiminin daha az olduğuna işaret ettiği ifade edilebilir.

Diğer taraftan, üç modelde de gözlenen pozitif ve %1 düzeyinde anlamlı ROA katsayılarına dayanarak, firma kârlılıklarında meydana gelen artış sonucunda kâr yönetimi uygulamalarının arttığı söylenebilir. Bu bulgu, Lee, Li ve Yue (2006) tarafından ortaya konulan sonuçlarla tutarlılık arz etmektedir. Buna göre, kâr yönetimi büyüklüğü, firma kâr performansı (ROA) ve gelecek kârlardaki beklenen büyüme arasındaki ilişkiyi inceleyen yazarlar, kâr yönetimi ile ROA arasında

pozitif ve anlamlı bir ilişki tespit etmişler ve yönetilen kârların büyüklüğü ile ROA arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymuşlardır. Lee, Li ve Yue (2006), firmalarının kâr performansları arttıkça fiyat duyarlılıklarının da arttığını ve bundan dolayı yüksek performansa sahip firmaların daha büyük tutarlarda yüksek kârlar rapor ettiklerini ifade etmişlerdir.

Kâr yönetimi ile borçlanma oranı arasında ise, bütün modellerde negatif ancak istatistiksel olarak anlamlı olmayan bir sonuç elde edilmiştir. Bu sonuç, firmaların borç düzeylerinin kâr yönetimi uygulamaları üzerinde herhangi bir etkisi olmadığı biçiminde yorumlanabilir.

Her üç modeldeki değişkenlere ait katsayıların birbirine yakın olması, Değer ve Büyüme firmalarının belirlenmesinde kullanılan ölçütlerin (PD/DD, F/K ve HBKB), söz konusu firmaların sınıflandırılmasında birbirine paralel sonuçlar ortaya koyduğuna işaret etmektedir. Bu durum, Değer ve Büyüme firmalarının tanımlanmasında söz konusu ölçütlerin bir arada kullanılmasının uygun olacağı şeklinde yorumlanabilir.

Sonuç ve Değerlendirme

Yaşanan teknolojik gelişmelerle küreselleşen dünya ekonomisi beraberinde; ülkeler arasındaki sermaye hareketlerinin artması, yatırım olanaklarının büyümesi, sermaye piyasalarının gelişmesi ve finans sektörünün öneminin artması gibi gelişmeleri getirmiştir. Bu gelişmeler aynı zamanda, yatırımcıların artan yatırım olanakları arasında tercih yapmalarını ve doğru kararlar almalarını da güçleştirmiştir. Bunun

yanı sıra, yatırımcılar tarafından alınan yanlış yatırım kararlarının olumsuz etkilerinin artmasına neden olmuştur. Bu bağlamda, alınan yanlış yatırım kararlarının etkileri, yalnızca yatırımcıların zarar görmesi ve/veya iflas etmesiyle sonuçlanmamakta aynı zamanda ülke ekonomisini hatta diğer ülke ekonomilerini de rinden sarsacak finansal krizleri tetikleyebilecek boyutlara ulaşabilmektedir. Bütün bu etkenler, analistlerin, akademisyenlerin, kurumsal ve bireysel yatırımcıların, doğru yatırım kararları alınmasını sağlamaya yönelik çabalarını artırmıştır.

Doğru yatırım kararlarının alınmasında ve ekonomideki kaynak dağılımının sağlıklı bir biçimde gerçekleşmesinde, yatırım kararlarının temel dayanak noktası olan finansal tabloların güvenilir olması da büyük önem taşımaktadır. Finansal tablolar firmaların faaliyetlerinin sonucunda ortaya çıkmalarına karşın, bazen firma yöneticileri firmanın durumunu olduğundan farklı gösterme eğilimi içine girerek finansal tabloları manipüle edebilmektedirler. Literatürde kâr yönetimi olarak adlandırılan bu tür uygulamalar, firmalar tarafından piyasaya sunulan bilgilerin, firmaların gerçek finansal durumlarını ve faaliyet sonuçlarını yansıtmamasına neden olmaktadır. Bu durum ise, bir taraftan bu firmaların hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların zarara uğramalarına ve sisteme olan güvenlerinin sarsılmasına, diğer taraftan yanlış bilgilere dayanılarak verilen menkul kıymet alım satım kararları nedeniyle fonların yanlış ve verimsiz alanlara yönlendirilmesine yol açmaktadır. Bunun sonucunda ise, kâr yönetimi uygulamaları nedeniyle yanlış ve verimsiz alanlara tahsis edilen fonların miktarıyla doğru orantılı olarak, ülke ekonomisi ciddi maliyetler ve sıkıntılarla karşı karşıya kalabilmektedir. Kâr yönetiminin olumsuz sonuçlarının önüne geçilebilmesinin; yatırımcıların, düzenleyici kurulların ve finansal tablo kullanıcılarının bu konu hakkındaki bilgi düzeylerinin artmasıyla mümkün olabileceği ifade edilebilir. Bu durumda, yüksek miktarlarda fon hareketlerine neden olan iki büyük yatırım kategorisinin (Değer ve Büyüme yatırımları) kâr yönetimi uygulamalarının etkisine maruz kalıp kalmadığı sorusunun cevaplanması gereken önemli bir soru olarak karşımıza çıktığı söylenebilir. Çok sayıda yatırımcının ilgi odağında bulunan Değer ve Büyüme firmalarının kâr yönetimi konusundaki pratiklerinin aydınlatılmaya çalışılmasının, gerek bireyler gerek toplum gerekse ülke ekonomisinin maruz kalacağı sıkıntıların önüne geçilmesi konusunda etkili bir adım olacağına inanılmaktadır.

Literatürde ortaya konulan bu bulgular doğrultusunda, Değer ve Büyüme firmalarının kâr yönetimi uygulamalarını incelemek amacıyla çalışma kapsamında geliştirilen hipotezi (*H*) test edebilmek için, literatürde kâr yönetimi göstergesi olarak yaygın bir biçimde kullanılan isteğe bağlı tahakkuk (DACC) değişkeninden yararlanılmıştır. Büyüme firmalarının Değer firmalarına kıyasla kârlarını daha fazla yönetip yönetmediklerini araştırmak amacıyla toplam tahakkuk yaklaşımının temel alındığı çalışmada, firmaların rapor ettikleri kârlarındaki isteğe bağlı tahakkuk unsurlarının ayrıştırılmasında DeAngelo modeli kullanılmıştır. Daha sonra, PD/DD, F/K ve HBKB kriterlerine göre sınıflandırılmış Değer ve Büyüme firmalarının tahakkuk uygulamaları konusundaki farklılıklarını ortaya koyabilmek için, çalışma kapsamında geliştirilen çok değişkenli regresyon modellerinden yararlanılmıştır.

Analizler sonucunda, beklenilenin aksine, Değer firmalarının Büyüme firmalarına kıyasla kârlarını daha fazla yönettikleri görülmüştür. Firma büyüklüğü ile kâr yönetimi arasında her üç modelde de ortaya çıkan negatif ilişki, yine beklenilenin aksine, büyük firmalardan ziyade küçük firmalarda kâr yönetimi uygulamasının varlığına işaret etmiştir. Fakat söz konusu ilişki yalnızca HBKB oranını temel alan modelde istatistiksel olarak anlamlı olmuştur. Analizlerinden elde edilen önemli bir bulgu da satışlardaki büyüme ve isteğe bağlı tahakkuklar arasındaki negatif ve anlamlı ilişkidir. Bu negatif ilişki, satış büyüme oranları yüksek olan firmalarda kâr yönetiminin daha az olduğu şeklinde yorumlanabilir. Büyüme firmalarının literatürde satış büyüme oranları yüksek firmalar olarak nitelendirildiği göz önünde bulundurulduğunda, söz konusu sonucun Büyüme firmalarında kâr yönetiminin daha az olduğuna işaret ettiği ifade edilebilir. Bunun yanısıra, firmaların borç düzeylerinin kâr yönetimi uygulamaları üzerinde herhangi bir etkisi olduğuna dair bir bulguya rastlanamamıştır.

Genel olarak değerlendirildiğinde, elde edilen sonuçlar beklenilenin tersine, kâr yönetimi uygulamalarının Değer firmalarında daha yaygın olduğunu göstermektedir. Diamond ve Verrecchia (1991), bilgi asimetrisini azaltmaya yönelik olarak kamuya açıklanan bilgilerin hisse senetlerine olan ilginin artmasına neden olduğunu, bunun ise firmanın hisse senetlerinin likiditesini artırarak sermaye maliyetinin düşmesini sağlayabildiğini ifade etmişlerdir. Dolayısıyla, bilgi asimetrisi düzeyi yüksek büyük firmaların ka-

muya açıkladıkları bilgi miktarı arttıkça hisse senedi fiyatlarının da artacağını ifade etmişlerdir. Buna göre, İMKB'de kayıtlı Büyüme firmalarının piyasa kapitalizasyon oranlarının çok yüksek olmasının ve İMKB'de işlem yapan yabancı yatırımcıların genellikle, daha güçlü ve daha likit olmaları nedeniyle büyük firmaları tercih etmelerinin, söz konusu firmaları kamuya açıkladıkları bilgilerin miktarının ve güvenilirliğinin yüksek olması konusunda daha istekli (veya titiz) olmaya yönlendirmiş olabileceği düşünülebilir.

Ayrıca, beklentilere ters yönlü olarak çalışmada ortaya çıkan sonucun, Türkiye piyasasının ekonomik ve politik yapısından kaynaklanmış olabileceği de göz önünde bulundurulmalıdır. İMKB uzun dönemler boyunca maruz kaldığı yüksek enflasyon oranları, kararsız ekonomik ve politik çevre nedeniyle gelişmekte olan piyasalar arasında en büyük ve en istikrarsız olanlarından biridir. İMKB'nin kurulmasından bu zamana kadar geçen 28 yıllık dönemde Türkiye ekonomisinde 1991, 1994, 1997, 2000, 2001 yıllarında çeşitli kriz ya da bunalımlar yaşanmıştır. Söz konusu olumsuzlukların, çalışmada elde edilen sonuçları etkilemiş olma olasılığı göz ardı edilmemelidir. Nitekim literatürde, Değer hisse senetlerinin ekonomideki olumsuzluklardan daha fazla etkilendiğine ve kötüye giden ekonomik koşullara uyum sağlama konusunda Büyüme hisse senetlerinden daha az esnek olduklarına dair kanıtlara rastlanmaktadır (Zhang, 2005; Gulen, Xing ve Zhang, 2008). Nitekim Charitou, Lambertides ve Trigeorgis (2011), Compustat veri tabanında yer alan 15.049 firmanın 1990-2004 yıllarına ait verileri üzerinden gerçekleştirdikleri çalışmalarında, piyasadaki olumsuz haberler karşısında değer firmalarının büyüme firmalarına kıyasla kârlarını daha fazla yönettiklerini ortaya koymuşlardır.

Çalışmada ortaya konulan sonuçlar değerlendirilken, çalışmanın içerdiği bir takım sınırlılıkların göz önünde bulundurulmasının daha sağlıklı olacağı düşünülmektedir. Bu bağlamda, İMKB'nin kısa bir geçmişe sahip olması, Türkiye ekonomisinde yaşanan krizler, enflasyon ve finansal tabloların kamuya açıklanmasına ilişkin esaslarda değişiklik yapılması gibi faktörler çalışmada kullanılan verilerin miktarını azaltmıştır. Verilerle ilgili olarak, 1999-2007 yıllarının analize dahil edildiği çalışmada 2004 ve 2005 yıllarına ait veriler, finansal tabloların yayınlanma esalarında yapılan değişikliklerin yarattığı karşılaştırma güçlükleri nedeniyle analiz dışında bırakılmıştır. Bunun yanı sıra, çalışmanın inceleme dönemi (7 yıl),

değinilen olumsuzluklar nedeniyle, yurtdışında gerçekleştirilen çalışmalara göre oldukça kısadır.²³ Dikkate alınması gereken bir diğer nokta ise, yine benzer nedenlerle, örneklem kapsamındaki gözlem sayısının yurtdışında yapılmış olan çalışmalara kıyasla oldukça küçük olduğudur.²⁴ Çalışmanın bir diğer sınırlılığı ise, doktora tez çalışmasından üretilmiş olması nedeniyle 2007 sonrası verilerin analiz kapsamı dışında kalmış olmasıdır. Çalışma sonuçları değerlendirilirken bu unsurun da göz önünde bulundurulması daha sağlıklı değerlendirmeler yapılmasına yardımcı olacaktır. Son olarak, sonuçların incelenmesinde Türkiye'nin ekonomik ve politik yapısının da dikkate alınması gerekmektedir. Büyüme potansiyeline sahip gelişmekte olan bir ülke profili çizen Türkiye'nin gerek coğrafi gerekse politik açıdan stratejik konumu, ülkenin siyasi hayatına uzun bir süre hakim olan belirsizlikler, Türkiye'yi öznel koşullara sahip bir ülke konumuna sokmakta ve finansal piyasalara ilişkin hareketlerin bu koşullar altında değerlendirilmesini zorunlu kılmaktadır. Söz konusu etkenlerin, çalışmada kullanılan modellere yansıtılmasındaki zorluk çalışmanın bir diğer sınırlılığıdır. Bu doğrultuda analiz sonuçlarının, yatırımcılara, finansal tablo kullanıcılarına, düzenleyici kurumlara ve ilgililere, Değer ve Büyüme firmalarının performansları, risklilik durumları ve kâr yönetimi yapıp yapmadıkları hakkında kesin bir kanaatten ziyade, bazı önemli ipuçları sağlayarak karar süreçlerinde ve çalışmalarında katkı sağlayacağı ifade edilebilir.

Çalışmada ortaya konulan bulguların, yatırımcılara, Değer ve Büyüme firmalarına ait hisse senetlerinin fiyatlandırılması sürecinde söz konusu firmaların kâr yönetimi uygulamalarını da değerlendirmeleri konusunda yol gösterici olabileceğine inanılmaktadır. Gerek kurumsal gerekse bireysel olsun yatırımcıların aldığı yanlış kararlar yalnız kendilerinin değil bir bütün olarak ülke ekonomisinin zarar görmesine yol açacak boyutlara ulaşabilmektedir. Alınan yanlış yatırım kararlarının düzeyi yükseldikçe ortaya çıkan za-

23 Değer ve Büyüme hisse senetleriyle ilgili literatürde yapılmış çalışmalarda; Cook ve Rozeff (1984) - 17 yıl; Jaffe, Keim ve Westerfield (1989) - 35 yıl; Rosenberg, Reid ve Lanstein (1985) - 11 yıl; Lakonishok, Shleifer ve Vishny (1994) - 27 yıl; Griffin ve Lemon (2002) - 31 yıl; Fama ve French (2007) - 80 yılı kapsayan bir dönemi incelemişlerdir.

24 Örneğin, Chan, Hamao ve Lakonishok (1991) - 1570 firma; Arshanapalli, Coggin ve Doukas (1998) - 2629 hisse senedi; Ding, Chua ve Fetherston (2005) - 1560 firma yılı; Chahine (2008) - 7131 firma yılı; Athanassakos (2009) - 7832 firma yılı gözlemden yararlanmışlardır.

rarların toplamı, ülkeyi finansal krizlerin eşiğine getirerek hem ekonomik hem de siyasi çalkantılara yol açabilmektedir. Bu bağlamda, yapılan bu çalışmanın yatırımcıların doğru yatırım kararları alabilmesine yardımcı olacak sonuçlar ve ipuçları ortaya koyduğu düşünülmektedir. Bunun yanı sıra, çalışmanın bulgularının gerek Değer ve Büyüme hisse senetleri gerekse kâr yönetimi alanındaki akademik araştırmalar için kullanışlı olabileceği beklenmektedir.

Konuyla ilgili olarak gelecekteki çalışmalarda; kâr yönetiminin tespitine yönelik olarak geliştirilmiş diğer modellerin de kullanılarak karşılaştırılabilir sonuçlara ulaşılması, makro ekonomik faktörlerin sürece dâhil edildiği modeller geliştirilerek konunun ele alınması ve farklı ülkelerdeki piyasaları kapsayan örneklemeler kullanılarak karşılaştırmalar yapılmasının karşılaştırılabilir sonuçlar elde edilemesinde ve konunun açıklığa kavuşturulmasında faydalı olacağı düşünülmektedir. Bunun yanı sıra, yalnızca kriz yıllarını kapsayan çalışmalar yapılmasının yaşanan ekonomik krizlerin tahakkuk uygulamaları üzerinde yarattığı etkilerin ortaya konulmasına, kriz öncesi ve kriz sonrası farklılıkların tespitine ve diğer çalışmalarda elde edilen bulguların piyasa oyuncularını tarafından daha sağlıklı bir şekilde değerlendirilmesine katkıda bulunacağına inanılmaktadır. Ayrıca, büyüme ve değer firmalarının negatif ve pozitif kâr sürprizleri açıkladığı dönemler temelinde tahakkuk uygulamalarının ele alınmasının da söz konusu firmaların kâr yönetimi uygulamaları konusundaki tutumlarına ilişkin yatırımcılar açısından önemli bulgular ortaya koyabileceği düşünülmektedir.

Kaynakça

- Ahmed, P. ve Nanda, S. (2000). Style investing: Incorporating growth characteristics in value stocks. *Working Paper*. Erişim: 17 Şubat 2009, SSRN Working Paper Series: <http://ssrn.com/abstract=243524>
- Arshanapalli, B., Coggin, T. D. ve Doukas, J. (1998). Multifactor asset pricing analysis of international value investment strategies. *The Journal of Portfolio Management*, 24, 10-23.
- Athanassakos, G. (2009). Value versus Growth stock returns and the value premium: The Canadian experience 1985-2005. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 26, 109-121.
- Badertscher, B. (2011). Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. *The Accounting Review*, 86(5), 1491-1518.
- Bartov, E., Givoly, D. ve Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 173-204.
- Basu, S. (1977). Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: A test of the efficient market hypothesis. *The Journal of Finance*, 32(3), 663-682.
- Bauman, W. S. ve Miller, R. E. (1997). Investor expectations and the performance of value stocks versus growth stocks. *The Journal of Portfolio Management*, Spring, 23(3), 57-68.
- Bauman, W. S., Conover, C. M. ve Miller, R. E. (1998). Growth vs Value and Large cap vs Small cap stocks in international markets. *Financial Analysts Journal*, 54(2), 75-89.
- Beatty, A. L., Ke, B. ve Petroni, K. R. (2002). Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks. *The Accounting Review*, 77(3), 547-570.
- Beneda, N. (2002). Growth stocks outperform value stocks over the long term. *Journal of Asset Management*, 3(2), 112-123.
- Beneish, M. D. (1997). Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(3), 271-309.
- Beneish, M. D. (1999). Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP. *The Accounting Review*, 74(4), 425-457.
- Blume, M. E. (1980). Stock returns and dividend yields: Some more evidence. *The Review of Economics and Statistics*, 62(4), 567-577.
- Brav, A., Geczy, C. ve Gompers, P. A. (2000). Is the abnormal return following equity issuances anomalous?. *Journal of Financial Economics*, 56, 209-249.
- Burgstahler, D. ve Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99-126.

- Canbaşı, S., Kandır, S. Y. ve Erişmiş, A. (2007). Hisse Senedi Verimini Etkileyen Bazı Şirket Özelliklerinin İMKB Şirketlerinde Test Edilmesi. *Finans Politik & Ekonomik Yorumlar*, 44(512), 15-27.
- Capkun, V., Cazavan-Jeny, A., Jeanjean, T. ve Weiss, L. A. (2008). Earnings management and value relevance during the mandatory transition from local GAAPs to IFRS in Europe. *Working Paper*. Erişim: 09 Şubat 2010, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1125716>
- Chahine, S. (2008). Value versus growth stocks and earnings growth in style investing strategies in Euro-Markets. *Journal of Asset Management*, 9(5), 347-358.
- Chan, K., Jegadeesh, N. ve Sougiannis, T. (2004). The accrual effect on future earnings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 22(2), 97-121.
- Chan, L. K. C. ve Lakonishok, J. (2004). Value and Growth investing: Review and update. *Financial Analysts Journal*, 60(1), 71-86.
- Charitou, A., Lambertides, N. ve L. Trigeorgis (2011). Distress Risk, Growth and Earnings Quality. *Abacus*, 47(2), 158-181.
- Chen, K. Y., Elder, R. J. ve Hung, S. (2008). The investment opportunity set and earnings management: Evidence from the role of controlling shareholders. *Working Paper*. Erişim: 02 Mart 2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1266431
- Collins, D. W. ve Hribar, P. (2000). Earnings-based and accrual-based market anomalies: One effect or two?. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 101-123.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (2. gözden geçirilmiş bs.), New York, NY: John Wiley & Sons Inc.
- Deangelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400-420.
- Debondt, W. F. M. ve Thaler, R. H. (1987). Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality. *Journal of Finance*, 42(3), 557-581.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. ve Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. ve Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulations: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- Dechow, P. M., Kothari, S. P. ve Watts, R. L. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25, 133-168.
- Dechow, P. M. ve Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.
- Defond, M. L. ve Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant effects and the manipulation of accrual. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.
- Defond, M. L. ve Park, C. W. (2001). The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises. *The Accounting Review*, 76(3), 375-404.
- Degeorge, F., Patel, J. ve Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72(1), 1-34.
- Desai, H., Rajgopal, S. ve Venkatachalam, M. (2004). Value-Glamour and accruals mispricing: One anomaly or two?. *The Accounting Review*, 79(2), 355-385.
- Diamond, D. W. ve Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Domash, H. (2006). *Fire your stock analyst: Analyzing stocks on your own*. Upper Saddle River, NJ: Financial Times Prentice-Hall Inc.
- Dye, R. A. (1988). Earnings management in an overlapping generations model. *Journal of Accounting Research*, 26(2), 195-235.
- Erickson, M. ve Wang, S. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 149-176.

- Faerber, E. (2008). *All about stocks: The easy way to get started* (3. bs.) [Elektronik Sürüm]. USA: McGraw-Hill.
- Fama, E. F. ve French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Gaver, J. J. ve Gaver, K. M. (1995). Compensation policy and the investment opportunity set. *Financial Management*, 24(1), 19-32.
- Gonenc, H. ve Karan, M. B. (2003). Do value stocks earn higher returns than growth stocks in an emerging market? Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14(1), 1-25.
- Griffin, J. M. ve Lemmon, M. L. (2002). Book-to-market equity, distress risk, and stock returns. *The Journal of Finance*, 57(5), 2317-2336.
- Guay, W. R., Kothari, S. P. ve Watts, R. L.. (1996). A market – based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research*, 34(Supplement), 83-105.
- Gulen, H., Xing, Y. ve Zhang, L. (2008). Value versus Growth: Time varying expected stock returns. *University of Michigan Ross School of Business Working Paper* (No: 1115). Erişim: 22 Mart 2010, <http://ssrn.com/abstract=1270976>
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
- Healy, P. M. ve Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Houmes, E.R., ve Skantz, T.R. (2010). Highly valued equity and discretionary accruals. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(1), 60-92.
- Hribar, P. ve Collins, D. W. (2002). Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134.
- Hribar, P. ve Nichols, D. C. (2007). The use of unsigned earnings quality measures in tests of earnings management. *Journal of Accounting Research*, 45(5), 1017-1053.
- İç, S. (2009). *Muhasebe Verilerinin Bilgisel İçeriği ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Test Edilmesi*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Hacettepe Üniversitesi, Ankara.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Küçüksözen, C. (2005). *Finansal Bilgi Manipülasyonu: Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No: 183.
- La Porta, R., Lakonishok, J., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997). Good news for value stocks: Further evidence on market efficiency. *The Journal of Finance*, 52(2), 859-874.
- Lakonishok, J., Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The Journal of Finance*, 49(5), 1541-1578.
- Lee, C. J., Li, L. Y. ve Yue, H. (2006). Performance, growth and earnings management. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 305-334.
- Madhogarhia, P., Sutton, N. K. ve Kohers, T. (2008). Earnings Smoothing among Growth and Value Firms. *FMA Annual Meeting Working Paper* (October 8-11, Grapevine, Texas). Erişim: 18 Haziran 2009, <http://www.fma.org/Texas/Papers/PawanFMA2008.pdf>
- Madhogarhia, P., Sutton, N. K. ve Kohers, T. (2009). Earnings management practices among growth and value firms. *Applied Financial Economics*, 19(22), 1767-1778.
- Matsumoto, D. A. (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review*, 77(3), 483-514.
- Michaud, R. O. (1999). *Investment styles, market anomalies and global stock selection*. USA: The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts, Wiley-Blackwell.
- Namazi, M. ve E. Khansalar (2011). An Investigation of The Income Smoothing Behavior of Growth and Value Firms (Case Study: Tehran Stock Exchange Market). *International Business Research*, 4(4), 84-93.

- Nicholson, S. F. (1960). Price-Earnings ratios. *Financial Analysts Journal*, 16(4), 43-45.
- Phalippou, L. (2008). Where is the value premium?. *Financial Analysts Journal*, 64(2), 41-48.
- Prombutr, W., Lockwood, L. ve Diltz, J. D. (2010). Investment irreversibility, cash flow risk, and value-growth stock return effects. *The Financial Review*, 45, 287-305.
- Raoli, Elisa (2013). Do Managers Engage in Earnings Management to Support Firm's Market Valuation?. *Corporate Ownership & Control*, 10(2), Continued-3, 627-645.
- Ryan, P. ve Hajiyeve, R. (2004). Do value stocks outperform growth stocks around the release of firms' financial results? Some preliminary evidence from the Irish Stock Exchange. *Irish Journal of Management*, 25(1), 101-109.
- Saunders, A. ve Cornett, M. M. (2004). *Financial markets and institutions: A modern perspective* (2. bs.). Boston, USA: Irwin/The McGraw-Hill Inc.
- Scott, D. L. (2003). *Wall Street words: An A to Z guide to investment terms for today's investor* (3. bs.). Boston, USA: Houghton Mifflin Company.
- Scott, W. R. (2003). *Financial accounting theory* (3.bs.). Toronto, Canada: Prentice-Hall Inc., Pearson Education.
- Shiri, M. M., Salehi, M. ve H. Khalatbari (2013). A Study of the Impact of Equity Overvaluation on Earnings Management: Iranian Overview. *International Management Review*, 9(2), 70-82.
- Sincere, M. (2004). *Understanding stocks*. New York, NY: The McGraw-Hill Companies Inc.
- Skinner, D. J. ve Sloan, R. G. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7, 289-312.
- Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?. *The Accounting Review*, 71, 289-315.
- Smith, C. W. ve Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263-292.
- Stolowy, H. ve Breton, G. (2000). A framework for the classification of accounts manipulations. *HEC Accounting & Management Control Working Paper* (No: 708/2000). Erişim: 17 Mart 2010, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=263290>
- Stowe, J. D., Robinson, T. R., Pinto, J. E. ve McLeavey, D. W. (2002). *Analysis of equity investmentes: Valuation*. Baltimore, USA: United Book Press Inc., Association for Investment Management and Research.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt covenant violations and managers accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 281-308.
- Tengler, N. (2003). *New era value investing: A disciplined approach to buying value and growth stocks*. USA: John Wiley & Sons Inc., Wiley Finance Series.
- Teoh, S. H., Welch, I. ve Wong, T. J. (1998a). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.
- Teoh, S. H., Welch, I. ve Wong, T. J. (1998b). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- Thomas, J. ve Zhang, X. (2000). Identifying unexpected accruals: A comparison of current approaches. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, 347-376.
- Uludağ, D. T. (2007). *Value Stocks vs. Growth Stocks: A comparison of the investment styles and an analysis of Istanbul Stock Exchange*. Ankara: Capital Markets Board of Turkey, Publication Number: 203.
- Watts, R. L. ve Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory* (1. bs.). New Jersey, NJ: Prentice Hall, Inc.
- Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review*, 76(3), 357-373.
- Xing, Y. ve Zhang, L. (2005). Value Versus Growth: Movements in economic fundamentals. *Simon School Working Paper* (FR 05-10).
- Yükseltürk, O. (2006). Türkiye'de Hisse Senetlerinin Halka Arzı Öncesi Kârı Yüksek Gösterme Eğilimleri. *Muhasebe ve Denetim Bakış Dergisi*, 6(19), 99-117.
- Zhang, L. (2005). The Value Premium. *Journal of Finance*, 60(1), 67-103.